

# Secubono 227

## Fideicomiso Financiero

### Estructura de capital

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto hasta VN\$	MC <sup>a</sup>	Cupón (%)	Vencimiento final legal
VDFA	AAsf(arg)	Estable	606.613.619	24,7%	B+1 (80%-115%)	Nov/2025
VDFB	AA-sf(arg)	Estable	56.406.686	17,7%	B+2 (81%-116%)	Nov/2025
VDFC	A+sf(arg)	Estable	24.174.294	14,7%	B+3 (82%-117%)	Nov/2025
CP	CCCsf(arg)	NA	231.517.070	-14,0%	Residual	May/2026

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria - CP: Certificados de Participación - \$: Pesos - B: BADLAR Bancos privados - MC: Mejoras crediticias - a) Incluye sobrecolateralización  
 Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el originador a mayo 2023. Estas calificaciones son provisorias y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

### Factores relevantes de la calificación

**Elevado estrés que soportan los instrumentos:** los VDFA soportan una pérdida del flujo de fondos teórico de los créditos de hasta el 34,34%, los VDFB de hasta el 29,21% y los VDFC del 26,91% sin afectar su capacidad de repago. Las calificaciones asignadas son consistentes con los escenarios de estrés que soportan los títulos y la calidad crediticia de las contrapartes de la estructura.

**Importantes mejoras crediticias:** buen nivel de sobrecolateralización inicial real del 24,72% para los VDFA, del 17,7% para los VDFB y del 14,7% para los VDFC. Se trata de una estructura de pagos totalmente secuencial, buen diferencial de tasas y adecuados criterios de elegibilidad de los créditos a ser securitizados.

**Situación financiera del fiduciante:** CARSA como emisor está calificado en 'BB(arg)/Estable' (ver Informes Relacionados).

**Capacidad de administración de la cartera:** Carsa ha demostrado históricamente una adecuada política de originación y una buena gestión de cobranza. Sin embargo, en 2019 enfrentó inconvenientes operativos tras la venta de parte de sus sucursales a Electrónica Megatone (EMSA). Según lo informado a FIX ésta situación se solucionó a fines de febrero de 2020 y se refleja en la información histórica.

**Experiencia y buen desempeño del fiduciario:** Banco de Valores S.A. posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de securitizaciones de préstamos de consumo y personales. La entidad se encuentra calificada en 'AA(arg)/Estable' y 'A1+(arg)' para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente por FIX.

### Sensibilidad de la calificación

**Desempeño del fideicomiso:** las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso de que la pérdida sea superior a la estimada; esto será evaluado conjuntamente con la evolución de las mejoras crediticias.

**Riesgo de contraparte:** dado que la mayor parte de la cobranza pasa por CARSA, las calificaciones de los títulos pueden verse afectadas negativamente frente a un deterioro de la situación económico-financiera de la compañía, como así también un impacto negativo sobre su capacidad de administración de la cartera securitizada.

### Informe Preliminar

#### Índice

	pág.
Factores relevantes de la calificación	1
Sensibilidad de la calificación	1
Resumen de la transacción	2
Riesgo Crediticio	3
Riesgo de Estructura	6
Riesgo de Mercado	6
Riesgo Legal	6
Limitaciones	7
Descripción de la Estructura	7
Antecedentes	9
Anexo I: Características de la cartera	11
Anexo II: Originación y administración	12
Anexo III: Análisis comparativo	14
Anexo IV: Dictamen de calificación	15

### Crterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

### Informes Relacionados

[Carsa S.A.](#)  
[Banco de Valores S.A.](#)  
[Impacto del Coronavirus en Finanzas Estructuradas, Mar. 30, 2020](#)

### Analistas

Analista Principal  
 Ayelén Sabatino  
 Analista  
[ayelen.sabatino@fixscr.com](mailto:ayelen.sabatino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8126

Analista Secundario  
 Pablo Coria  
 Analista  
[pablo.coria@fixscr.com](mailto:pablo.coria@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8115

Responsable del Sector  
 Mauro Chiarini  
 Director Senior  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8140

### Fideicomiso Financiero Secubono 227 - Resumen

Fiduciario:	Banco de Valores S.A. ['AA(arg)/Estable' y 'A1+(arg)']
Fiduciante:	Carsa S.A. ['BB(arg)/Estable']
Organizador:	Banco de Valores S.A. - Banco Macro S.A.
Administrador y agente de cobro:	Carsa S.A.
Administrador sustituto:	De corresponder, el fiduciario o un tercero designado por el fiduciario
Agente de custodia:	Banco de Valores S.A.
Títulos a emitir:	Valores de Deuda Fiduciaria Clases A, B y C y Certificados de Participación
Moneda de emisión:	Pesos (\$)
Monto de emisión:	\$ 918.711.669
Moneda de integración y pago:	Pesos (\$)
Activo subyacente:	Préstamos de consumo otorgados en pesos por el fiduciante a personas humanas
Tipo de cartera:	Estática
Agente de control y revisión:	Daniel H. Zubillaga
Agente de control y revisión suplente:	Víctor Lamberti o Guillermo A. Barbero
Colocadores:	Banco de Valores S.A., Macro Securities S.A. y Banco de Servicios y Transacción S.A.
Asesor legal:	Nicholson y Cano Abogados
Asesor financiero:	First Corporate Finance Advisor S.A.
Ámbito de negociación:	Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) y otros mercados autorizados
Agente de registración y pago:	Caja de Valores S.A.
Ley aplicable:	República Argentina
Fuente: Documentos de emisión	

### Resumen de la transacción

Carsa S.A. (el fiduciante) cederá al Banco de Valores S.A. (el fiduciario) una cartera de créditos de consumo por un valor fideicomitado a las fechas de corte (31.05.2023 y 30.06.2023) de hasta \$918.711.669.

En contraprestación, el fiduciario emitirá valores fiduciarios con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos a ceder. La estructura de pagos de los títulos será totalmente secuencial y contará con los siguientes fondos: i) de liquidez y ii) de gastos.

## Evaluación

### Riesgo crediticio

**Modelo, aplicación de metodología e información:** el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)).

Al flujo teórico de fondos de capital e intereses nominales de los créditos a ceder se le aplicó curvas de incobrabilidad y precancelaciones base. Adicionalmente, se consideraron el flujo de intereses punitivos y los gastos e impuestos que deba afrontar el fideicomiso durante su vida. El flujo de caja mensual resultante será distribuido entre los valores fiduciarios de acuerdo a sus términos y condiciones. Se modelizaron distintos escenarios de tasa de interés de los VDF. Para las calificaciones de los VDF, no se consideraron posibles recuperos sobre los créditos morosos de la cartera.

Para determinar las curvas de incobrabilidad y precancelaciones base se analizó el desempeño de las originaciones mensuales (camadas o vintage) de todas las líneas de Carsa S.A desde enero de 2008 hasta mayo de 2023 y las series emitidas de Secubono. También se consideraron cambios en las políticas de originación y cobranzas de la compañía. En el caso de los intereses punitivos se analizó la cobranza mensual de los mismos por camada y su relación respecto de la cartera con menos de 90 días de atraso. Se consideró el desempeño de las anteriores series de los fideicomisos emitidos. La información fue provista por Carsa y sus asesores, en el caso de las originaciones, y por el Banco de Valores, en el caso de las series anteriores. Esta información, debidamente distinguida para cada cartera, ha sido procesada y posteriormente analizada por la calificadora.

**Análisis de sensibilidad:** se ha sensibilizado el flujo de fondos teórico de los créditos a ceder con el fin de evaluar el estrés que soportan los valores fiduciarios versus las pérdidas estimadas en el escenario base. Las principales variables son: incobrabilidad y prepagos base, gastos e impuestos del fideicomiso y tasa de interés de los VDF. El estrés sobre el flujo de fondos de la cartera se realizó asumiendo que los VDF pagarán durante toda su vigencia sus respectivos niveles máximos de tasa de interés variable.

Los CP afrontan todos los riesgos dado que se encuentran totalmente subordinados y los flujos que perciban están expuestos a la evolución del contexto económico, niveles de mora y precancelaciones, gastos e impuestos aplicados al fideicomiso.

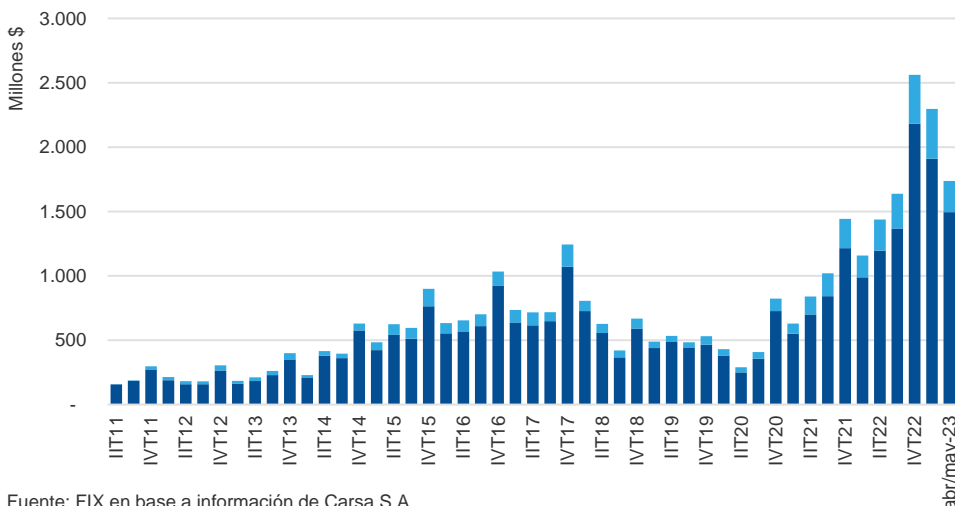
Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso que la pérdida efectiva sea superior a la estimada y/o frente al deterioro de la situación económico-financiera de la compañía. Esto será evaluado conjuntamente con la evolución de las mejoras crediticias.

Gráfico #1

### Carsa Originaciones trimestrales

Fecha de información: Mayo 2023

■ Musimundo ■ SET

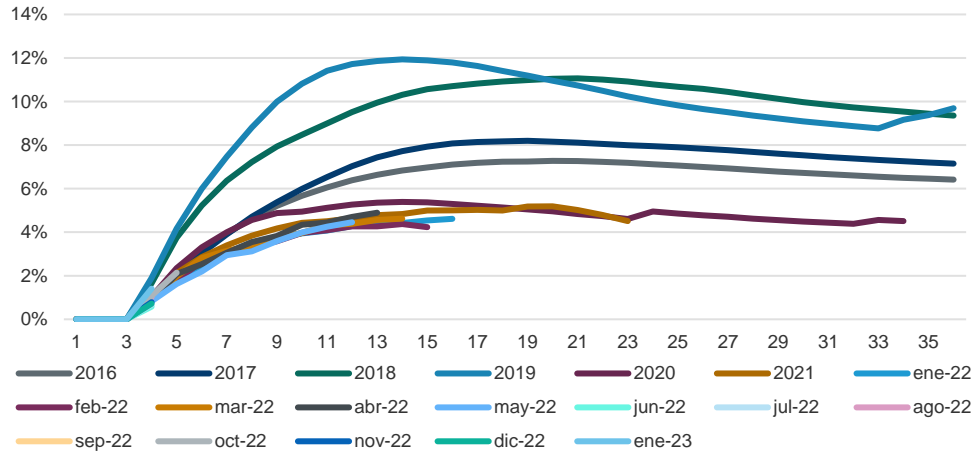


Fuente: FIX en base a información de Carsa S.A.

Gráfico #2

**Carsa S.A. - Mora +91 días por originación - Línea Musimundo**

Fecha de información: Mayo 2023



Fuente: FIX en base a información de Carsa S.A.

**Análisis de los activos:** el principal riesgo crediticio de los VDF reside en la calidad de los créditos fideicomitidos (niveles de morosidad y precancelaciones de los préstamos). Para determinar la calidad de la cartera a securitizar se consideró el desempeño de la cartera de Carsa S.A.

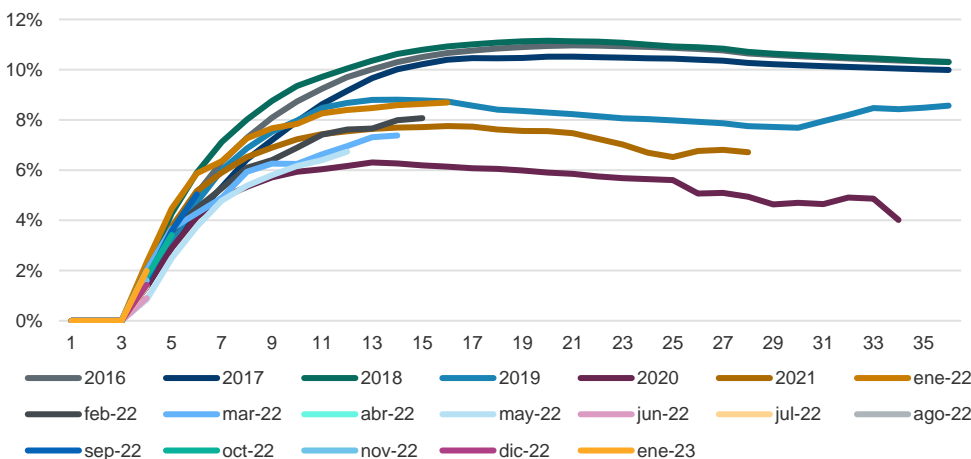
Los activos subyacentes originados por Carsa S.A. se conforman de préstamos de consumo tanto de la línea Musimundo como de la línea Servido en Tarjeta (SET). Los créditos se ceden al fideicomiso bajo las condiciones de que: i) no observaran atrasos mayores a 31 días a la fecha de selección y ii) no fuesen producto de ninguna refinanciación. Esta serie incluye la línea "Servido en Tarjeta" (SET) en una proporción del 18,90% del capital cedido. FIX estimó la pérdida para la presente serie en 7,3%.

**Desempeño de los activos:** en el gráfico #1 se muestra la evolución de las originaciones de las líneas Musimundo y SET desde el IIT2008. En términos consolidados, los niveles originados en 2020 disminuyeron un 4,2% interanual (-6,8% línea Musimundo y 20,2% línea SET) afectados en gran parte por la venta de 37 sucursales a EMSA a finales del 2019 y el comienzo de la pandemia del COVID-19 en 2020. Esta situación se revierte durante el año 2021 donde las originaciones aumentaron, en términos nominales, en un 103,2% respecto del año anterior aunque se destaca que la base de comparación estuvo afectada por los factores mencionados anteriormente. Las originaciones del primer trimestre del 2023 aumentaron en un 93,2% en lo que respecta a la línea Musimundo y 128,2 % la línea SET en comparación con el primer trimestre del 2022.

Gráfico #3

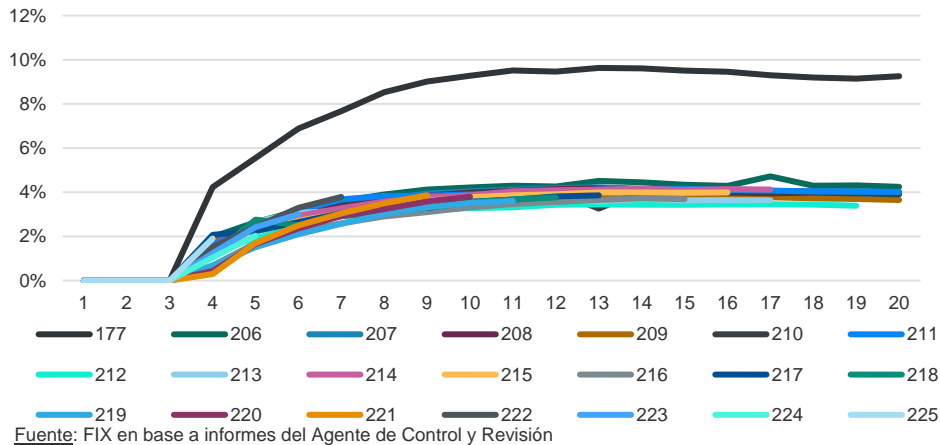
**Carsa S.A. - Mora +91 días por originación - Línea SET**

Fecha de información: Mayo 2023



Fuente: FIX en base a información de Carsa S.A.

Gráfico #4  
**Secubono Series-Cartera +91 días de atraso**  
 Fecha de información: Mayo 2023



Respecto a los niveles de morosidad de la cartera, Carsa S.A. presenta indicadores satisfactorios dentro de la industria donde se desenvuelve. Al analizar la morosidad por originación anual de la línea Musimundo (gráfico #2), FIX observó una estabilización ante el previo incremento de la morosidad en 2019 y estima un comportamiento satisfactorio aunque siempre evaluando el nivel de crecimiento de las originaciones y la política de asignación de créditos. De igual forma se evaluará la línea SET que se expone en el gráfico #3.

El gráfico #4 refleja los niveles de mora mayor a 91 días de las series anteriores. FIX considera que las series emitidas muestran una evolución satisfactoria en lo que respecta a los ratios de cobranzas.

**Riesgo de contraparte:** Carsa se desempeña como administrador y agente de cobro. Diariamente informará la cobranza percibida de los créditos fideicomitidos y la que deberá ser transferida dentro de los tres días hábiles siguientes a la cuenta fiduciaria que el Banco de Valores le indique. Como la mayor parte de la cobranza pasa por la empresa, las calificaciones de los VDF se ven afectadas por la situación financiera de la misma. El 25 de junio de 2021 FIX subió la calificación de largo plazo de emisor de CARSA S.A. a BB(arg)/Estable desde D(arg) y de las ON vigentes a BB(arg)/Estable desde D(arg), ante la reestructuración de deuda bancaria y sus ON Serie VIII Reestructurada y Serie IX Clase B. La empresa cuenta con experiencia dentro del mercado de capitales. Además tiene la habilidad y el *know how* relacionado con el otorgamiento de créditos.

En su análisis FIX ponderó que la difícil situación financiera por la que atravesó Carsa no afectó su capacidad de administrar adecuadamente las carteras securitizadas que estaban vigentes. Sin embargo, siempre las calificaciones de los instrumentos mantienen un vínculo con la calidad crediticia de la compañía por su papel de administrador y agente de cobro de los fideicomisos.

El Banco de Valores S.A. se desempeña como fiduciario y custodio de los documentos respaldatorios de los créditos. El Banco de Valores se encuentra calificado por FIX en 'AA(arg)/Estable' y 'A1+(arg)' para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente.

**Riesgo de Estructura**

El fiduciante, dada la experiencia y conocimiento de la cartera a ceder, desempeña funciones de administrador y agente de cobro, demostrando un buen desempeño con una correcta capacidad de originar y efectuar la cobranza de la cartera, de acuerdo con los estándares de la industria y lo estipulado bajo el contrato.

En cualquier supuesto en el cual el fiduciario deba reemplazar al fiduciante como administrador, el fiduciario podrá asumir directamente la tarea de administración de los créditos o asignarla en todo o en parte a un tercero. En caso de revocación del administrador, el mismo se compromete a remitir al administrador sustituto, al momento de perfeccionarse la

transferencia de los créditos, toda la información y/o documentación relativa a los mismos que sea necesaria para el cumplimiento de la función y que no haya sido previamente entregada al fiduciario, junto con la nómina de recaudadores, cambios en la misma, y copia de los respectivos contratos. El fiduciario podrá designar y para facilitar su gestión, una o más entidades de recaudación de reconocida trayectoria en el mercado.

El fiduciario podrá invertir en forma transitoria, por cuenta y orden del Fideicomiso Financiero, los fondos líquidos disponibles. De realizarse, dichas inversiones se harán en depósitos a plazo en Banco de Valores S.A. o en entidades financieras, calificadas con grado de inversión. Los plazos de vencimiento de estas inversiones deberán guardar relación con los plazos establecidos para el pago de los servicios de los valores fiduciarios. Los recursos que se destinen al fondo de gastos serán considerados en todos los casos fondos líquidos disponibles y podrán ser invertidos conforme la naturaleza de los gastos del fideicomiso que se espera tener que afrontar durante el período de vigencia del Fideicomiso Financiero.

La estructura poseerá los siguientes fondos: i) de liquidez y ii) de gastos, por \$ 300.000. El primer fondo será integrado mediante retención de la cobranza de los créditos.

Asimismo, la estructura poseerá a Daniel H. Zubillaga, en carácter de Agente de Control y Revisión titular, y Víctor Lamberti y Guillermo A. Barbero, en carácter de Agentes de Control y Revisión suplentes. Todos los nombrados son miembros de Zubillaga & Asociados S.A.

### **Riesgo de Mercado**

No existen riesgos de mercado que afecten específicamente a la estructura bajo calificación. La información anteriormente analizada muestra cómo se han comportado las carteras de crédito y las estructuras financieras dentro del marco de una situación dinámica y cambiante, incluyendo la pandemia del COVID19. FIX entiende que los niveles de estrés aplicados consideran el impacto que un deterioro en las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los deudores.

### **Riesgo Legal**

Tanto Carsa S.A. como Banco de Valores S.A. están constituidas bajo las leyes de la República Argentina. Los VDF y CP, objetos de las presentes calificaciones, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario, del fiduciante, de los beneficiarios y del fideicomisario, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores, excepto compromiso expreso de estos y/o fraude. Todos los préstamos que componen la cartera titulizada se instrumentaron en pagarés, pero en la documentación respaldatoria de cada uno de ellos figura, bajo firma del deudor, la posibilidad de cederlo conforme al régimen especial establecido en el artículo 70 a 72 de la Ley 24.441.

De acuerdo al artículo 205 de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N°27.440) se establece que los fideicomisos financieros no tributarán el impuesto a las ganancias en la medida que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina. El asesor legal opinó sobre el presente fideicomiso que el mencionado beneficio fiscal se encuentra plenamente vigente. FIX consideró en su análisis de estrés la exención al pago de impuesto a las ganancias de acuerdo a la ley vigente N°27.440 y la opinión legal brindada.

### **Limitaciones**

Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal,

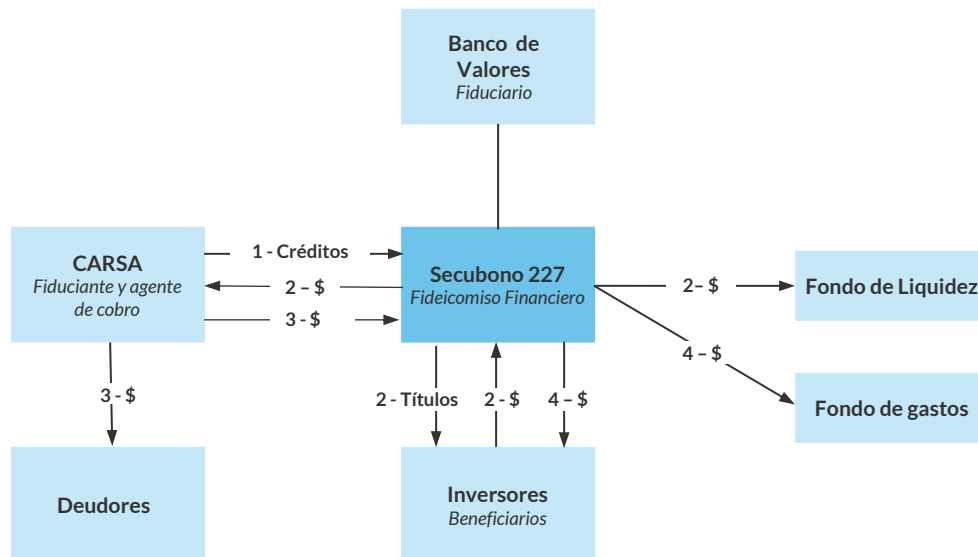
impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

## Descripción de la estructura

Carsa S.A. (el fiduciante) cederá al Banco de Valores S.A. (el fiduciario) una cartera de créditos de consumo por un valor fideicomitado a la fechas de corte (31.05.2023 y 30.06.2023) de hasta \$918.711.669.

En contraprestación, el fiduciario emitirá valores fiduciarios con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos a ceder. Mensualmente, la cobranza de los créditos neta de los gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición de los fondos de liquidez y gastos se destinará al pago de los títulos de acuerdo a una estructura totalmente secuencial. La estructura poseerá los siguientes fondos: i) de liquidez y ii) de gastos.

### Estructura Fideicomiso Financiero Secubono 227



Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

### Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos

**Estructura financiera:** en contraprestación a la cesión de los créditos, el fiduciario emitirá valores fiduciarios con las siguientes características:

#### Estructura Financiera

Clase	Prioridad	Tipo de Pago	Frecuencia de Pago	Cupón	Amortización esperada según suplemento*	Vencimiento Legal
VDFA	Senior	Estimado: Capital e interés	Mensual	BADLAR+100pbs (80%-115%)	Feb/2024	Nov/2025
VDFB	Subordinado	Estimado: Capital e interés	Mensual	BADLAR+200pbs (81%-116%)	Feb/2024	Nov/2025
VDFC	Subordinado	Estimado: Capital e interés	Mensual	BADLAR+300pbs (82%-117%)	Mar/2024	Nov/2025
CP	Subordinado	Estimado: Capital	Mensual	Residual	Oct/2025	May/2026

\* a tasa mínima

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

La falta de pago o pago parcial de un servicio, por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá incumplimiento. El monto que no haya podido pagarse a los beneficiarios en cada fecha de pago de servicios por ser insuficiente lo recaudado, será pagado cuando el flujo de fondos efectivamente percibido lo permita. Cabe destacar que las fechas de vencimiento final se vinculan con la fecha de vencimiento de los créditos de mayor plazo, por lo cual se corresponden con la cartera actual y pueden verse modificadas en adelante.

**Mejoras crediticias:** la sobrecolateralización (OC) inicial será de 24,7%, 17,7% y 14,7% para los VDFA, VDFB y VDFC, respectivamente.

La estructura totalmente secuencial implica un incremento de la subordinación disponible para los VDF a medida que se van efectuando los pagos de los mismos. Mensualmente, la cobranza de los créditos neta de los gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición de los fondos de liquidez y gastos se destinará al pago de los títulos de acuerdo a una estructura totalmente secuencial.

El diferencial de tasas dado por la tasa interna de retorno de los créditos a securitizar y la tasa de interés variable que pagarán los VDF mejora la calidad crediticia del total de los instrumentos. Este diferencial hace que la estructura cuente con un mayor flujo de fondos para hacer frente a los pagos de los servicios de rendimiento y amortización.

Los criterios de elegibilidad de los créditos transferidos al fideicomiso consisten en que no observen atrasos mayores a 31 días a fecha de selección y no sean producto de ninguna refinanciación.

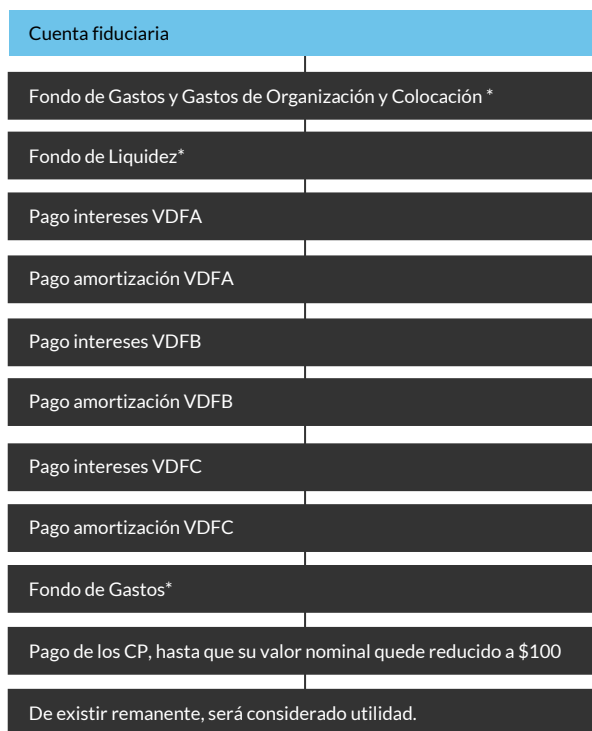
El fondo de liquidez será integrado al inicio con lo retenido de las cobranzas. El importe acumulado en este fondo será aplicado por el fiduciario para el pago de los servicios de los VDF en caso de insuficiencia de cobranzas.

**Aplicación de fondos:** el total de los fondos ingresados al fideicomiso como consecuencia del cobro de los créditos y de las inversiones permitidas realizadas por excedentes de liquidez transitorios, se distribuirán en la forma y orden detallada en la cascada de pagos.

Clase	OC inicial
VDFA	24,7%
VDFB	17,7%
VDFC	14,7%
Fuente: FIX	

Fondo de liquidez	
Inicial	\$ 44.281.902
VDFA	2,3 veces el próximo servicio de interés, hasta un máximo de 4,82% del valor residual de los valores fiduciarios.
VDFB	2,3 veces el próximo servicio de interés
VDFC	2,0 veces el próximo servicio de interés
Fuente: FIX	

### Cascada de Pagos del Fideicomiso Financiero Secubono 227



\*de corresponder  
 Fuente: FIX en base a documentos de emisión

## Antecedentes

**Fiduciante, administrador y agentes de cobro:** Carsa S.A., es una compañía que pertenece al Grupo Carsa que se dedica a la comercialización de electrodomésticos y al otorgamiento de servicios financieros. Fue fundada en 1977 en la ciudad de Resistencia-Chaco, y desde sus orígenes, se dedicó a la venta de electrodomésticos. Durante la década del '80 potenció su



crecimiento a través de la conformación de la Red Megatone, considerada como una de las cadenas más importantes del país en el rubro de artículos para el hogar.

Actualmente, Carsa S.A. cuenta con 43 puntos de venta convenientemente localizadas en zonas comerciales de distintas provincias del país, principalmente del noreste (Chaco, Corrientes, Misiones, Formosa). Asimismo, posee 1 depósito regional en Esteban Echeverría, Provincia de Buenos Aires. La compañía cuenta con diversas formas de pago para la compra de sus productos, ya sea mediante el otorgamiento de préstamos bajo ciertos requisitos preestablecidos, o en efectivo y tarjetas bancarias. La mayor parte de las mismas son financiadas por la propia compañía.

Con fecha 01.06.2018 Carsa solicitó su concurso preventivo de acreedores el que tramitó ante el Juzgado Civil y Comercial N° 23 de la ciudad de Resistencia, Provincia de Chaco. Dado que la compañía llegó a un acuerdo privado con la mayoría de sus acreedores, el 07.09.2018 Carsa solicitó el desistimiento de su concurso preventivo que fuera aceptado por el Juez interviniente el 11 de septiembre del mismo año.

Posteriormente, de acuerdo a lo informado por el fiduciante en la AIF en "Hechos Relevantes" de fechas 30.05.2019, 29.08.2019, 25.11.2019 y en avisos de pago de 20.02.2020, 22.05.2020 y 24.02.2021, la compañía no procedió a efectuar el pago de servicio de interés correspondiente a las ON Serie VIII y Serie IX Clase B, previsto para los días 31.05.2019, 31.08.2019, 30.11.2019, 29.02.2020, 31.05.2020 y 01.03.2021. En octubre de 2019 la compañía informó la cesión de 37 sucursales a Electrónica Megatone S.A. (EMSA), compañía que posee el 50% restante del capital de Entertainment Depot S.A. (EDSA), lo que le permite hacer uso de la marca "Musimundo" al igual que CARSA.

El 05.03.2020 FIX confirmó en 'D(arg)' las calificaciones de emisor de corto y largo plazo y de las ON vigentes (ver informe relacionado). A la fecha la empresa continúa bajo negociaciones con los acreedores bancarios y se encuentra analizando propuestas para regularizar el estado de incumplimiento de las ONs.

En el último aviso de no pago del 24.02.2021, Carsa informó que el mismo sería regularizado en cuanto el proceso de reestructuración le permita generar los fondos necesarios para honrar sus compromisos financieros, con más los intereses compensatorios y moratorios previstos en las condiciones de emisión de las obligaciones negociables. La calificadora monitorea avances en la reestructuración de sus pasivos y las implicancias crediticias sobre el fiduciante.

El consejo de calificación realizado por FIX el 25 de junio de 2021 decidió subir la calificación de largo plazo de emisor de CARSA S.A. a BB(arg)/P.E. desde D(arg) y de las ON vigentes a BB(arg)/P.E. desde D(arg), ante la reestructuración de deuda bancaria y sus ON Serie VIII Reestructurada y Serie IX Clase B.

**Fiduciario y custodio de los documentos:** Banco de Valores S.A. fue fundado en el año 1978 por el Mercado de Valores de Buenos Aires, quien controla el 99,9% del capital accionario. La actividad del mismo se centra en la banca de inversión y banca comercial, brindando servicios especializados al conjunto de operadores del sistema bursátil argentino.

Banco de Valores S.A. contribuyó al desarrollo del mercado de capitales argentino en el área de banca de inversiones, participando como fiduciario y en el asesoramiento de estructuras de diversos fideicomisos financieros. A su vez participó en la mayoría de las ofertas públicas iniciales del sector público y privado. Con relación a las actividades de banca comercial, otorga líneas de asistencia crediticia a pequeñas, medianas y grandes empresas. La entidad se encuentra calificada en A1+(arg) para endeudamiento de corto plazo por FIX.

## Anexo I: Características de la cartera

### Resumen del colateral

<b>Características de la cartera</b>	
Cantidad de créditos	13.461
Cantidad de deudores	12.564
Capital original	\$ 818.739.998
Capital cedido	\$ 805.809.802
Interés cedido	\$ 810.828.107
Total de capital e interés	\$ 1.616.637.910
Valor fideicomitado	\$ 918.711.669
Capital cedido promedio por deudor	\$ 64.136
Capital cedido promedio por crédito	\$ 59.863
Tasa Interna de Retorno (TNA)	133,56%
Participación Línea Musimundo	81,10%
Participación Línea SET	18,90%
<b>Plazos</b>	
Plazo original promedio (cuotas)	12,83
Plazo remanente promedio (cuotas)	12,55
Fuente: FIX	

## Anexo II: Originación y administración

### Línea financiación Musimundo

- Máxima Cantidad de veces el sueldo según comportamiento.
- 0 - \$50.000= 6 veces / de \$50.001 - \$100.000= 8 veces y >\$100.000=9 veces
- Ningún crédito puede superar los \$ 1.050.000.
- Relación cuota/ingreso: Hasta el 50%
- Plazo máximo de financiación: 36 cuotas mensuales

Excesos a límites: Para Carsa S.A. se otorga según análisis de analista riesgo crediticio a clientes de cumplimiento alto y excelente.

### Adelanto en efectivo

- Podrán disponer del mismo, cliente con Crédito Musimundo habilitados, según normas crediticias.
- A los clientes de Crédito Musimundo se les habilita un límite de avance efectivo en base al límite de crédito. El cliente podrá retirar efectivo con Crédito Musimundo sin que ese préstamo afecte a los límites disponibles para electro/motos.
- Clientes con alta Normal - Inmediata - Cruzada: tienen límite paralelo para operar con este tipo de préstamos.
- Sólo pueden retirar efectivo clientes Excelentes.
- Clientes con alta promocional, set, Normal s/recibo y Alta inactivos no pueden operar con este tipo de préstamos.
- Límite máximo, Capital de \$140.000.
- Plazo máximo: 36 cuotas mensuales.

### Línea Servido en Tarjeta

Requisitos de los préstamos:

- Ningún crédito puede superar los \$ 440.000
- El score veraz aumenta el límite para los clientes que cambian de calificación interna por buen comportamiento de pago.
- Plazo máximo de financiación: 36 cuotas mensuales

Las cobranzas de todas las líneas de los préstamos se realizan en cualquiera de las sucursales de Carsa, mediante pago en efectivo, tarjeta de débito, cheque propio o depósito en cuenta. La disponibilidad de los fondos no supera las 24 horas en la sucursal, ya que diariamente el flujo de ingresos se deposita en cuentas centralizadas en la casa central. En lo que respecta a los ingresos provenientes de los créditos afectados al fideicomiso, en un plazo menor a 72 horas son separados para luego ser transferidos a la cuenta fiduciaria.

En cuanto a las distintas etapas de mora se pueden determinar en:

- Mora temprana: cuando se cumplen 16 días de mora, el cliente ingresa a un sistema especial de gestión de cobranzas (COLEGA). A partir de allí y hasta los 105 días de mora, se le reclama telefónicamente el pago de la deuda. Simultáneamente, junto con el resumen de Cuentas mensual se le realiza un reclamo escrito del tenor del llamado telefónico según cada nivel de morosidad
- Mora avanzada: a partir de los 105 días de mora se continúa con la gestión telefónica pero con un tenor diferente, ya que a partir de allí se le informa al cliente el envío de su cuenta a una gestión judicial de no mediar la cancelación. Adicionalmente, los reclamos escritos siguen esta línea con una Intimación prejudicial.
- Gestión Judicial: mensualmente se realiza un análisis de las cuentas que ameritan una cobranza judicial. Clientes que estén en nivel 6 (180 días o más), con saldo de capital superior a \$ 300, y no registren pagos durante el mes que vas a ejecutar el procedimiento. Una vez seleccionadas éstas se asignan a Estudios Jurídicos externos. Dado que los clientes

tuvieron una exhaustiva gestión de cobranzas previas, los estudios tienen instrucciones de iniciar las acciones legales en un plazo máximo de 45 días de asignadas las cuentas.

## Anexo III: Análisis comparativo

Serie	227	226	225	224	223	222	221	220
Fecha de Corte	31/05/2023 y 30/06/2023	30/04/2023	31/01/2023	31/12/2022	30/11/2022 y 31/12/2022	31/10/2022	31/08/2022 y 30/09/2022	31/07/2022 y 31/08/2022
Capital cedido \$	805.809.802	454.780.641	695.027.610	828.402.261	829.871.655	540.583.558	686.981.332	652.698.823
TIR (nominal anual)	133,56%	133,16%	123,68%	121,20%	118,66%	122,67%	103,42%	104,85%
Números de créditos	13.461	7.622	13.638	15.511	16.081	11.896	16.665	17.117
Monto promedio \$	59.863	59.667	50.963	53.407	51.606	45.442	41.223	38.132
Plazo remanente	12,55	13,49	13,53	13,89	10,56	14,03	13,77	13,59
Plazo original	12,83	13,54	13,53	13,89	10,56	14,03	13,77	13,59
% SET	18,90%	19,52%	16,31%	14,87%	16,10%	18,40%	19,52%	17,08%
Estructura								
Aplicación de fondos	Totalmente secuencial o turbo							
Fondo de liquidez	2,3x VDFA *ó 2,3x VDFB ó 2,0x VDFC				2,3x VDFA *ó 2,3x VDFB ó 2,0x VDFC			
VDFA								
Calificación	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)	AAsf(arg)
Sobrecolateralización	24,72%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
VDFB								
Calificación	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)	AA-sf(arg)
Sobrecolateralización	17,72%	23,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	15,07%	13,00%
VDFC								
Calificación	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)	A+sf(arg)
Sobrecolateralización	14,72%	21,50%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	12,08%	10,30%
CP								
Calificación	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)	CCCsf(arg)
Sobrecolateralización	-14,01%	-20,50%	-24,63%	-23,16%	-29,07%	-23,23%	-24,18%	-31,58%

Fuente: FIX

\* Serie 226: hasta un máximo de 4,32% del valor residual de los valores fiduciarios.

\* Serie 227: hasta un máximo de 4,82% del valor residual de los valores fiduciarios.

## Anexo IV: Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el **10 de julio de 2023**, asignar las siguientes calificaciones preliminares de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) y Certificado de Participación (CP) a ser emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Secubono 227:

Clase	Calificación	Perspectiva
VDF Clase A por hasta VN \$ 606.613.619	AAsf(arg)	Estable
VDF Clase B por hasta VN \$ 56.406.686	AA-sf(arg)	Estable
VDF Clase C por hasta VN \$ 24.174.294	A+sf(arg)	Estable
CP por hasta VN \$ 231.517.070	CCCsfc(arg)	NA

**Categoría AAsf(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Categoría Asf(arg):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría CCCsf(arg):** "CCC" nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

**Nota:** la Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva "Estable" puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a "Positiva" o "Negativa" si existen elementos que lo justifiquen. Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

**Fuentes de información:** las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el originador de carácter privado al mes de mayo 2023 y la siguiente información pública:

- Programa Global de emisión de Valores Fiduciarios Secuval, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Prospecto y Contrato de Fideicomiso preliminar del Fideicomiso Financiero Secubono 227, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Opinión legal preliminar sobre la constitución del fideicomiso.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

### Informes relacionados:

- [Carsa S.A.](#)
- [Banco de Valores S.A.](#)
- [Impacto del COVID-19 en las Finanzas Estructuradas de Mar.30, 2020](#)

Disponibles en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**Notas:** las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores,

quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras -, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.