

Fideicomiso Financiero Red Mutual 72

11 de junio de 2024

Este reporte está basado en información provista a abril de 2024. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

Calificaciones en la Escala Nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés (iii)	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF Senior	raAAA (sf)	Hasta 508.711.000	B+300 bps [Min 25%; Max 75%]	-5,0%	Abril 2027
VDF B	raAA (sf)	Hasta 130.811.400	B+600 bps [Min 26%; Max 76%]	-32,0%	Abril 2027
CP	raC (sf)	Hasta 87.207.600	-	-	Abril 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 de 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.

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

Contacto analítico

Tomás Benzaquen

Analista asociado

Buenos Aires

+(54) 11 4891-2164

tomas.benzaquen@spglobal.com

Analista secundario

Antonio Zellek, CFA

Director

Ciudad de Mexico

+(52) 55 5081-4484

antonio.zellek@spglobal.com

Marisol Grandi

Analista asociada

Buenos Aires

+(54) 11 4891-2111

marisol.grandi@spglobal.com

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Junio 2024
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por la Comisión Directiva de Asociación Mutual Unión Solidaria en su reunión de fecha 29 de junio de 2023
Activo Subyacente	Préstamos personales originados por Asociación Mutual Unión Solidaria
Fecha de vencimiento esperada (correspondiente al monto máximo de emisión)	Valores de deuda fiduciaria Senior: 20 de enero de 2025 Valores de deuda fiduciaria Clase B: 20 de abril 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 72

Red Mutual reanuda su proceso de originación en 2024

Estructura de capital

ARS726,7 millones



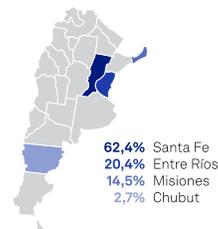
Activo subyacente



Forma de cobro



Concentración geográfica



Escenario base de pérdida



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2024 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 (VDF) clase Senior y clase B se sustentan en los siguientes aspectos:

Calidad crediticia de los activos securitizados: Después 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 nominal equivalente al 30,0% y al 12,0% para los VDF Senior y VDF B, respectivamente, 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. Si bien los niveles de subordinación de las clases son negativos al momento de la emisión, esperamos que se tornen positivos luego del primer pago de servicios tras la acumulación de tres meses de cobranzas desde la fecha de corte.

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 hasta que se repague el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior, no se les pagará a los tenedores de los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez que se repague completamente la deuda Senior, se procederá con el pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B. 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, de acuerdo 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 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 adecuados para generar reportes y realizar un seguimiento adecuado. S&P Global Ratings considera que el análisis del 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 que calificamos 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 de las calificaciones en el corto plazo.

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

Asociación Mutual Unión Solidaria (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 108,2%. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria Senior, valores de deuda fiduciaria Clase B 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 en 1997 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 abril de 2024, AMUS contaba con 187 empleados y 14.448 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, así como de códigos de descuento para cuotas sociales y préstamos de dinero, otorgados por los gobiernos de las Provincias de Buenos Aires y Chubut. Asimismo, ha firmado convenios intermutuales para que pueda otorgar también ayuda económica a agentes y empleados provinciales y municipales de las Provincias de Santa Fe, Misiones, Entre Ríos, Buenos Aires, Río Negro, Chubut, Neuquén, y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado está compuesto por préstamos personales a empleados provinciales y municipales, 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. La cobranza de las cuotas de estos préstamos está a cargo de los respectivos agentes de cobro de los créditos a través de los diferentes códigos de descuento y autorizaciones de descuento, o también éstas se pueden cancelar mediante débito Clave Bancaria Uniforme (CBU) en virtud de los pertinentes convenios de pago.

Los créditos securitizados cuentan con la cobertura de un seguro de vida a través de una póliza colectiva contratada por AMUS en beneficio del fideicomiso.

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

Tabla 1

Características de la Cartera Inicial

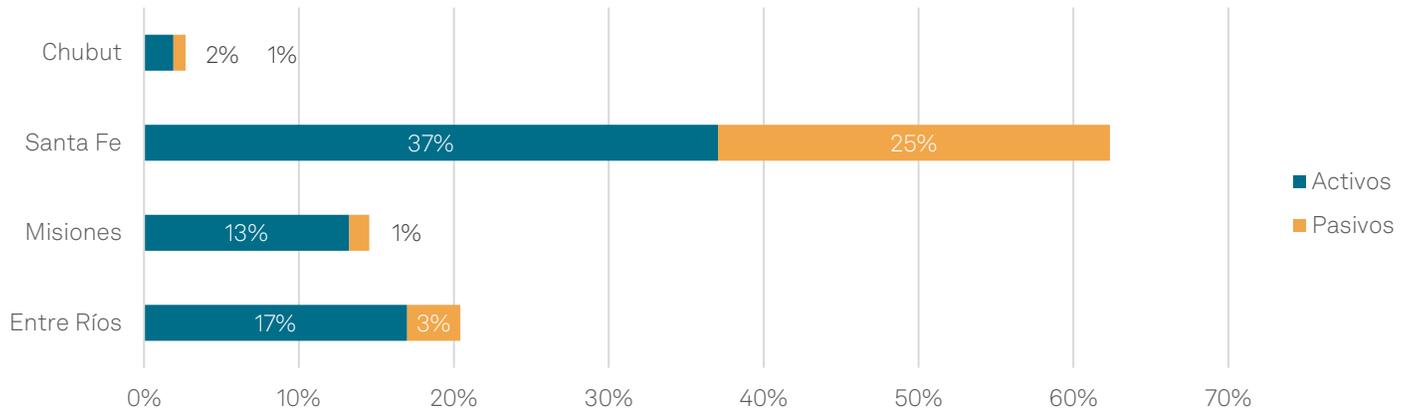
Concepto	Cartera inicial
Saldo de capital	ARS484.522.356
Saldo de interés	ARS1.244.875.506
Valor nominal	ARS1.729.397.861
Tasa interna de retorno	194,2%
Tasa de descuento	108,2%
Créditos cedidos	8.035
Saldo de capital promedio (por crédito)	ARS60.301

El presente fideicomiso está integrado en un 93,3% por créditos otorgados por el fiduciante a sus asociados a través de la modalidad a distancia mediante la utilización de firma electrónica.

La cobranza de las cuotas de los préstamos está a cargo de AMUS en su función de administrador a través de los códigos y autorizaciones de descuento asignados a los agentes de cobro de los créditos o a través del sistema de débito en cuenta bancaria mediante CBU. En este sentido, la cobranza del 97,1% del saldo de capital de los créditos cedidos se realiza mediante descuento de haberes como canal primario y el 2,9% restante a través de débito en cuenta bancaria mediante CBU. El débito automático en las cuentas bancarias de los deudores se realiza en el momento en que perciben los beneficios de la seguridad social o sus haberes, de manera que se minimiza el riesgo de que los fondos en la caja de ahorro o cuenta sueldo sean insuficientes. Asimismo, si el sistema de cobranza a través del pago con débito mediante CBU quedase sin efecto, no se aplicase o se modificase de forma tal que no se pudiese realizar el cobro, por cualquier motivo, se contempla la cobranza por medio de los códigos de descuento aplicables.

Gráfico 1

Fideicomiso Financiero Red Mutual 72: Apertura por tipo de crédito y distribución geográfica

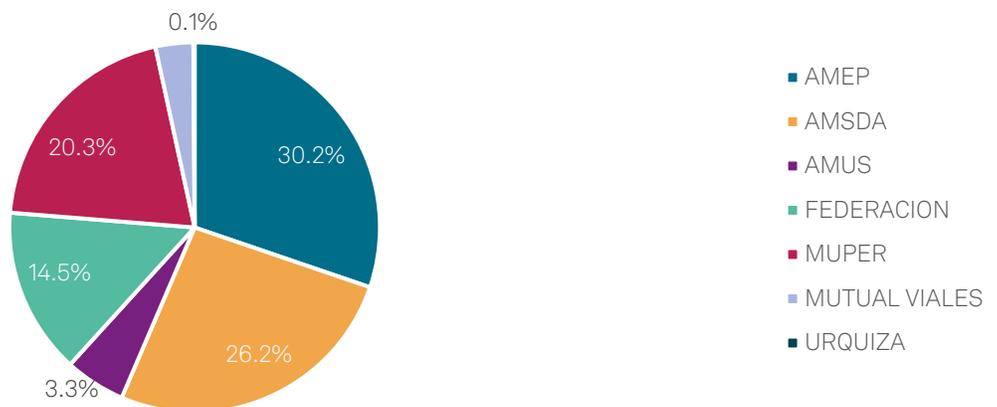


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida de los organizadores.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para la serie objeto del presente informe, AMUS ha celebrado un contrato de agencia de cobro con las siguientes entidades: Asociación Mutualista de Empleados Públicos de la Provincia de Santa Fe (AMEP), Asociación Mutual 7 de Agosto (AMSDA), Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones (FEDERACIÓN), Mutual Policial de Entre Ríos (MUPER), Mutual del Trabajador Vial de Santa Fe (MUTUAL VIALES) y Asociación Mutual General Justo José de Urquiza (AMGJJU). El gráfico a continuación muestra la composición de la cartera por agente de cobro (en función al porcentaje del saldo de capital).

Gráfico 2

Fideicomiso Financiero Red Mutual 72: Distribución por agente de cobro



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida de los organizadores.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

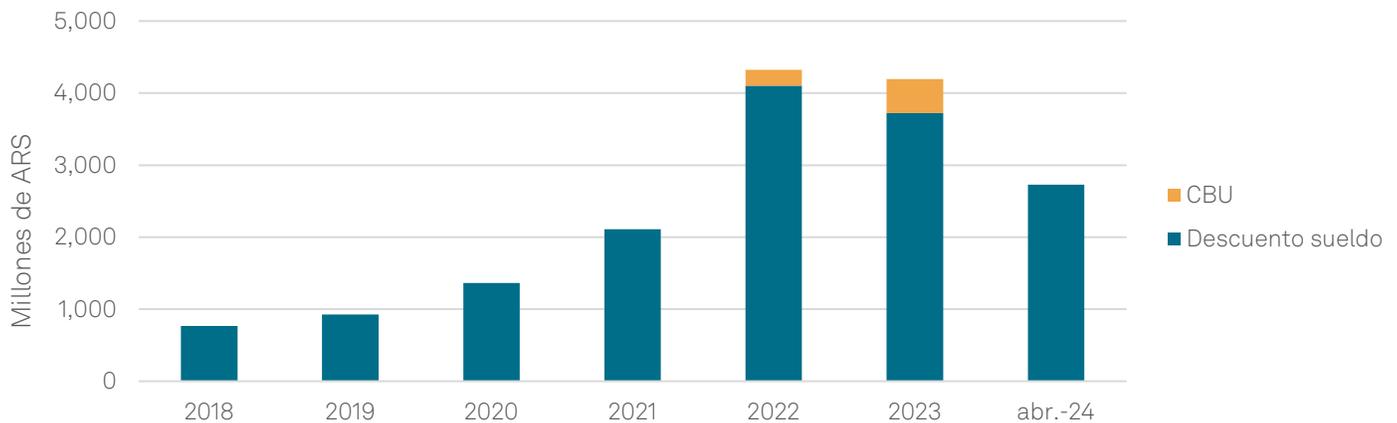
Comportamiento Histórico de los Activos

El siguiente gráfico presenta la evolución de los niveles de originación de AMUS desde 2015 al cierre de abril 2024. Consideramos que el crecimiento de la originación hasta 2022 responde, en parte, a los esfuerzos comerciales de la compañía, así como también a las 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. En 2023, la originación fue significativamente negativa en términos reales tras los crecientes niveles de inflación en los últimos meses y la decisión de AMUS de no originar en cartera propia desde septiembre hasta diciembre de 2023, sino para terceros con el objetivo de limitar el riesgo por la exposición a tasa de interés y de percibir las comisiones por comercialización y administración. Al mismo tiempo, AMUS decidió no originar préstamos cuyo canal de cobro primario sea a través de débitos CBU, tras enfrentar dificultades operativas que resultaron en mayores niveles de mora. En 2024, AMUS reanudó sus actividades de originación de cartera propia para aquellos préstamos cuyo método de cobranza sea a través de descuento de haberes como canal primario únicamente.

Gráfico 3

AMUS: Evolución de la originación



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida de los organizadores. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos de un fideicomiso, generalmente, analizamos la información estática de cartera total originada por el fiduciante. Aunque dicha información se encuentra disponible, la misma omite algunos préstamos en mora para los gráficos de los meses de abril, mayo y junio de 2019. Dichas omisiones no han sido remediadas a la fecha y, por este motivo, hemos utilizado información sobre series previamente securitizadas para determinar el escenario base de pérdida. Consideramos que la información sobre las securitizaciones es representativa dado su extenso historial de desempeño y a que AMUS securitiza gran parte de su cartera total.

El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días de la cartera total de AMUS a abril 2024, omitiendo los meses de abril, mayo, junio, septiembre y octubre de 2019, por tipo de canal primario. Hemos removido este último dado el bajo volumen originado tras la incertidumbre financiera derivada de los resultados de las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO), que resultó en niveles de mora más volátiles y que no son representativos del comportamiento promedio de la cartera de AMUS.

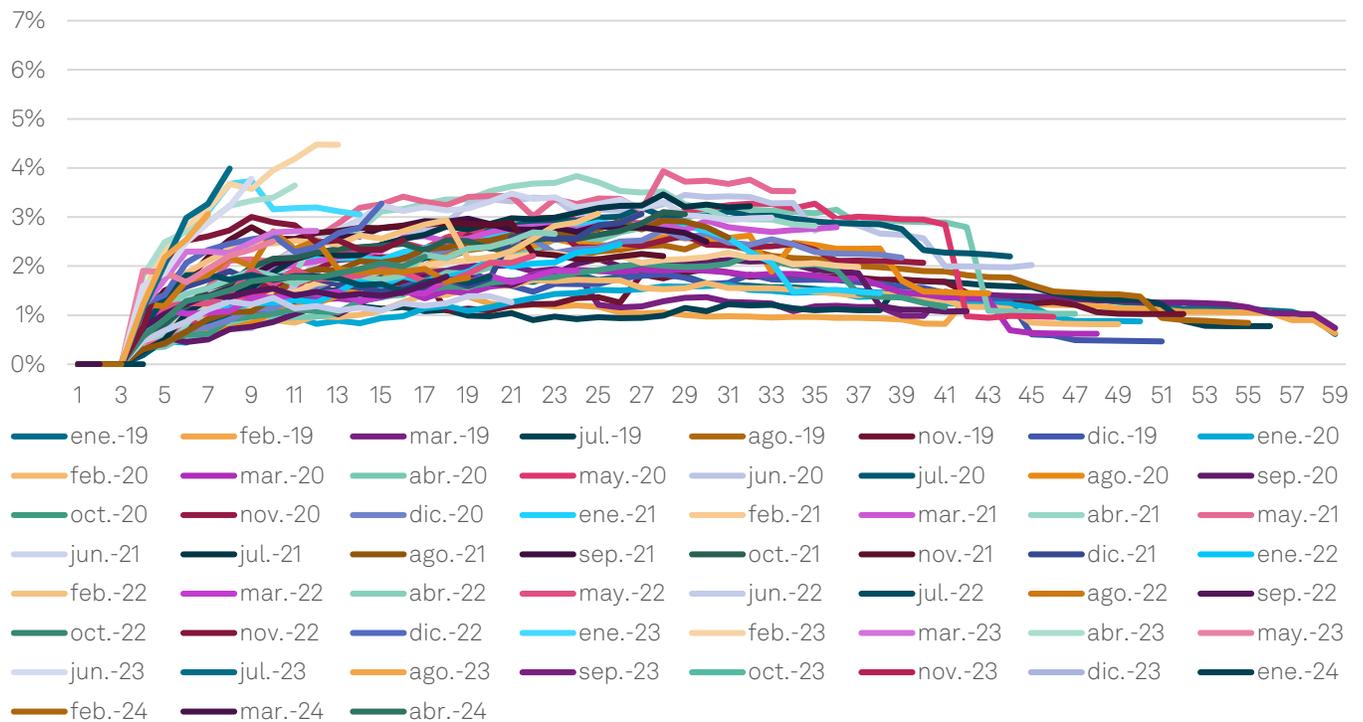
Asimismo, hemos removido aquellos préstamos otorgados a trabajadores públicos de [Provincia de Neuquén](#) (escala global, CCC/Estable/--) cuyo agente de cobro era UNIPOL. Dichos créditos presentan números de mora mayor a 90 días sobre el saldo de capital inicial mayores debido a cuestiones operacionales al momento su cobranza ya que, de acuerdo con la legislación

provincial, existía un límite de dos mutuales al número de mutuales que podían descontar del recibo salarial de los trabajadores públicos de la Provincia. El gobierno provincial eliminó el límite mediante un decreto el día 25 de septiembre pasado. Tras su publicación, ya no existe una limitación que impida el cobro de los créditos, los cuales están en proceso de regularización, pero aún muestran niveles de pérdida mayores a los históricos. Dado que para la presente serie no se han incluido créditos en Neuquén bajo este código de descuento, hemos omitido estos casos al definir nuestro escenario base de pérdida dado que no son representativos del comportamiento esperado de la cartera securitizada.

Para el caso de los préstamos cuyo canal primario es descuento CBU, si bien los criterios de originación y deudor objetivo son los mismos, las figuras de mora mayor a 90 días se encuentran por encima de aquellas para préstamos con cobro por código de descuento por cuestiones operativas de los bancos ajenas a AMUS que han generado demoras en la realización del débito directo en cuenta bancaria por CBU. Asimismo, la ejecución del cobro ocurre con mayor anticipación en comparación con la cobranza por código de descuento, por lo que la mora se materializa más temprano en la vida de los créditos.

Gráfico 4

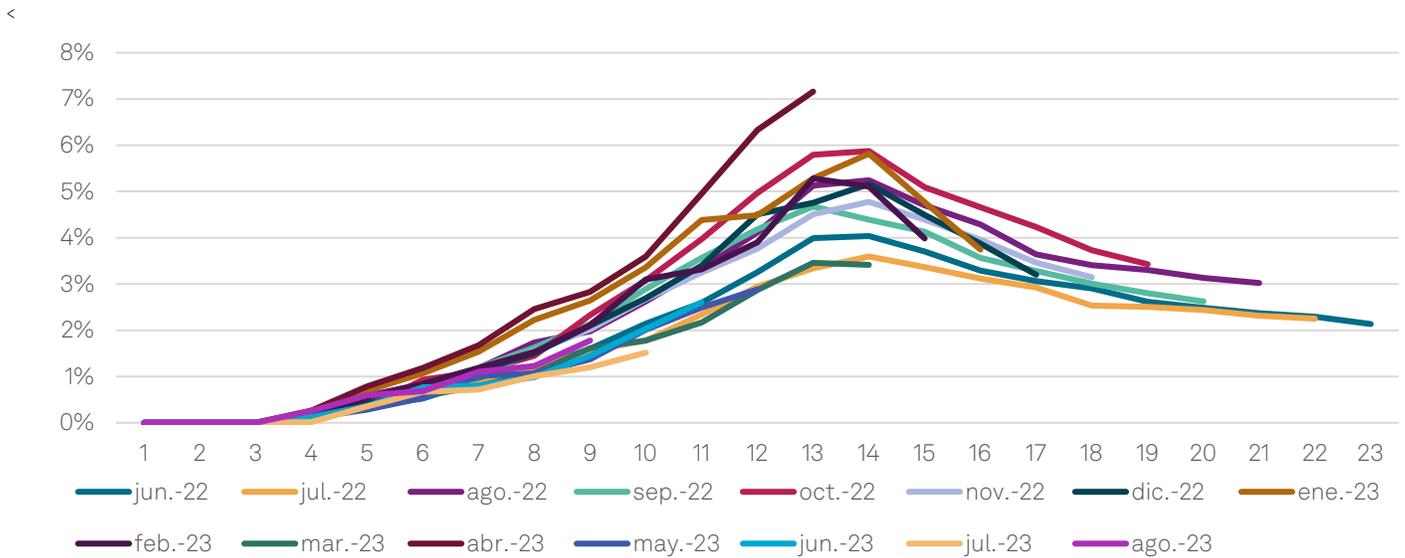
AMUS: Mora mayor a 90 días (cartera total, código de descuento)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida de los organizadores.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 5

AMUS: Mora mayor a 90 días (cartera total, descuento CBU)

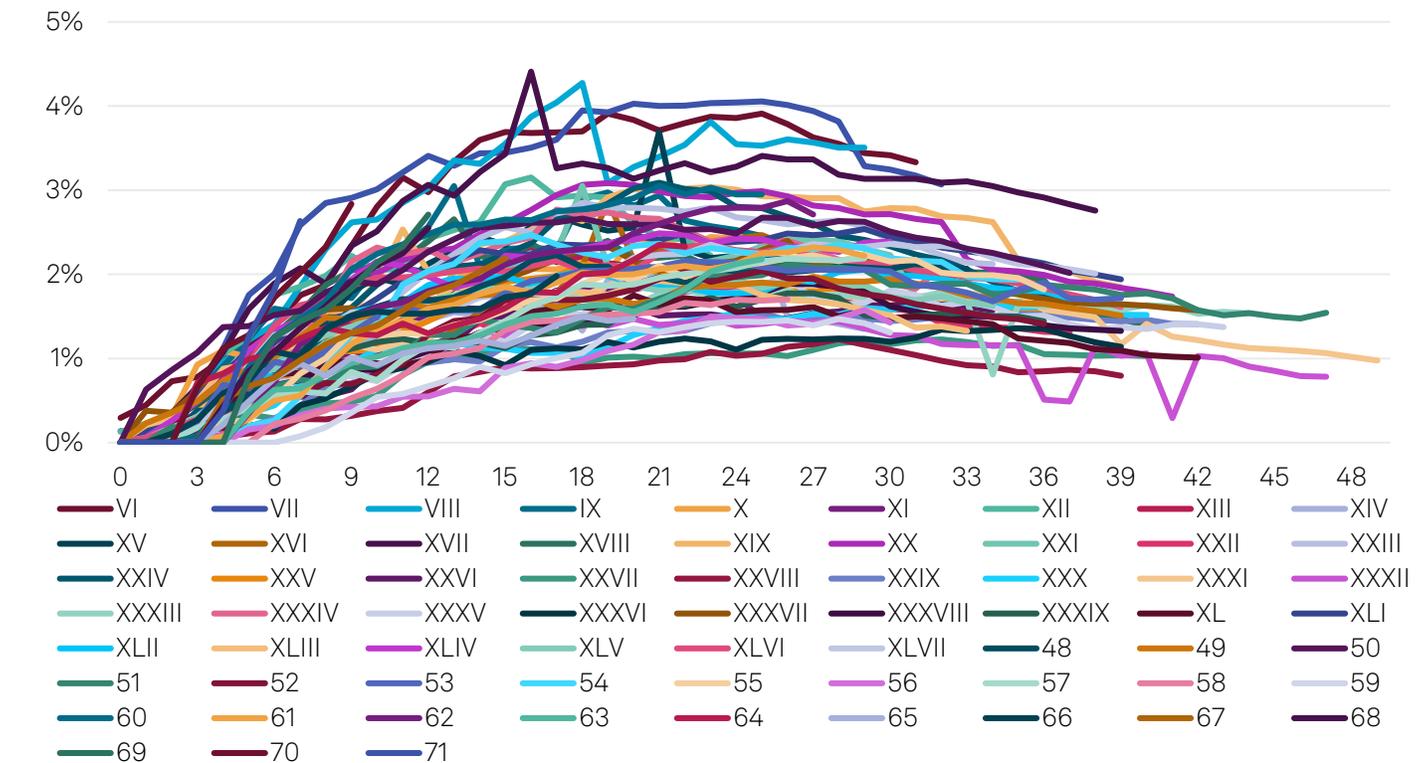


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida de los organizadores.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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 abril 2024.

Gráfico 6

Fideicomiso Financiero Red Mutual: mora mayor a 90 días (series securitizadas)

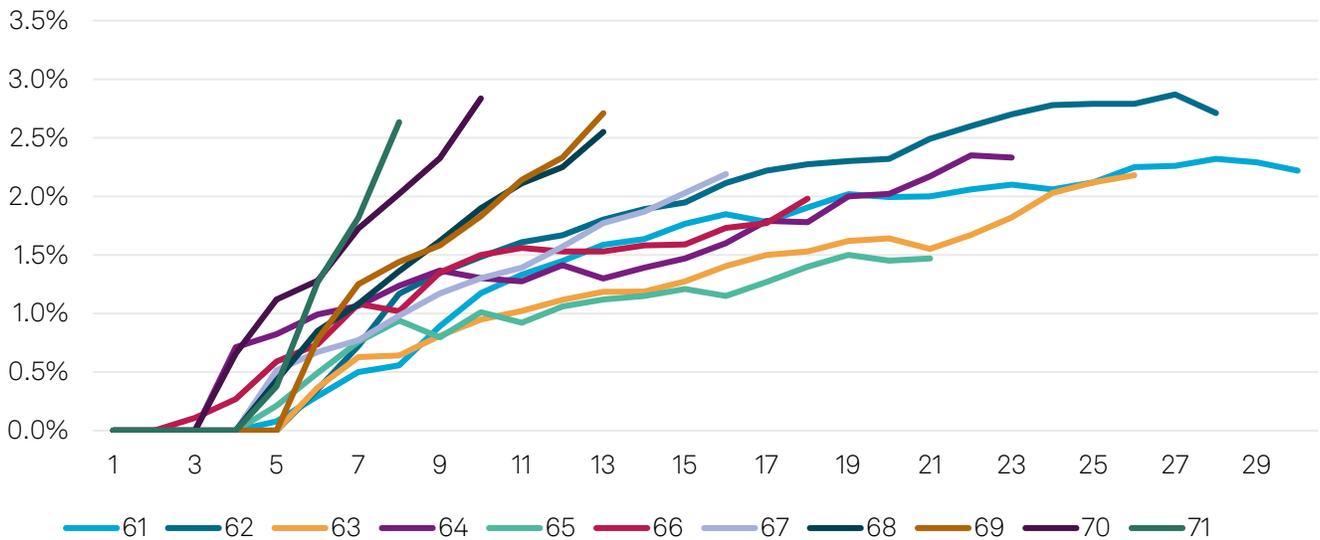


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida del fiduciante.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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 (series 61 a 71) de los Fideicomisos Financieros Red Mutual a abril 2024.

Gráfico 7

Fideicomiso Financiero Red Mutual: mora mayor a 90 días (series securitizadas vigentes)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida del fiduciante.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Hasta el momento, las series cinco a 60 han sido repagadas en tiempo y forma. Consideramos que las distintas series han demostrado un desempeño adecuado a lo largo de su vida. Dado que las pérdidas se han materializado de manera más temprana en la vida de los créditos, hemos aplicado una curva de pérdidas que refleja este comportamiento en nuestro análisis del flujo de fondos.

Escenario Base de Pérdida

Para determinar el escenario base de pérdida, primero, seleccionamos el máximo de mora mayor a 90 días de la cartera alcanzado en una serie previamente securitizada en el caso de préstamos con código de descuento como canal de cobranza primario, y el máximo de la curva promedio de mora mayor a 90 días de cartera total con cobranza por descuento CBU para incorporar las potenciales demoras en la realización del débito directo en cuenta bancaria. Después, calculamos el promedio ponderado por la participación de cada fiduciante en el saldo de capital de la cartera securitizada. Por último, aplicamos un ajuste del 45% para incorporar la falta de segmentación de la información por agente de cobro y/o código descuento y las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían continuar incrementando levemente las cifras de morosidad en los próximos meses. Asimismo, este ajuste incorpora el hecho de que las series más recientes han presentado mayores pérdidas derivadas de las cuestiones operativas mencionadas anteriormente. El escenario base de pérdida final es 6,5%.

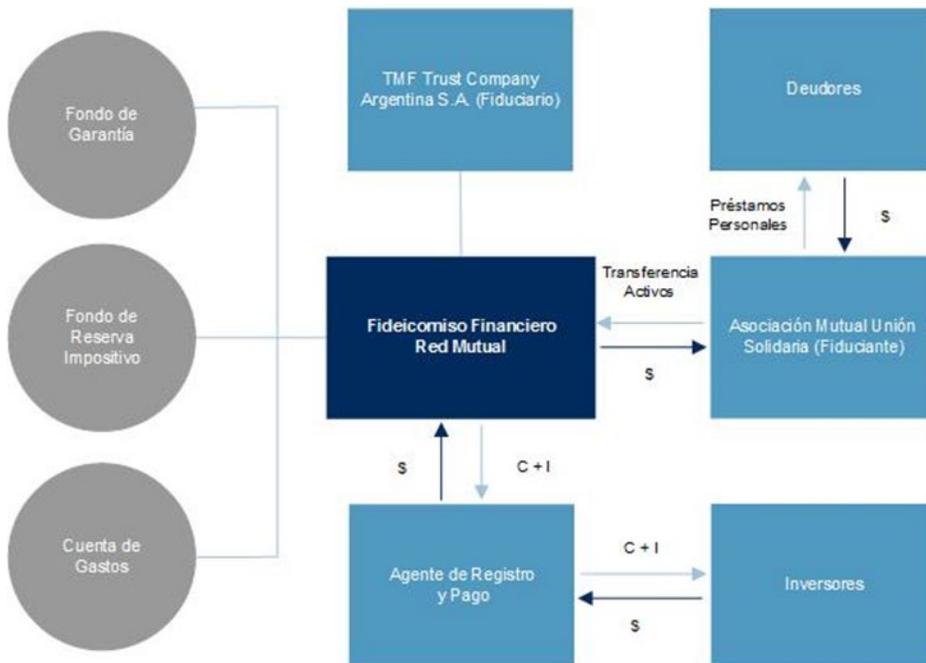
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF Senior y VDF B son de 3,3x (veces) y 3,0x, respectivamente. Estos incorporan un ajuste con base en compañías pares y uno 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 los siguientes factores: una alta inflación, un bajo nivel de actividad –medido como el crecimiento real del producto bruto interno (PBI)–, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo. Los factores de estrés determinados resultan en una pérdida crediticia total de 25,7% para los VDF Senior y de 23,4% para los VDF B.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 8

Fideicomiso Financiero Red Mutual 72



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2024 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 los fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés devengado de los valores de deuda fiduciaria Senior que se encuentre impago, correspondiente a cualquier fecha de pago anterior
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria Senior
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria Senior hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de 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 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 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 ARS2.000.000 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 valores de deuda fiduciaria Senior y clase B 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 ARS32.941.038. 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 se podrá utilizar 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 sobre 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 fiduciario determinará el monto del fondo de reserva impositivo, de acuerdo con las normas impositivas vigentes, junto con la 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 especiales, el fiduciario deberá notificarlo dentro de los cinco días hábiles 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 las 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 75% y 76% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria Senior y clase B, respectivamente.
- **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%, las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria Senior y clase B podrían mantenerse sin cambios. Asimismo, 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 Vooi 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

PCTs 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. Tras evaluar todos estos factores, consideramos que la evaluación del riesgo de portabilidad es alta.

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 72.
- 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.

Después de analizar 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 3 de junio de 2024, disponibles en 25 de mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 3 de junio de 2024, disponible en Av. Leandro N. Alem 882, Piso 13, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Información provista por el fiduciante de fecha 30 de abril de 2024, disponible en Urquiza 3026, Santa Fe, Provincia de Santa Fe, Argentina.
- Información provista por los organizadores de fecha 30 de abril de 2024, 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.

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.

raAA: Una obligación calificada 'raAA', difiere tan solo en un pequeño grado de las calificadas con la máxima categoría. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es muy fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

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](#).

Definición de Incumplimiento

Una obligación calificada con 'D' se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación 'D' se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de 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 © 2024 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/ (gratuitos) y en 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.

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 <https://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. RD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.