

**FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**

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

# Informe de Calificación

## Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XII

Informe de Calificación Inicial

Fecha de Publicación: 22 de febrero de 2018

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

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

### RESUMEN DE LA EMISIÓN

|   |  |
|---|--|
| Fecha esperada de emisión                                     | Marzo 2018   |
| Autorización de la emisión                                    | Emisión autorizada por funcionarios apoderados de Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero conforme surge del acta del consejo de administración de fecha 28 de marzo de 2011.          |
| Fecha de vencimiento esperado                                 | Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 15 de marzo de 2019<br>Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 17 de junio de 2019<br>Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 15 de septiembre de 2020    |
| Activo Subyacente   | Préstamos personales denominados en pesos, originados por Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero  |
| Fiduciante / Fideicomisario / Administrador / Agente de Cobro | Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero  |
| Agentes de Cobro Complementario                               | Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes de Rosario ("AMEMA") y Asociación Mutual Obreros, Empleados de la Salud y Educación de la Ciudad de Buenos Aires ("AMOESYECBA"). |
| Organizador / Colocador                                       | Adcap Securities Argentina S.A. y Cohen S.A..  |
| Fiduciario  | Cohen S.A.   |
| Agentes Recaudadores  | Gire S.A. (Rapipago) y Servicio Electrónico de Pago S.A. (Pago Fácil)  |
| Asesor Legal  | Nicholson y Cano Abogados  |

*Este informe debe ser analizado en forma conjunta con el prospecto de la emisión y la información allí contenida. Este informe de calificación está basado en información provista a febrero de 2018. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con S&P Global Ratings al (54) 11-4891-2100.*

# Fideicomiso Financiero Mutuo 17 de Enero XII

## Calificaciones en la escala nacional para Argentina

| Serie | Clase | Calificación Asignada | Monto                        | Subordinación Inicial (%) | Mejoras Crediticias* | Vencimiento Legal | Interés  |
|-------|-------|-----------------------|------------------------------|---------------------------|----------------------|-------------------|----------|
| XII   | VDF A | raAA (sf)             | hasta V/N<br>\$88.573.086    | 17,78%                    | Sub., SC y DT        | Marzo 2022        | Variable |
|       | VDF B | raBBB (sf)            | hasta V/N<br>\$12.945.297    | 5,76%                     | Sub., SC y DT        | Marzo 2022        | Variable |
|       | VDF C | raCCC (sf)            | hasta V/N \$<br>\$24.527.932 | -                         | -                    | Marzo 2022        | Fija     |

\*Sub, SC y DT: Subordinación, Sobrecolateralización y Diferencial de Tasa

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

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

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

## DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN

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

### Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 'raAA (sf)'

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.

### Valores de Deuda Fiduciaria B: 'raBBB (sf)'

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

### Valores de Deuda Fiduciaria C: 'raCCC (sf)'

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

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

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

S&P Global Ratings asignó la calificación 'raAA (sf)' en la escala nacional de calificaciones para Argentina a los valores de deuda fiduciaria clase A del Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XII. Asimismo, calificó 'raBBB (sf)', en la misma escala de calificaciones, a los valores de deuda fiduciaria clase B y raCCC (sf) a los valores de deuda fiduciaria Clase C.

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria Clase A, B y C señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses a los inversores, y del repago de capital antes de la fecha de vencimiento legal.

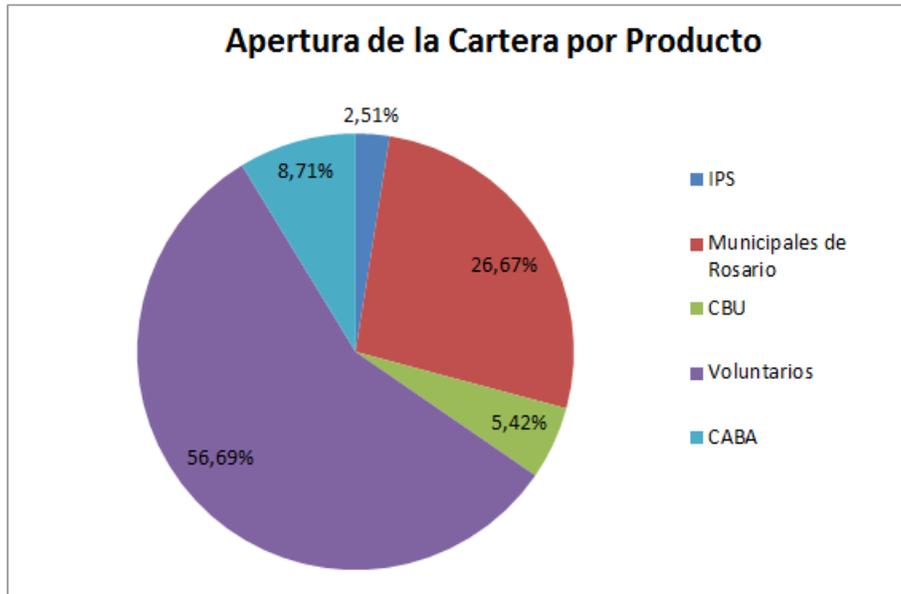
Según la opinión de S&P Global Ratings la calificación otorgada a los valores de deuda fiduciaria clase A y B se sustenta en los siguientes aspectos:

- Adecuados niveles de subordinación real inicial para los valores de deuda fiduciaria clase A equivalente al 17,78% y al 5,76% para los valores de deuda fiduciaria clase B. La transacción también cuenta con un **fondo de garantía** destinado a mitigar el riesgo de fungibilidad de fondos (para información adicional ver la sección '*Estructura Financiera*');
- Un adecuado nivel de **spread** ('diferencial') **de tasas** existente entre la tasa de los créditos a ser cedidos y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria, lo que brinda a la transacción un 'colchón' adicional de protección crediticia provisto por este diferencial;
- Las **sólidas características legales y financieras** del fideicomiso que cuenta con la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso y del fiduciario;
- La **buena administración** de la cartera de préstamos seleccionada. El administrador (Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero) cuenta con adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos, con personal apropiado, y sistemas de reporte y seguimiento;
- La **estructura 'turbo'** (o secuencial) de pagos, que implica que no se le pagará a ningún tenedor de valores de deuda fiduciaria Clase B y Clase C, hasta tanto el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria Clase A hayan sido repagados en su totalidad. Una vez completamente cancelados los mismos, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria Clase B y Clase C. Este tipo de estructura le brinda una mayor calidad crediticia a los valores de deuda fiduciaria clase A, y garantiza que en momentos de crisis de liquidez, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a los inversores de los valores de deuda fiduciaria clase A, quienes tienen los títulos mejor calificados ('raAA (sf)'), y por ende, con menor riesgos crediticios de todas las clases de valores fiduciarios emitidos;
- Una **adecuada fortaleza del flujo de fondos** que resistió la aplicación de diferentes escenarios de estrés según los criterios de S&P Global para este tipo de activos, que incluyeron diversas pruebas con incrementos de niveles de prepago, incrementos de los niveles de mora de la cartera y niveles nulos de recuperación de los créditos morosos.

## ESTRUCTURA FINANCIERA DEL FIDEICOMISO

### Descripción de la Operación

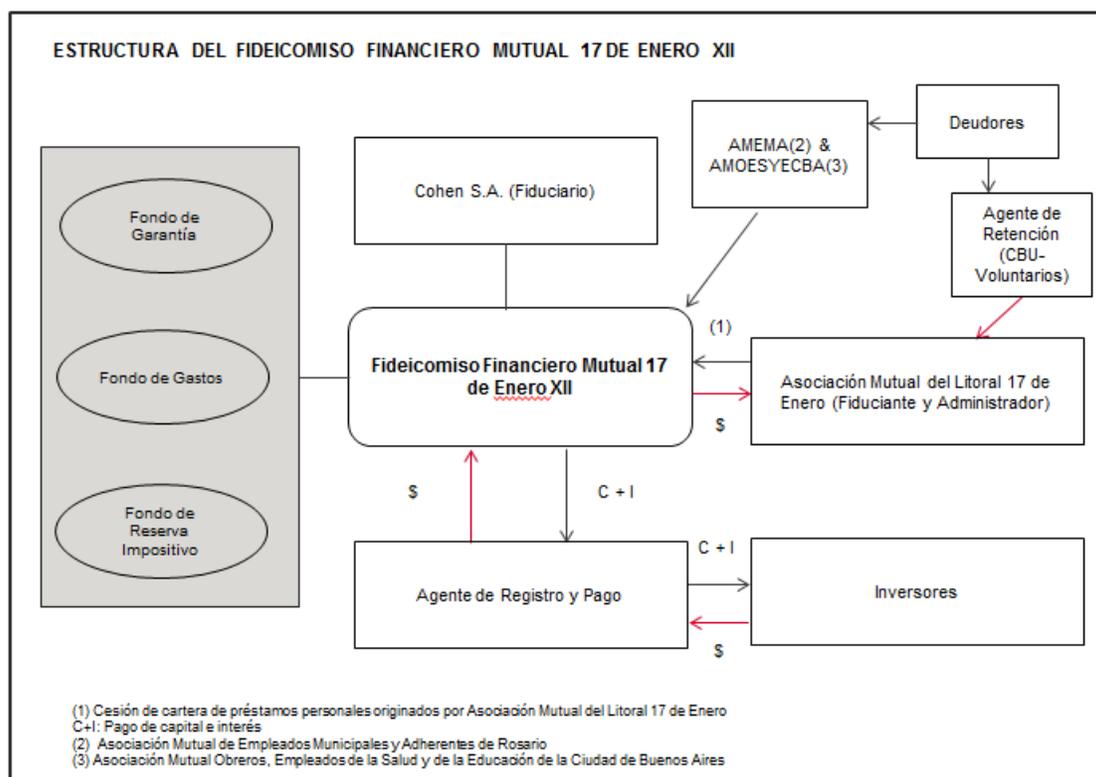
Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero (fiduciante) transfirió en forma irrevocable a Cohen S.A. (fiduciario) una cartera de préstamos personales denominados en pesos originados por Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero a empleados del gobierno de la Ciudad de Buenos Aires mediante el código de descuento autorizado por AMOESYECBA, a empleados municipales de Rosario según el código de descuento autorizado por AMEMA, a jubilados y pensionados según el régimen de código de descuento del Instituto de Previsión Social de la Provincia de Buenos Aires, y a otros asociados de la entidad cuya cobranza se recibe mediante pago voluntario y deducción por CBU (Convenios firmados con Banco de la Nación Argentina S.A. y BBVA Banco Francés S.A.). El siguiente gráfico presenta la participación de cada producto en el conjunto total de la cartera:



En la misma fecha, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A por un monto de hasta V/N \$88.573.086, valores de deuda fiduciaria clase B por hasta V/N \$12.945.297 y valores de deuda fiduciaria clase C por hasta V/N \$24.527.932. La transacción contará con una sobreintegración de \$10.219.971. El plazo legal de los valores fiduciarios vencerá a los 90 días del vencimiento del crédito de mayor plazo.

El **activo fideicomitado** estará compuesto por: créditos personales otorgados en pesos por el fiduciante a sus asociados y a los asociados de AMEMA y AMOESYECBA cuya cobranza se percibe mediante los códigos de descuento, deducción por CBU y pago voluntario; todas las sumas de dinero que tengan origen en los préstamos personales a ser cedidos al fideicomiso financiero que se encuentren depositadas en las cuentas del fideicomiso, así como todos los fondos derivados de la inversión de los fondos líquidos y las cobranzas en garantía que se depositen en las cuentas recaudadoras y formen parte de la cesión en garantía. Los préstamos a ser cedidos al fideicomiso no cuentan con seguro de vida. La cartera de préstamos personales será cedida a una tasa de descuento del 28% nominal anual.

El esquema a continuación muestra la estructura del fideicomiso financiero:



### Protecciones y Mejoras Crediticias

Los valores de deuda fiduciaria clase A contarán con una **subordinación nominal inicial** del 35%, provista por los valores de deuda fiduciaria clase B y clase C, respecto al monto total emitido. Asimismo, mediante el mismo cálculo, los valores de deuda fiduciaria clase B y C contarán con una subordinación nominal inicial equivalente al 25,50% y 7,50%, respectivamente.

Los niveles de **subordinación reales iniciales**, es decir, calculados sobre el saldo de capital original de los créditos a ser cedidos, de los valores de deuda fiduciaria clase A y B serán 17,78% y 5,76% respectivamente.

El fideicomiso poseerá una **estructura 'turbo' (o secuencial) de pagos**, esto significa, que sólo se pagarán el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria clase A hasta completarse totalmente su pago sin realizarse ningún pago a otras clases de valores de deuda fiduciarios. Una vez completamente cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, se continuará con el pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B. Luego de repagados todos los valores de deuda fiduciaria Clase B se destinarán los ingresos a la cancelación de los valores de deuda fiduciaria Clase C. Este tipo de estructura de pagos le brinda una mayor calidad crediticia a los valores de deuda fiduciaria clase A.

Asimismo, los valores de deuda fiduciaria se beneficiarán con el **spread (diferencial) de tasas** existente entre la tasa de interés de los créditos de la cartera a securitizar y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria.

Existirá, además, un **Fondo de Garantía** que se constituirá con el producido de la colocación. Dicho fondo se fundeará por un monto equivalente a \$2.750.000. Luego, a partir del primer pago de Servicios, el importe del Fondo de Garantía será equivalente a los próximos dos servicios de interés teórico de los VDFA conforme el Cuadro Teórico de Pagos de Servicios. Una vez cancelados los VDFA, el Fondo de Garantía será equivalente a la suma de \$100.000 hasta la cancelación de los VDFB. El mencionado fondo podrá ser utilizado en cada fecha de pago en caso que no existan fondos suficientes de las cobranzas para afrontar los pagos de los servicios de interés de los valores de deuda fiduciaria clase A o B.

Asimismo, podrá existir un **fondo de reserva impositivo** que, en el que se depositarán las sumas equivalentes para hacer frente al pago de los impuestos aplicables al fideicomiso devengados hasta su liquidación. El monto del fondo de reserva impositivo será determinado por el fiduciario según las normas impositivas vigentes con opinión de un asesor impositivo independiente. Una vez que dicho monto sea asignado S&P Global Ratings evaluará dicho fondo en el contexto del análisis del flujo de los fondos de la cartera.

## ESTRUCTURA DE PAGO Y MECÁNICA DEL FLUJO DE FONDOS

### Términos de los valores de deuda fiduciaria

| Clase | Fecha de Emisión Esperada | Frecuencia de Pagos   | Tasa de Interés  |
|-------|---------------------------|---|--|
| VDF A |                           | Interés y Capital: Mensual  | BADLAR + 300 bps<br>Mínimo: 21% n.a.<br>Máximo: 28% n.a. |
| VDF B | Marzo 2018                | Interés: Mensual; Capital: Mensual sólo se pagará capital luego de pagarse completamente los valores de deuda fiduciaria clase A. | BADLAR + 400 bps<br>Mínimo: 23% n.a.<br>Máximo: 30% n.a. |
| VDF C |                           | Interés y Capital: Mensual luego de pagarse completamente los valores de deuda fiduciaria clase B                                 | Fija 33% n.a.  |

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

Los **valores de deuda fiduciaria Clase A** darán el derecho a una tasa de interés variable equivalente a la tasa BADLAR (es el promedio aritmético simple de las tasas de interés para depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos de 30 a 35 en bancos privados informadas por el BCRA) más un *spread* ('diferencial') de 300 bps (puntos básicos). Para el cálculo de la tasa BADLAR se toma la que surja del promedio simple de los últimos 10 días anteriores al inicio de cada período de devengamiento. La tasa resultante no podrá ser inferior al 21% nominal anual ni superior al 28% nominal anual. En concepto de amortización se pagará el total de los ingresos provenientes de las cobranzas de cada período de devengamiento luego de deducidos los montos necesarios para restituir los fondos de gastos e impuestos, y el pago de interés de los valores de deuda fiduciaria Clase A.

Una vez íntegramente cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, los **valores de deuda fiduciaria Clase B**, darán derecho al total del flujo de las cobranzas en concepto de amortización según el esquema teórico de pagos. Asimismo, pagarán un interés mensual equivalente a la tasa BADLAR de Bancos Privados para el período de devengamiento, más un *spread* de 400 bps (puntos básicos). La tasa resultante nunca podrá ser inferior al 23% nominal anual ni superior al 30% nominal anual.

Siguiendo el orden de prelación de pagos, una vez que los valores de deuda fiduciaria Clase B hayan sido completamente repagados, los **valores de deuda fiduciaria Clase C**, tendrán derecho al total del flujo de las cobranzas en concepto de amortización según el esquema teórico de pagos. Asimismo, pagarán un interés fijo mensual equivalente al 33% nominal anual.

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

Los valores de deuda fiduciaria recibirán los pagos de servicios de acuerdo a un cronograma de amortización teórica estimada según el siguiente orden de prioridad de pagos mensual:

#### Mientras existan VDFA:

1. Al fondo de gastos, al fondo de garantía y al fondo de reserva impositivo;

2. Al pago del interés correspondiente a los VDF Clase A;
3. Al pago de capital de los VDF Clase A;
4. A la liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor del fiduciante.

#### Cancelados los servicios de los VDF Clase A:

1. Al fondo de gastos, al fondo de garantía y al fondo de reserva impositivo;
2. Al pago del interés correspondiente a los VDF Clase B;
3. Al pago de capital de los VDF Clase B;
4. A la liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor del fiduciante.

#### Cancelados los servicios de los VDF Clase B:

1. Al fondo de gastos, al fondo de garantía y al fondo de reserva impositivo
2. Una vez cancelados en su totalidad los conceptos indicados en los párrafos anteriores, y sólo en el supuesto que el fiduciante ejerciere dicho derecho, a abonar a este último una suma equivalente a los gastos afrontados por el fiduciante;
3. Al pago de los intereses correspondientes a los VDF Clase C;
4. Al pago de capital de los VDF Clase C.

#### Cancelados los servicios de los VDF Clase C:

1. Al reintegro de la sobreintegración al fiduciante, de corresponder;
2. Cualquier remanente existente será transferido al fideicomisario.

La falta de pago o pago parcial de un servicio, por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá incumplimiento. Transcurridos 180 días desde el último pago de servicios previsto sin que existan fondos suficientes para cancelar la totalidad de los servicios adeudados a los valores de deuda fiduciaria, importará un evento especial y se convocará a una asamblea de tenedores para que se tome una determinación respecto a esta situación. Durante dicho período, en cuanto hubiera fondos disponibles en la cuenta fiduciaria, el fiduciario procederá a realizar pagos a los valores de deuda fiduciaria. Dichos pagos, en cuanto fueren parciales, se efectivizarán con una periodicidad mínima de sesenta días, y siempre que los fondos disponibles para ello no fueran inferiores a \$100.000.

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

El fiduciario retendrá del precio de colocación la suma de \$100.000 que serán destinados a la constitución de un fondo de gastos destinado a cancelar los gastos deducibles hasta el monto indicado. En cualquier momento en que el fondo de gastos se reduzca hasta representar un importe menor al monto indicado, se detraerá de los fondos percibidos de los préstamos el monto necesario para restablecerlo. El fiduciante ha afrontado gastos que pueden ser imputados al fideicomiso, como ser, entre otros, los gastos iniciales para la estructuración del fideicomiso, honorarios de los asesores financieros y gastos correspondientes a la colocación de los valores fiduciarios, que se estiman en la suma de \$241.650. El fiduciante tendrá el derecho, pero no la obligación, de solicitar el reembolso de los gastos afrontados.

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

### **Análisis del Fiduciante**

La Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero está dedicada al servicio de ayuda económica a jubilados y pensionados nacionales y provinciales, veteranos de Malvinas y activos de gendarmería policía federal y armada. Inició sus actividades en el año 2000 en González Catán, provincia de Buenos Aires. En 2003 habilita la filial Rosario. En octubre de 2003 firma un convenio con ANSES para el descuento de cuotas sociales y créditos a jubilados nacionales. En marzo de 2009 firma un convenio inter-mutual con AMEMA (Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes de Rosario) mediante el cual el fiduciante brinda ayudas económicas, y AMEMA se obliga a tramitar ante el Instituto de Previsión Social de la Provincia de Buenos Aires y ante la Municipalidad de Rosario el descuento de las cuotas de los créditos otorgados. Asimismo, en agosto de 2016 celebro un nuevo convenio intermutual con AMOESYECBA (Empleados de la Salud y de la Educación de la Ciudad

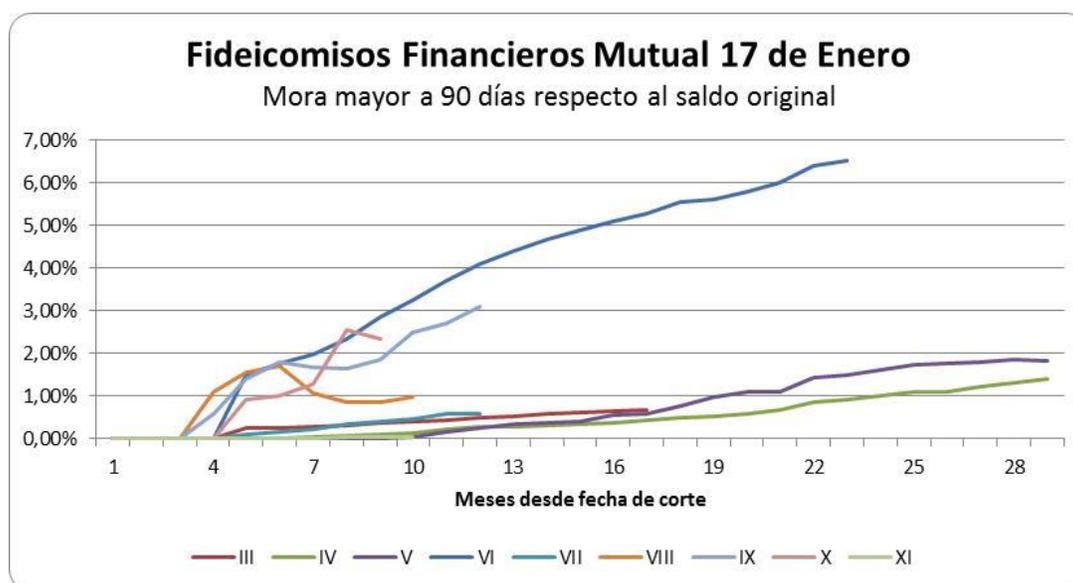
de Buenos Aires) que tiene el código de descuento del gobierno de C.A.B.A. lo que permite otorgar ayudas económicas a los empleados del gobierno de la ciudad autónoma de Buenos Aires descontando las cuotas de sus recibos de haberes.

Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero brinda beneficios a sus asociados tales como subsidios por nacimiento, adopción, fallecimiento y casamiento, así como también un par de anteojos recetados gratuitamente por año. La Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero cuenta con una variada presencia geográfica en distintos puntos del país (Santa Fe, Entre Ríos, Corrientes, Córdoba y Buenos Aires) gracias a los convenios celebrados con comercializadores independientes.

Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero también fue designada como agente de cobro y administración de los créditos securitizados. Por tal motivo, dentro de las 72hs deberá transferir a la cuenta fiduciaria las cobranzas que haya recibido por parte de las entidades de retención. AMEMA y AMOESYECBA, actuarán como agentes de cobro complementario. En todo momento el depósito en la cuenta fiduciaria de cobranzas realizadas por AMEMA y por AMOESYECBA deberá respetar el plazo indicado anteriormente. El administrador posee adecuados sistemas para gestionar la cobranza y el seguimiento de deudores morosos. Asimismo, cuenta con personal especializado, con sistemas de reporte y seguimiento que han contribuido a mantener una buena calidad de la cartera total de préstamos en diferentes períodos de estrés económico.

### Comportamiento histórico de los créditos

Las carteras titulizadas previamente y calificadas por S&P Global Ratings pertenecientes a las distintas series de Mutual 17 de Enero han demostrado un adecuado desempeño a lo largo de su vida. En el gráfico a continuación se muestra la evolución de la mora mayor a 90 días de las carteras titulizadas con respecto al monto originalmente emitido de cada serie. Las series fueron canceladas oportunamente.



### Características de la cartera de créditos

La tabla a continuación resume las principales características de las carteras inicialmente cedidas:

| <b>Características de la cartera de préstamos personales bajo el código CBU originados por Mutual 17 de Enero (activo subyacente)</b> |              |
|---|--------------|
| Saldo de Capital Cedido   | \$5.833.071  |
| Intereses Futuros Cedidos   | \$4.790.114  |
| Valor Nominal   | \$10.623.185 |
| Tasa de Descuento   | 28,0%        |
| Vida Remanente ponderada por Saldo de Capital   | 12,10 meses  |
| Créditos Cedidos  | 587          |

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| Importe de Cuota Promedio | \$1.573,40 |
|---------------------------|------------|

**Características de la cartera de préstamos personales bajo el código del IPS originados por Mutual 17 de Enero (activo subyacente)**

|   |             |
|---|-------------|
| Saldo de Capital Cedido                       | \$2.702.397 |
| Intereses Futuros Cedidos                     | \$1.779.580 |
| Valor Nominal                                 | \$4.481.978 |
| Tasa de Descuento                             | 28,0%       |
| Vida Remanente ponderada por Saldo de Capital | 15,78 meses |
| Créditos Cedidos                              | 1.110       |
| Importe de Cuota Promedio                     | \$279,17    |

**Características de la cartera de préstamos personales a empleados municipales de Rosario originados por Mutual 17 de Enero (activo subyacente)**

|   |              |
|---|--------------|
| Saldo de Capital Cedido                       | \$28.733.485 |
| Intereses Futuros Cedidos                     | \$7.115.076  |
| Valor Nominal                                 | \$35.848.561 |
| Tasa de Descuento                             | 28,0%        |
| Vida Remanente ponderada por Saldo de Capital | 12,84 meses  |
| Créditos Cedidos                              | 1.045        |
| Importe de Cuota Promedio                     | \$2.976,53   |

**Características de la cartera de préstamos personales cuya cobranza se recibe por medio del pago voluntario originados por Mutual 17 de Enero (activo subyacente)**

|   |              |
|---|--------------|
| Saldo de Capital Cedido                       | \$61.073.247 |
| Intereses Futuros Cedidos                     | \$37.140.569 |
| Valor Nominal                                 | \$98.213.817 |
| Tasa de Descuento                             | 28,0%        |
| Vida Remanente ponderada por Saldo de Capital | 21,62 meses  |
| Créditos Cedidos                              | 1.168        |
| Importe de Cuota Promedio                     | \$4.682,99   |

**Características de la cartera de préstamos personales a empleados del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires originados por Mutual 17 de Enero (activo subyacente)**

|   |              |
|---|--------------|
| Saldo de Capital Cedido                       | \$9.381.831  |
| Intereses Futuros Cedidos                     | \$5.266.245  |
| Valor Nominal                                 | \$14.648.077 |
| Tasa de Descuento                             | 28,0%        |
| Vida Remanente ponderada por Saldo de Capital | 27,71 meses  |
| Créditos Cedidos                              | 203          |
| Importe de Cuota Promedio                     | \$2.864,89   |

**Determinación de la suficiencia del activo subyacente**

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

**Análisis de Sensibilidad**

Para asignar la calificación del presente fideicomiso, se analizó el comportamiento de la cartera histórica del fiduciante, a fin de identificar el nivel de mora máximo. Una vez estudiado el comportamiento de la cartera e identificado el porcentaje máximo de mora se aplicó un factor de estrés –correspondiente al nivel de calificación-. Para estimar la fortaleza de la estructura y su resistencia, dicho porcentaje fue probado con diferentes variables de estrés que podrían reducir el efectivo disponible para el servicio de deuda de los valores de deuda fiduciaria.

| Variables          | VDF A  | VDF B  | VDF C |
|--------------------|--------|--------|-------|
| Pérdida crediticia | 31,02% | 15,50% | 7,75% |

| Timing de la pérdida   | A lo largo de toda la vida |              |              |
|------------------------|----------------------------|--------------|--------------|
| Retorno anual esperado | Hasta 28%                  | Hasta 30%    | 33%          |
| Nivel de prepago       | 2%                         | 2%           | 0%           |
| Calificación           | 'raAA (sf)'                | 'raBBB (sf)' | 'raCCC (sf)' |

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

- ***Pérdida crediticia:*** Una vez analizado el comportamiento de la cartera total del fiduciante, los porcentajes de pérdida hallados reflejan la potencial pérdida crediticia que podrían sufrir los préstamos a ser cedidos bajo distintos escenarios económicos, basados en el desempeño histórico de dichos préstamos hasta la fecha. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a securitizar, para un **escenario de calificación 'raAA (sf)'** podrían soportar un estrés financiero representado por una **caída crediticia de 31,02%**. Asimismo, la pérdida crediticia que los valores de deuda fiduciaria podrían tolerar para un **escenario de calificación 'raBBB (sf)'** es de **15,50%**. Para los valores de deuda fiduciaria clase C con una calificación **'raCCC (sf)'**, la caída crediticia que debían soportar es de **7,75%**.
- ***Timing de la pérdida:*** Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a los valores de deuda fiduciaria Clase A, B y C a lo largo de toda la vida de la transacción. Se consideraron una variante de escenarios que distribuyen la pérdida total en distintos momentos.
- ***Evolución del nivel de Mora:*** Se asumió el peor escenario de mora histórica mayor a 90 días, luego de analizar las carteras dinámica y estática del originador. Asimismo, se consideró la incidencia sobre las cobranzas de los flujos de la cartera estática, lo que permitió comparar el efecto real de la mora sobre la recuperación de las carteras vencidas.
- ***Sensibilización del cupón:*** A fin de realizar el análisis de sensibilidad se tomaron tasas de interés que ascendieron hasta un 28% para los valores de deuda fiduciaria Clase A, hasta un 30% para la Clase B y a un 33% para la Clase C.
- ***Nivel de Prepago:*** Se asumió un nivel de prepago de los créditos equivalente al 2% anual para las Clases A y B a lo largo de toda la vida de la transacción. Este nivel de prepago es el valor promedio utilizado para estructuras de este tipo respaldadas por préstamos personales.

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

### Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis se enfoca en los participantes clave de la transacción (PCT) para determinar si tienen capacidad de administrar una titulación durante su vida. El marco distingue entre un PCT que lleva a cabo un rol, que, en esencia, afecta el desempeño del colateral (PCTs de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que aunque esencial generalmente es de naturaleza administrativa (PCTs administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. El rol de participante clave de la transacción recae sobre Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero por su desempeño como Administrador y Agente de Cobro. Asimismo, se analizaron los riesgos operativos de Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes de Rosario (AMEMA) y Asociación Mutual Obreros, Empleados de la Salud y de la Educación de la Ciudad de Buenos Aires (AMOESYECBA) por sus desempeños como agentes de cobro complementario.

- ***Riesgo de Severidad:*** se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado a la interrupción del servicio del PCT ya que los criterios evalúan cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción por parte de Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero en el desarrollo de sus funciones podría generar demoras administrativas, y como consecuencia, un incremento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad es ALTO para Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero y MODERADO para AMEMA y AMOESYECBA.

- **Riesgo de Portabilidad:** el segundo paso es evaluar la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la titulación considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente la reemplazarían, el grado en que el contrato de la titulación es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para retirarse como PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo a suplantar al PCT inicial. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero, AMEMA y AMOESYECBA es considerado ALTO.
- **Riesgo de Interrupción:** Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones –específicamente, los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si la PCT tiene valor de franquicia. El análisis del riesgo de interrupción para Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero, AMEMA y AMOESYECBA es considerado ALTO.

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

### **Riesgos Legales y Regulatorios**

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones otorgadas. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Programa Global de Valores Fiduciarios COHEN
- Suplemento de Prospecto Preliminar de 'Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XII'
- Opinión Legal provista por Nicholson y Cano Abogados

Luego del análisis de la documentación preliminar se ha comprobado que los aspectos legales del fideicomiso calificado son adecuados en relación con las calificaciones asignadas. No obstante S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión. La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomiso (Ley Nro. 24.441).

### **Riesgo de Contraparte**

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

## **SÍNTESIS METODOLÓGICA DE CALIFICACIÓN**

[Metodología de Standard & Poor's para Financiamiento Estructurado - Argentina](#)

### **FUENTES DE INFORMACIÓN**

- Programa Global de Valores Fiduciarios COHEN de fecha 9 de mayo de 2017  
Disponible en Autopista Financiera de la Comisión Nacional de Valores ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))
- Suplemento de Prospecto Preliminar de 'Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XII' de fecha 21 de febrero de 2018  
Disponible en CNV, 25 de Mayo 175, CABA, Gerencia de Productos de Inversión Colectiva
- Información crediticia provista por Adcap Securities Argentina S.A. de fecha 21 de febrero de 2018
- Juncal 1311, Piso 4° , Capital Federal
- Opinión legal preliminar provista por Nicholson y Cano Abogados de fecha 19 de febrero de 2018  
San Martín 140, Piso 4° , Ciudad de Buenos Aires

## SERVICIOS AFINES

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

## DEFINICIONES DE INCUMPLIMIENTO

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

Copyright © 2018 por S&P Global Ratings. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de S&P Global Ratings o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) y [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar) (gratuitos), y [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar) o bien haga clic [aquí](#).

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.