

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

Fideicomiso Financiero Mutua 17 de Enero XIII

11 de junio de 2019

Este reporte está basado en información provista a abril de 2019. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Daniela Ragatuso
Asociada
Buenos Aires
+54-11-4891-2106
daniela.ragatuso
@spglobal.com

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

| Clase | Calificación (i) | Monto Inicial (ARS) (ii) | Tasa de Interés (iii) | Subordinación Inicial | Vencimiento Legal |
|-------|------------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------------|
| VDF A | raAA (sf) | Hasta 93.057.914 | B+300 bps [Min 33%; Max 45%] | 24% | Mayo 2023 |
| VDF B | raA- (sf) | Hasta 12.618.022 | B+400 bps [Min 35%; Max 47%] | 14% | Mayo 2023 |
| VDF C | raCCC (sf) | Hasta 36.276.814 | 36% | - | Mayo 2023 |

(i) La calificación está sujeta a cambios en cualquier momento. Esta define la capacidad del emisor para hacer pagos del principal e interés sobre las notas.

(ii) El monto de los VDF A, VDF B y VDF C puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR que es la tasa promedio de los últimos 10 días que publica el Banco Central de la República Argentina para depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón de pesos para los bancos privados de la República Argentina. "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

SECUNDARIO

Facundo Chiarello
Director
Buenos Aires
+54-11-4891-2134
facundo.chiarello
@spglobal.com

Resumen de la Emisión

| | |
|-------------------------------|---|
| Fecha de emisión estimada | Junio 2019 |
| Autorización de la emisión | Emisión autorizada por el consejo de administración de Asociación Mutua del Litoral 17 de Enero de fecha 10 de octubre de 2018 y por el directorio de AD Créditos S.A. de fecha 02 de octubre de 2018 |
| Activo Subyacente | Préstamos personales denominados en pesos |
| Fecha de vencimiento esperada | Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 10 de junio de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 10 de septiembre de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 11 de abril de 2022 |

Participantes

| | |
|--|--|
| Fiduciario/Organizador | Cohen S.A. |
| Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro | Asociación Mutua del Litoral 17 de Enero |
| Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro | AD Créditos S.A. |
| Organizador | AdCap Securities Argentina S.A. |
| Agente de Control y Revisión | Ignacio Manuel Valdez |
| Asesores Legales | Nicholson y Cano S.R.L. |

Fundamento de la Calificación

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

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados: Luego de analizar la cartera total de los fiduciantes, el comportamiento de las series previamente securitizadas, y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de rating, consideramos que los niveles de protecciones y mejoras crediticias disponibles, que consisten para los valores de deuda fiduciaria clase A y clase B en una subordinación inicial equivalente a 24% y 14%, respectivamente, calculado sobre el saldo de capital inicial, 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, y en una sobreintegración equivalente al 10% del valor fideicomitado, son adecuados con el nivel de calificación asignado. El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a ser securitizada permiten a los VDF A y a los VDF B soportar una pérdida crediticia equivalente a 32,5% y 19,8%, respectivamente.

Mecánica del Flujo de Fondos: Hemos testeado la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción bajo diferentes escenarios de estrés de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos. La estructura secuencial de pagos, que implica que no se le pagará a ningún tenedor de valores de deuda fiduciaria clase B hasta tanto el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria clase A hayan sido repagados en su totalidad, les brinda una mayor protección 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 mismos.

Riesgos de Contraparte: Consideramos que, de acuerdo a nuestras metodologías, las calificaciones asignadas contemplan la exposición que tiene el presente fideicomiso a la cuenta fiduciaria y a los administradores de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

Riesgos Operativos y Administrativos: Hemos analizado a Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero y a AD Créditos S.A. por sus roles como fiduciantes, administradores y agentes de cobro. 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.

Riesgos Legales y Regulatorios: La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomisos, y se encuentra en línea con nuestros criterios legales. Asimismo, consideramos que la transferencia de los activos al fideicomiso conforma una venta verdadera, y que los mismos representan un patrimonio separado de los fiduciantes y del fiduciario por lo que se encuentran exentos de la acción legal de los acreedores de tales partes.

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

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses y la devolución del capital a la fecha de vencimiento legal de los mismos.

Los VDF clase C son vulnerables a un incumplimiento de pago y dependen de condiciones del negocio, económicas y financieras favorables para que el deudor cumpla con su compromiso financiero con dicha obligación. Los certificados de participación son los más vulnerables para cumplir con el pago de las obligaciones financieras teóricas dadas las características estructurales del fideicomiso financiero. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño del activo subyacente, incluyendo incremento de los niveles de mora y/o precancelaciones, afectará su capacidad de repago.

Estructura Financiera del Fideicomiso

La Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero (17 de Enero) y AD Créditos S.A. transfirió en forma irrevocable a Cohen S.A. una cartera no revolvente de préstamos personales denominados en pesos otorgados por los fiduciantes. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A, valores de deuda fiduciaria clase B y valores de deuda fiduciaria clase C. La cartera será cedida a una tasa de descuento equivalente al 36%. El vencimiento legal de cada clase de los valores de deuda fiduciaria será a los 90 días del vencimiento del crédito de mayor plazo.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciantes

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 se habilitó la filial de Rosario, y se firmó un convenio con ANSES para el descuento de cuotas sociales y créditos a jubilados nacionales. En 2009 se firmó un convenio inter-mutual con AMEMA, 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 2016 se celebró un nuevo convenio inter-mutual con AMOESYECBA, lo cual le permitió otorgar ayudas económicas a los empleados del gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires descontando las cuotas de sus recibos de haberes. Gracias a los convenios celebrados con comercializadores independientes, la Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero cuenta con una amplia presencia geográfica en Argentina.

AD Créditos S.A. es una compañía privada establecida en la ciudad de Rosario, provincia de Santa Fe. La compañía comenzó sus operaciones en 2015 otorgando préstamos a deudores de características similares a los de 17 de Enero, es decir, de ingresos medios o bajos con limitado acceso al sistema bancario. Esta transacción es la primera en la que AD Créditos S.A. participa como fiduciante y administrador.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado estará compuesto por préstamos personales denominados en pesos originados por los fiduciantes. Estos préstamos son otorgados a empleados del gobierno de la Ciudad Autónoma 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 (IPS), y a otras personas 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.).

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

Tabla 1

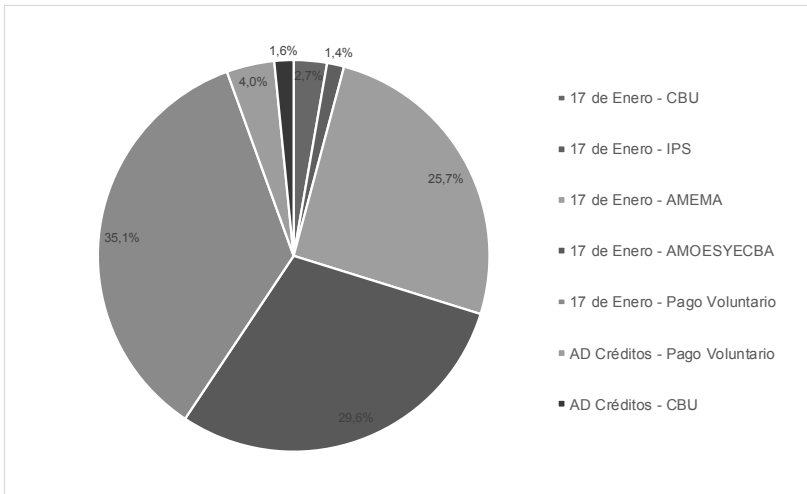
Características de la Cartera Inicial

| Concepto | 17 de Enero | AD Créditos S.A. |
|---|-------------|------------------|
| Saldo de Capital (ARS) | 116.245.070 | 6.812.411 |
| Saldo de Interés (ARS) | 72.452.653 | 3.349.596 |
| Cantidad de operaciones | 3.623 | 189 |
| Cantidad de cuentas | 3.623 | 189 |
| Saldo de capital por operación (ARS) | 32.085 | 36.045 |
| Importe de cuota promedio (ARS) | 2.527 | 10.162 |
| Plazo original promedio (meses) | 28.6 | 28.6 |
| Vida remanente promedio (meses) | 19.1 | 19.1 |
| Participación del fiduciante a saldo de capital | 94,5% | 5,5% |

El siguiente gráfico muestra la participación de cada producto dentro de la cartera securitizada.

Gráfico 1

FF Mutual 17 de Enero XIII: Participación por producto en la Cartera Securitizada



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

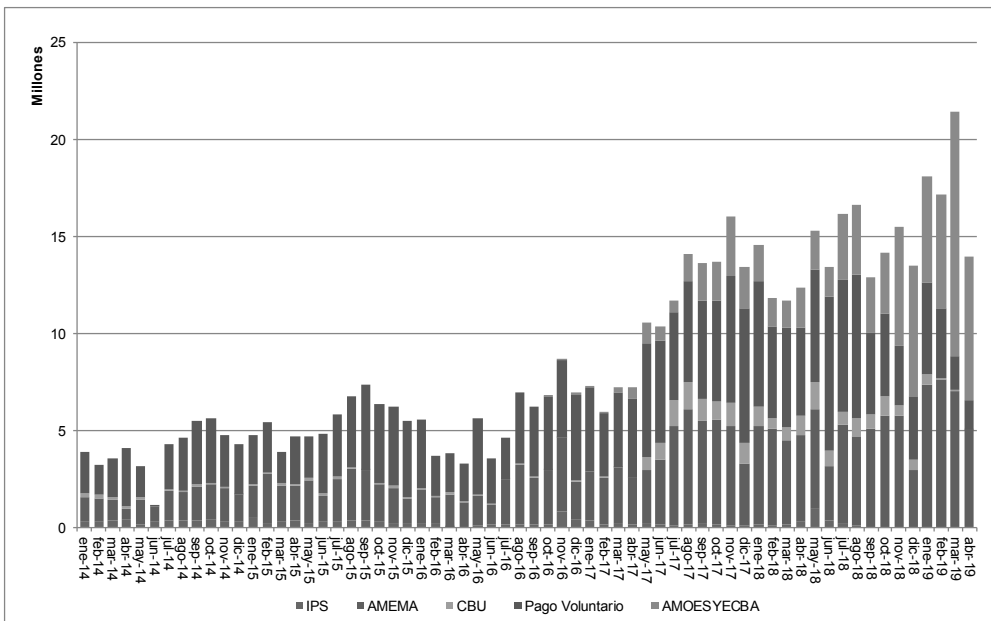
Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados

Comportamiento Histórico de los Activos

Los siguientes gráficos presentan la evolución de los niveles de originación por producto para 17 de Enero y de AD Créditos, respectivamente, hasta abril de 2019. Durante el último año ambas entidades han mantenido niveles de originación estable en términos nominales, lo cual indica un crecimiento real negativo al incorporar la tasa de inflación. Entendemos que esto responde en parte al contexto macroeconómico y por ende al endurecimiento de los requerimientos de originación. Además, han decidido incrementar la participación en sus respectivas carteras de aquellos productos que presentan menores niveles de morosidad. De esta manera, 17 de Enero se focalizó en la originación del código AMOESYECBA y AD Créditos incrementó la participación de CBU en su cartera total.

Gráfico 2

17 de Enero: Evolución originación por producto

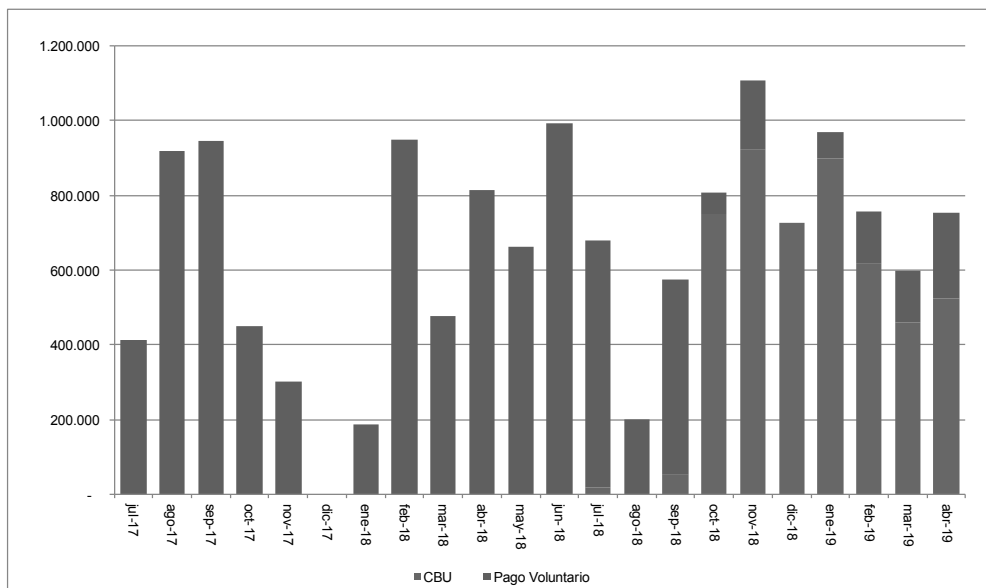


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.

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

Gráfico 3

AD Créditos: Evolución originación por producto



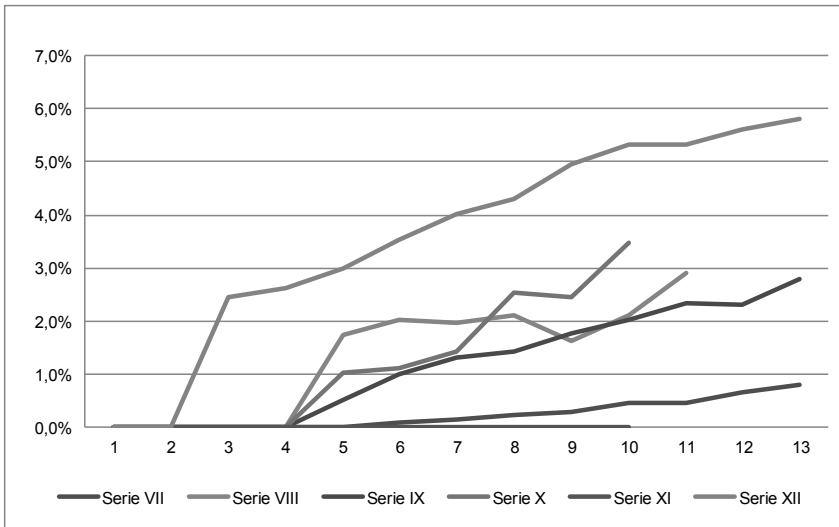
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso, analizamos la información estática de cartera total originada por los fiduciantes y la información de series previamente securitizadas. Para 17 de Enero consideramos que la información sobre el comportamiento de las series previamente securitizadas permite definir de manera adecuada el escenario base de pérdida, debido a que los créditos seleccionados para ser securitizados reflejan los criterios de elegibilidad. Con respecto AMOESYECBA, en base a la limitada información con la cual contamos sobre series previamente securitizadas, y a los productos originados por AD Créditos, debido a que es la primera serie en la que participa como fiduciante y administrador, utilizamos la información de cartera total para determinar el escenario base de pérdida.

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días de los Fideicomisos Financieros 17 de Enero, dividido por producto, a abril de 2019. Los niveles de atraso están calculados sobre el saldo de capital original de cada producto para cada una de las series previamente securitizadas. En términos generales, las series previamente securitizadas han demostrado un adecuado desempeño a lo largo de su vida. A la fecha del presente informe, todas las series anteriores fueron repagadas en tiempo y forma. Es importante mencionar que los niveles altos de morosidad alcanzados por el producto CBU en la última serie se explican por la poca participación de ese producto en la cartera securitizada.

Gráfico 4

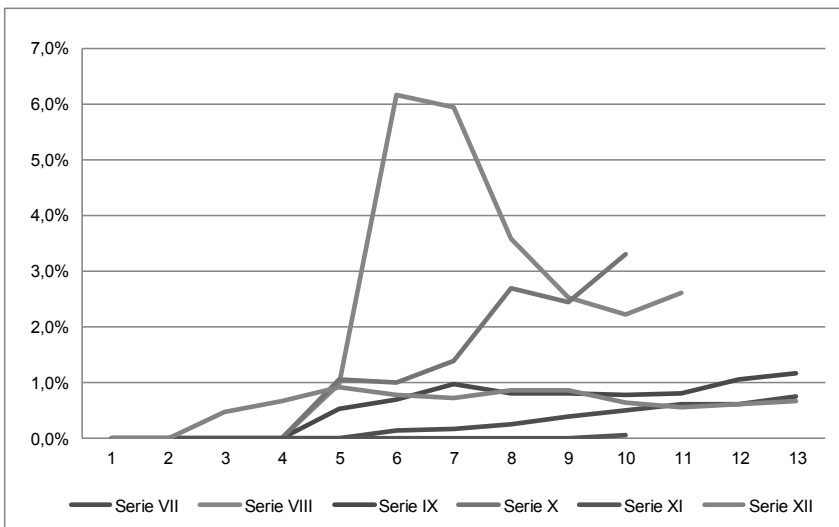
FF Mutual 17 de Enero: Mora mayor a 90 días de IPS (series securitizadas)



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

Gráfico 5

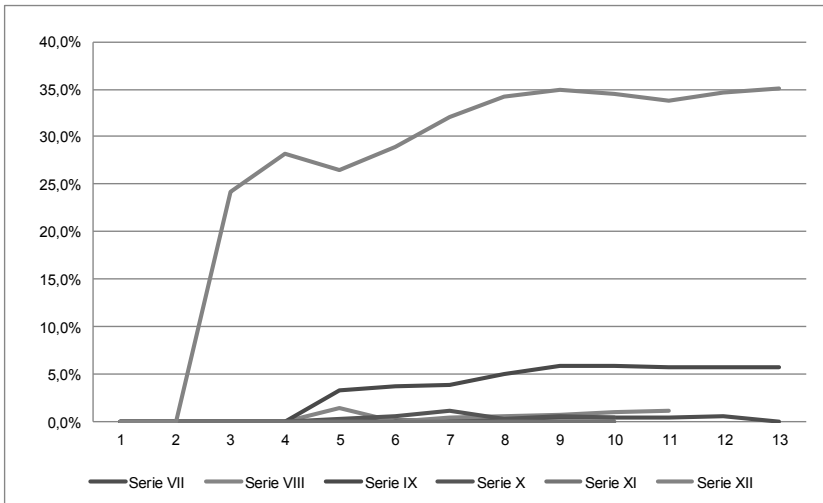
FF Mutual 17 de Enero: Mora mayor a 90 días de AMEMA (series securitizadas)



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

Gráfico 6

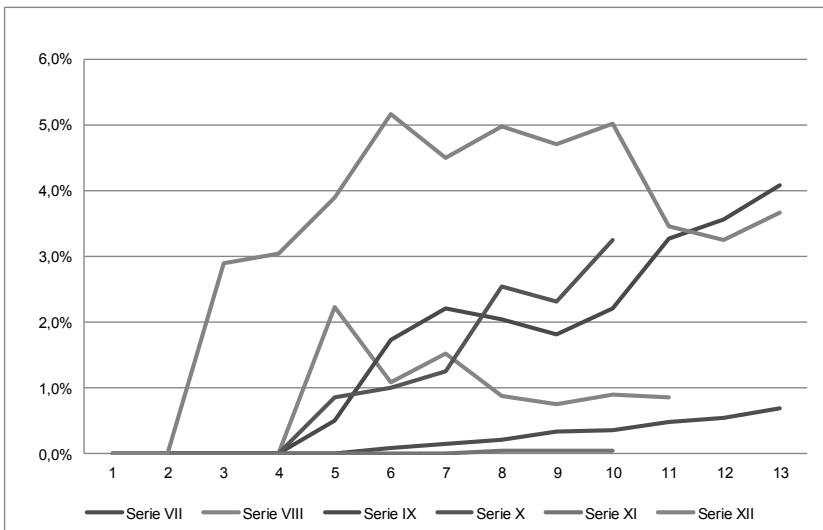
FF Mutual 17 de Enero: Mora mayor a 90 días de CBU (series securitizadas)



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

Gráfico 7

FF Mutual 17 de Enero: Mora mayor a 90 días de pago voluntario (series securitizadas)

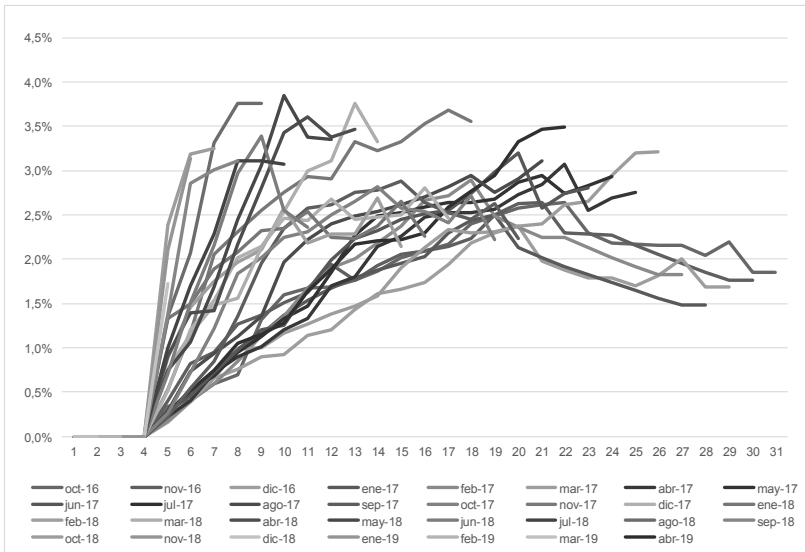


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Los siguientes gráficos presentan la evolución de la mora mayor a 90 días de la cartera total de AD Créditos dividida por producto y de la cartera total de AMOESYECBA, a abril de 2019.

Gráfico 8

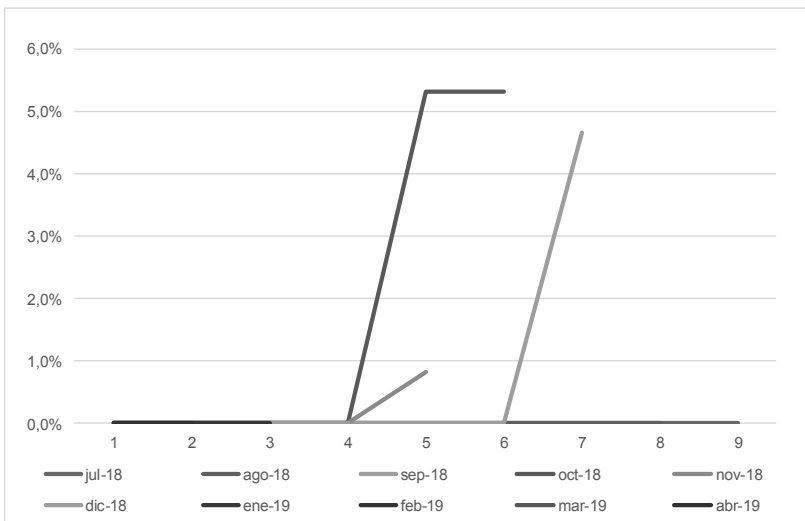
17 de Enero: Mora mayor a 90 días de AMOESYECBA (cartera total)



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

Gráfico 9

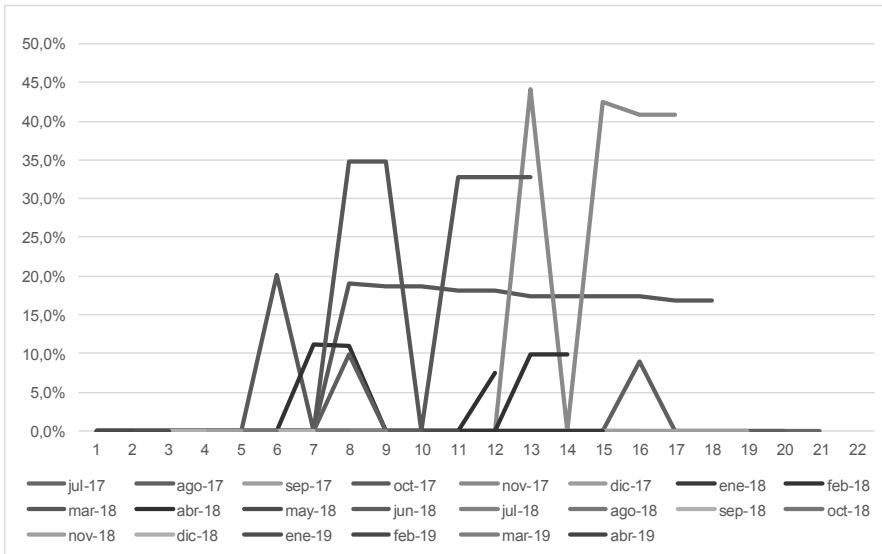
AD Créditos: Mora mayor a 90 días de CBU (cartera total)



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

Gráfico 10

AD Créditos: Mora mayor a 90 días de pago voluntario (cartera total)



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

Escenario Base de Pérdida

En primer lugar, hemos determinado un escenario base de pérdida por producto. Para IPS, AMEMA, CBU (17 de Enero) y pago voluntario (17 de Enero), hemos seleccionado el máximo de mora mayor a 90 días de series previamente securitizadas. Para AMOESYECBA, CBU (AD Créditos) y pago voluntario (AD Créditos) hemos tomado el máximo de mora mayor a 90 días de cartera total, y luego realizamos un ajuste adicional de 10% para incorporar la limitada información con la cual contamos para los mismos. Además, para los productos originados por AD Créditos aplicamos un 5% adicional relacionado a su falta de experiencia como administrador de créditos en series securitizadas.

Una vez determinados los escenarios base de pérdida por producto, calculamos un promedio ponderado por la participación inicial de saldo de capital de cada producto en la cartera securitizada para obtener un escenario base de pérdida inicial de 7,7%. Adicionalmente, realizamos un ajuste de 10% para incorporar las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían incrementar levemente los niveles de morosidad en los próximos meses. El escenario base de pérdida final es 8,5%.

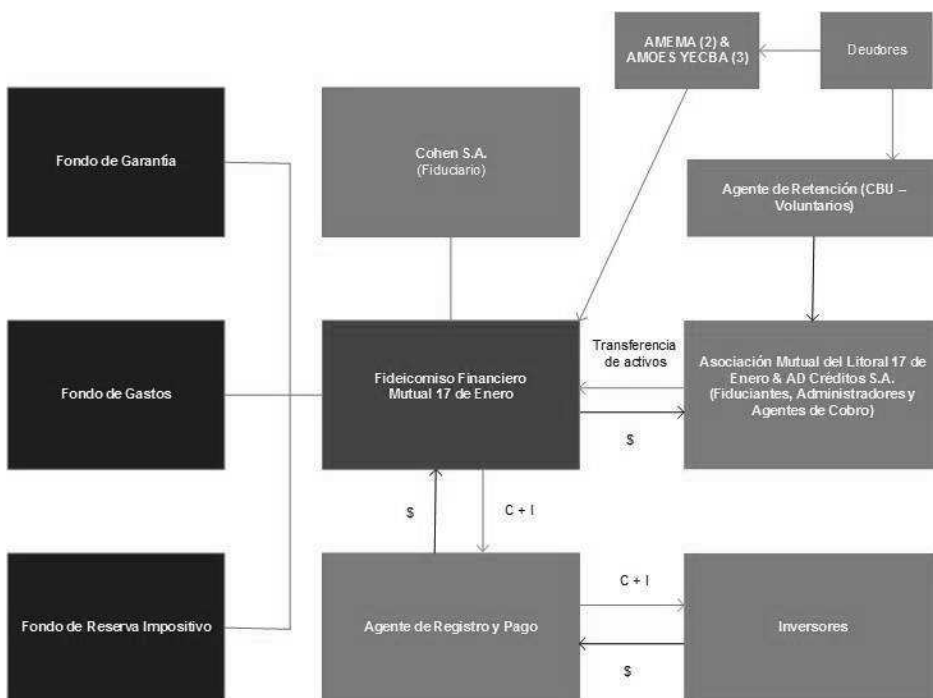
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF Clase A y los VDF Clase B son 1,9x y 1,8x, respectivamente. Los mismos incorporan un ajuste correspondiente por riesgo país para reflejar el mayor riesgo que poseen en general los países emergentes en comparación con países desarrollados. En particular para Argentina, el ajuste incorpora: alta inflación, bajo nivel de actividad medido como el crecimiento real del producto, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 11

Estructura del Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XIII



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

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

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

En cada fecha de pago el fiduciario distribuirá las sumas depositadas en la cuenta fiduciaria siguiendo el siguiente orden de prelación de pagos:

Mientras existan VDF Clase A:

- Fondo de gastos y fondo de garantía y en su caso a la reserva;
- Pago del interés correspondiente a los VDF Clase A;
- Pago de capital de los VDF Clase A;
- Liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor de los fiduciarios.

Cancelados los servicios de los VDF Clase A:

- Fondo de gastos, al fondo de garantía y en su caso a la reserva;
- Pago del interés correspondiente a los VDF Clase B;
- Pago de capital de los VDF Clase B;
- Liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor del fiduciarios.

Cancelados los servicios de los VDF Clase B:

- Fondo de gastos, al fondo de garantía y en su caso a la reserva;

- Una vez cancelados en su totalidad los conceptos indicados en los párrafos anteriores, y sólo en el supuesto que los fiduciantes ejerciere dicho derecho, a abonar a este último una suma equivalente a los gastos afrontados por el fiduciante;
- Pago de los intereses correspondientes a los VDF Clase C;
- Pago de capital de los VDF Clase C.

Cancelados los servicios de los VDF Clase C:

- Reintegro de la sobreintegración al fiduciante, de corresponder;
- Cualquier remanente existente será transferido al fideicomisario.

Gastos e Impuestos de la Transacción

Del producido de la colocación de los valores de deuda fiduciaria se detraerá la suma de \$ 100.000, que se asignará a un fondo de gastos destinado a cancelar los gastos deducibles. En cualquier momento en que el fondo de gastos se reduzca, se detraerá de los fondos percibidos de los créditos el monto necesario para restablecerlo. Cuando, según el fiduciario, el monto acumulado en el fondo de gastos fuese suficiente para pagar la totalidad de los gastos deducibles o cuando el fideicomiso finalice, el fondo de gastos será liberado a favor de los fiduciantes por hasta el monto retenido de la colocación.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los VDF A contarán con un aforo inicial del 24%, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido más las cobranzas acumuladas entre la fecha de determinación y la fecha de análisis. Los VDF B, por su parte, tendrán un aforo inicial del 14%. La transacción también contará con una sobreintegración de \$ 15.772.528, equivalente al 10% del valor fideicomitado.

Los valores de deuda fiduciaria se beneficiarán con el spread (diferencial) de tasas existente entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria.

Reservas

La presente emisión contará con un fondo de garantía que se constituirá con el producido de la colocación por un monto equivalente a \$ 2.750.000. 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 VDF A conforme al cuadro teórico de pagos de servicios. Una vez cancelados los VDF A, el fondo de garantía será equivalente a la suma de \$ 100.000 hasta la cancelación de los VDF B. 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 clase B.

Las cuentas necesarias para depositar los pagos 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 valores de deuda fiduciaria podría verse modificada ante la ocurrencia de un evento especial. De los eventos especiales que presenta la serie, se destacan principalmente los siguientes:

- Falta de pago de los servicios, según se estipula en el contrato;
- Si los bienes fideicomitados se viesen afectados física o jurídicamente de modo tal que resulte imposible que cumplan su función de garantía, y no pudiesen ser sustituidos por otros activos;
- Toda sentencia o laudo arbitral que restrinja la validez, vigencia, alcance y ejecutabilidad de los Documentos y del Contrato, y tenga por efecto una insuficiencia de los bienes fideicomitados para el pago de servicios en tiempo y forma;

- Si los agentes de recaudación, los Bancos CBU, las entidades de retención, el administrador, AMEMA o AMOESYECBA retuvieron indebidamente la cobranza y tal accionar tuviere por efecto una insuficiencia de los bienes fideicomitidos para cumplir con las fechas de pago de servicios.

Producido alguno de dichos eventos, el fiduciario deberá notificar de inmediato la existencia de un evento especial por medio de la autopista de información financiera, y convocar una asamblea extraordinaria de beneficiarios la cual decidirá sobre la liquidación o continuación del fideicomiso financiero.

Análisis del Flujo de Fondos

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, S&P Global Ratings realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma de los intereses y del capital a los inversores. Las variables analizadas para realizar el análisis del flujo de fondos fueron las siguientes:

- Timing de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron distribuidas en base al comportamiento histórico de las series previamente securitizadas.
- Retorno Anual Esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 45% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 47% para los valores de deuda fiduciaria clase B.
- Gastos Extraordinarios: Hemos asumido un 0,35% sobre el saldo de capital como gastos extraordinarios para contemplar cualquier omisión o subestimación de gastos por parte del emisor. Estos contemplan cualquier contingencia que pudiera ocurrir durante la vida del fideicomiso.

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a ser titulizada, para un escenario de calificación 'raAA (sf)', debían soportar un estrés financiero representado por una caída crediticia de 32,5% y de 19,8% para un escenario 'raA-(sf)'.

Análisis de Sensibilidad

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuáles serían los potenciales incrementos en el escenario base de pérdida ante cambios en la tasa de desempleo. De nuestro análisis sobre la información histórica disponible, entendemos que estas dos variables se encuentran altamente correlacionadas. El resultado del análisis fue que, en caso de un incremento en la tasa de desempleo de 1,9 puntos porcentuales, las calificaciones podrían sufrir un impacto a la baja. Sin embargo, al incorporar la estructura de amortización que resulta en niveles de subordinación creciente a lo largo de la vida de la transacción, no esperamos cambios en las calificaciones.

Riesgo de Contraparte

El análisis del riesgo de contraparte considera la exposición que tiene el fideicomiso a instituciones donde se mantienen cuentas claves o sobre aquellos participantes sobre los cuales recaen ciertas obligaciones con consecuencias directas sobre la transacción, como, por ejemplo: administrador de los activos securitizados, proveedor de contratos de derivados, etc.

Cuenta Fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Mariva S.A. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución.

Riesgo de Fungibilidad de los Activos

Hemos determinado el riesgo de fungibilidad de los activos como el monto equivalente a 3 veces la cobranza diaria dado que el 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 (PCTs de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCTs administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

PCTs de desempeño

| Participante | Rol | Responsabilidades principales |
|---|---|---|
| Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero | Fiduciante/ Administrador/ Agente de Cobro | Realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria |
| AD Créditos S.A. | Fiduciante/ Administrador/ Agente de Cobro | Realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria |

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

Tabla 3

Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

| Participante | Riesgo de Severidad | Riesgo de Portabilidad | Riesgo de Interrupción | PCT de respaldo |
|---|---------------------|------------------------|------------------------|-----------------|
| Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero | Alto | Alto | Moderado | No especificado |
| AD Créditos S.A. | Alto | Alto | Alto | |

Riesgo de Severidad

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado a la interrupción del servicio de los PCT ya que el criterio evalúa cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo al análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción por parte de 17 de Enero y AD Créditos S.A. en el desarrollo de sus funciones podría generar un rápido crecimiento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad para 17 de Enero y AD Créditos S.A. es ALTO.

Riesgo de Portabilidad

El segundo paso evalúa la posibilidad de que los PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la securitización considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente lo reemplazarían, el grado en que el contrato de la securitización es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para dar por terminado el servicio del PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para 17 de Enero y AD Créditos S.A. es considerado ALTO.

Riesgo de Interrupción

Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones –específicamente,

los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si el PCT tiene valor de franquicia. El análisis del riesgo de interrupción para 17 de Enero es considerado MODERADO y para AD Créditos S.A. 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 se ha contado con la colaboración de los asesores legales del fideicomiso y de los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Prospecto de Oferta Pública - Programa Global de Valores Fiduciarios COHEN
- Suplemento de Prospecto preliminar Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XIII
- Opinión Legal provista por Nicholson y Cano Abogados

S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión.

Aislamiento de los Activos

El análisis legal se ha realizado teniendo en consideración las siguientes normas: el Código Civil y Comercial de la Nación, la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831) y la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440). Consideramos que la venta de los activos del fiduciante al fideicomiso representa una venta verdadera bajo el régimen legal aplicable, y que los mismos constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante.

Riesgo de Insolvencia en Entidades de Propósito Específico

Para evaluar el aislamiento del riesgo de insolvencia, S&P Global Ratings toma en consideración los siguientes factores: restricciones sobre objetos y poderes, limitaciones de deuda, directores independientes, restricciones para fusión o reorganización, limitaciones en las modificaciones a documentos de constitución, disociación, y derechos reales de garantía sobre los activos. Luego del análisis de la documentación consideramos que los aspectos legales del fideicomiso respaldan el aislamiento del riesgo de insolvencia.

Síntesis Metodológica de Calificación

Metodología de Calificación de S&P Global Ratings para Financiamiento Estructurado - Argentina

Fuentes de Información

- Documentos legales de fecha 05 de junio de 2019, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión Legal provista por los asesores legales de fecha 02 de mayo de 2019, disponible en San Martín 140, Piso 14°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por los fiduciantes de fecha 30 de abril de 2019, disponibles en Córdoba 1060 piso 2°, oficina 1, Rosario, Santa Fe, Argentina (Asociación Mutual 17 de Enero) y Córdoba 1452, piso 5°, oficina 5, Rosario, Santa Fe, Argentina (AD Créditos S.A.)
- Información provista por el organizador de fecha 05 de junio de 2019, disponible en Juncal 1311 piso 4° (AdCap Securities Argentina S.A.), Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

Definiciones de Calificación

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

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

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

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.

raA: Una obligación calificada 'raA', es algo más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores. Sin embargo, la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

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

Servicios Afines

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

Definición de Incumplimiento

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

Copyright © 2019 por S&P Global Ratings. Todos los derechos reservados.

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

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

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

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

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capitaliq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

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 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.