

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

Fideicomiso Financiero AMFAyS - Serie 32

09 de mayo de 2019

Este reporte está basado en información provista a febrero 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

CONTACTO ANALÍTICO SECUNDARIO

Facundo Chiarello
Director
Buenos Aires
+54-11-4891-2134
facundo.chiarello
@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	raAAA (sf)	76.999.053	B+300 bps [Min 34%; Max 43%]	16,2%	Junio 2023
VDF B	raA+ (sf)	10.947.733	B+400 bps [Min 35%; Max 44%]	4,3%	Junio 2023
VDF C	Sin Calificación	36.492.442	31%	-	Junio 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, de los VDF B y de los VDF C puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio simple de las últimas 10 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.

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Mayo 2019
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el Consejo Directivo de Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad en su reunión del día 01 de octubre de 2018
Activo Subyacente	Préstamos personales originados por Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad
Fecha de vencimiento esperada	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 30 de abril de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 01 de junio de 2020 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 31 de mayo de 2021

Participantes

Fiduciario	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro	Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad
Organizador	Estructuras y Mandatos S.A.
Co-Organizador	Sufisa S.A.
Agente de Control y Revisión	Guido Nicolás Almoño
Asesores Legales	Estudio Petitto, Abogados S.R.L.
Administrador Sucesor	Adsus – Almoño G. y Asociados S.A.

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 del fiduciante, 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 16,2% y 4,3%, 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 14,8% 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 43,2% y 36,4%, 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 semi-secuencial de pagos implica que solo se pagarán intereses y capital de los valores de deuda fiduciaria clase A e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta cancelarse totalmente los valores de deuda fiduciaria clase A. Una vez completamente repagados los mismos, se procederá al pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B. Por último, se cancelarán los valores de deuda fiduciaria 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 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 al administrador general de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

Riesgos Operativos y Administrativos: Hemos analizado a Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad por su rol como fiduciante, administrador y agente 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. El administrador posee adecuados sistemas de cobranza y 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.

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 del fiduciante y del fiduciario por lo que se encuentran exentos de la acción legal de los acreedores de tales partes.

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

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria clase A y clase B 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.

Por pedido expreso del originador y del organizador, los valores de deuda fiduciaria clase C no cuentan con calificación de riesgo.

Estructura Financiera del Fideicomiso

Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad (AMFAyS) transfirió en forma irrevocable a TMF Trust Company (Argentina) S.A. una cartera de préstamos personales denominados en pesos originados por el fiduciante. La cartera será cedida a una tasa de descuento equivalente al 38%. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A, valores de deuda fiduciaria clase B y valores de deuda fiduciaria clase C. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria será a los 90 días del vencimiento del crédito de mayor plazo.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciante

AMFAYs es una mutual que inició sus actividades en 1995 que otorga servicios de ayuda económica y se encuentra controlada por el Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social.

AMFAYs brinda servicios y beneficios a sus asociados como subsidios, asesoramiento jurídico, créditos personales, créditos para consumo, turismo, proveeduría, tarjetas de consumo con descuentos en combustibles y compras en comercios adheridos. Además de su casa central ubicada en la Ciudad de Buenos Aires, AMFAYs cuenta con canales de comercialización distribuidos en las provincias de Buenos Aires, Salta, Chaco, Misiones, Corrientes, Rosario, Santa Fe, Córdoba, La Rioja, Neuquén y Santa Cruz.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitido estará compuesto por préstamos personales denominados en pesos originados por el fiduciante. Los préstamos son otorgados a empleados de la Administración Pública Nacional según lo establecido en el decreto PEN 14/2012, a jubilados y pensionados según el régimen de código de descuento de ANSES, y a otras personas físicas cuyo pago se efectúa a través del convenio CBU suscripto por el fiduciante con el Banco de la Nación Argentina.

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

Tabla 1

Características de la Cartera Inicial

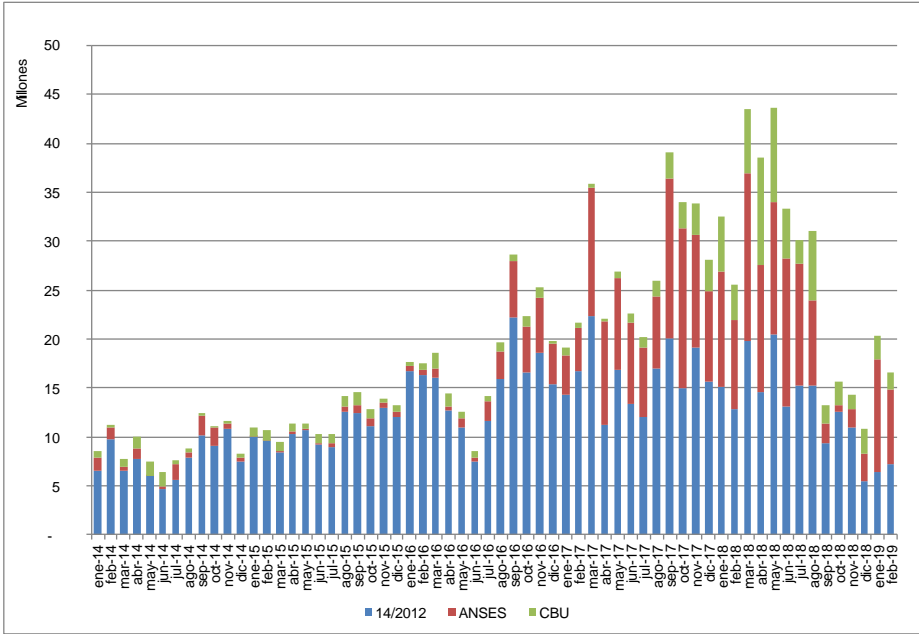
Concepto	Decreto PEN 14/2012	ANSES	CBU
Saldo de capital	50.711.143	28.756.796	12.431.811
Intereses a devengar	57.539.427	35.275.948	13.161.194
Tasa promedio de la cartera ponderada por capital	72,6%	74,2%	110,0%
Créditos cedidos	1.281	4.107	380
Cliente cedidos	1.231	3.154	363
Saldo de capital por cliente (promedio)	41.195	9.118	34.247
Importe cuota (promedio)	3.566	671	4.565
Vida remanente ponderada por saldo de capital	25,2	25,6	16,4
Participación en la cartera inicial sobre el saldo de capital	55,2%	31,3%	13,5%

Comportamiento Histórico de los Activos

El siguiente cuadro presenta la evolución de los niveles de originación de AMFAYs por tipo de activo desde enero de 2014 hasta febrero de 2019. Desde la segunda mitad de 2018 y como consecuencia del contexto macroeconómico, la entidad modificó su estrategia de negocios reduciendo considerablemente los niveles de originación mensual. La cartera total de AMFAYs continúa concentrándose en la originación de los códigos 14/2012 y ANSES por sobre CBU.

Gráfico 1

AMFAYs: Evolución originación por tipo de activo



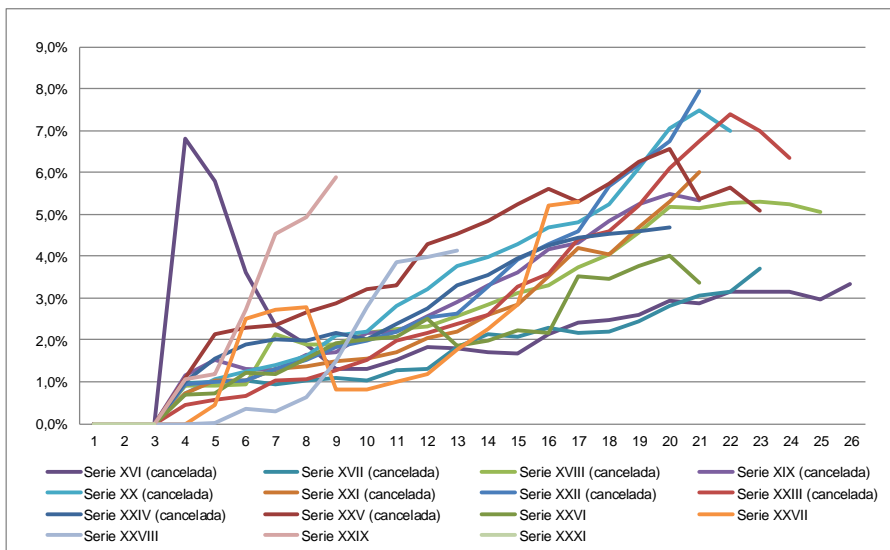
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero.
 Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso, analizamos la información estática de cartera total originada por el fiduciante y la información de series previamente securitizadas. 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.

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días de los Fideicomisos Financieros AMFAYs, dividido por tipo de activo, a febrero de 2019. Los niveles de atraso están calculados sobre el saldo de capital original de cada activo para cada una de las series previamente securitizadas. En términos generales, el desempeño de cada uno de los códigos se encuentra en línea con sus pares del mercado. A la fecha del presente informe, las series 1 a 25 fueron repagadas en tiempo y forma.

Gráfico 2

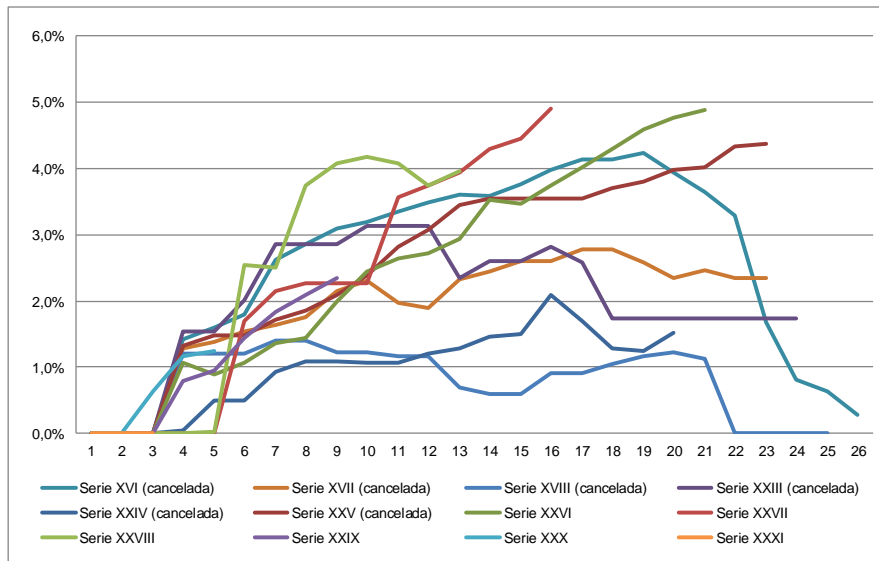
FF AMFAYs: Mora mayor a 90 días de PEN 14/2012 (series securitizadas)



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

Gráfico 3

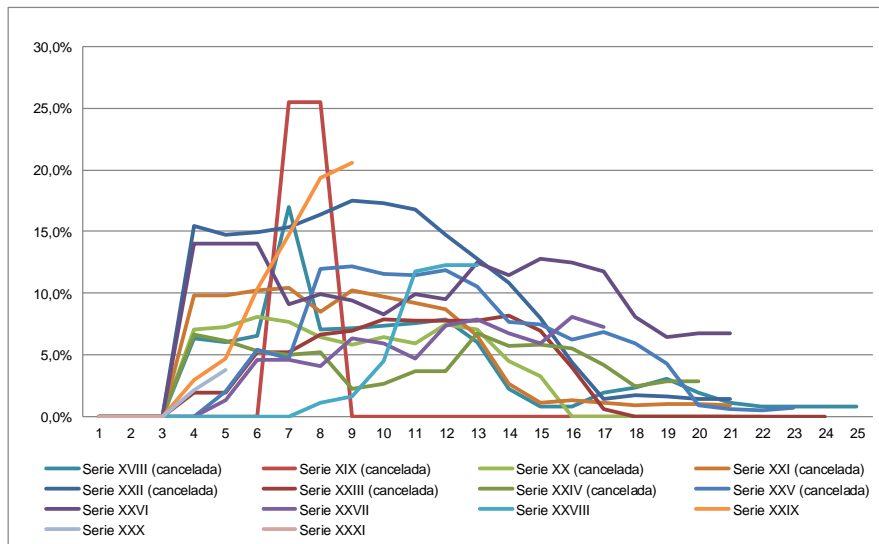
FF AMFayS: Mora mayor a 90 días de ANSES (series securitizadas)



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

Gráfico 4

FF AMFayS: Mora mayor a 90 días de CBU (series securitizadas)



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

Escenario Base de Pérdida

En primer lugar, hemos determinado un escenario base de pérdida para cada tipo de activo, seleccionando el máximo de mora mayor a 90 días alcanzado en una serie previamente securitizada. Luego, calculamos el promedio ponderado por la participación de cada activo sobre el saldo de capital de la cartera securitizada, para obtener un escenario de pérdida inicial de 8,8%. Finalmente, realizamos

un ajuste de 25% para incorporar los crecientes niveles de mora que podrían continuar incrementándose como consecuencia del contexto macroeconómico actual. El escenario base de pérdida final es 11%.

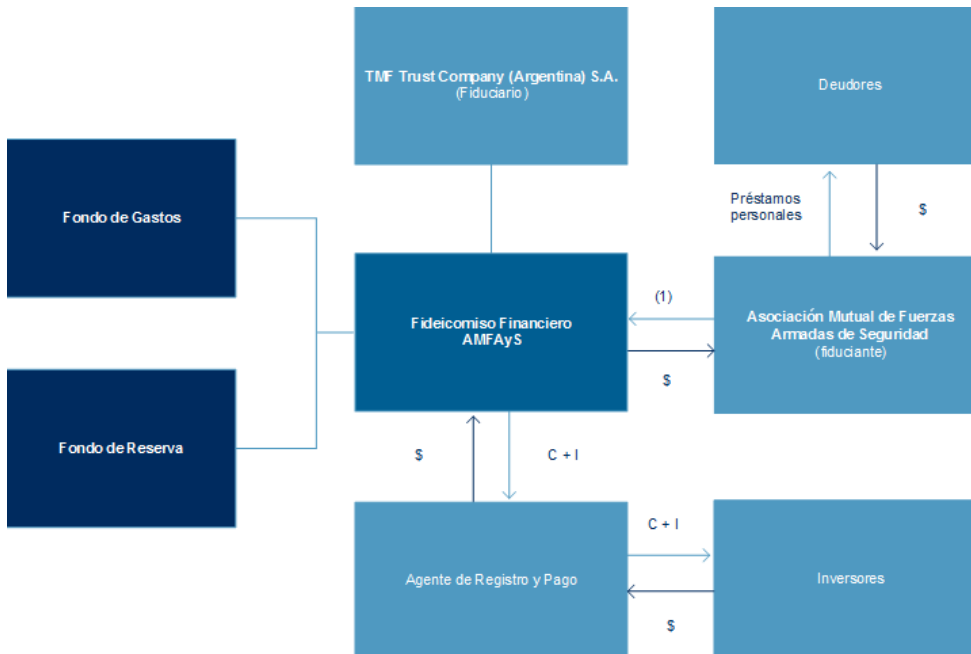
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF A y los VDF B son 3,8x y 3,1x, respectivamente. Estos factores incorporan un ajuste correspondiente por riesgo país para reflejar el mayor riesgo que poseen los países emergentes en comparación con los países desarrollados. En particular para Argentina, el ajuste incorpora: alta inflación, bajo nivel de actividad medido como el crecimiento real al producto, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 5

Estructura del Fideicomiso Financiero AMFAyS - Serie 32



C+I: Pago de capital e interés

(1) Cesión de cartera de préstamos personales originados por AMFAyS

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 se encuentren vigentes los valores de deuda fiduciaria clase A:

- Recomposición del fondo de gastos
- Pago de los gastos deducibles
- Recomposición del fondo de reserva
- Recomposición del fondo de reserva impositivo (de corresponder)
- Pago de intereses de los valores de deuda fiduciaria clase A
- Pago de intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B

- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase A
- Liberación de los fondos que excedan el monto mínimo del fondo de reserva para los valores de deuda fiduciaria clase A a favor del fiduciante

Cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A:

- Recomposición del fondo de gastos
- Pago de los gastos deducibles
- Recomposición del fondo de reserva
- Recomposición del fondo de reserva impositivo (de corresponder)
- Pago de intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B
- A la liberación de los fondos que excedan el monto mínimo del fondo de reserva para los valores de deuda fiduciaria clase B a favor del fiduciante

Cancelados los valores de deuda fiduciaria clase B:

- Recomposición del fondo de gastos
- Pago de los gastos deducibles
- Recomposición del fondo de reserva impositivo (de corresponder)
- Pago de intereses de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase C

Luego de cancelados íntegramente los valores de deuda fiduciaria clase C:

- Reintegro de la sobreintegración al fiduciante (de corresponder)
- Cualquier remanente existente será transferido al fideicomisario

Gastos e Impuestos de la Transacción

El fiduciante integrará un fondo de gastos que inicialmente será equivalente a la suma de \$ 65.000. El fondo de gastos estará destinado a cubrir los gastos deducibles del fideicomiso, que incluyen, entre otros, la remuneración del fiduciario, del agente de registro y pago, los honorarios y gastos de los auditores, contadores, calificadora de riesgo y demás asesores legales, los gastos y comisiones bancarios respectivos, los derechos y aranceles, y las tasas o contribuciones requeridos por la CNV. En cualquier momento en que el fondo de gastos se reduzca hasta representar un importe menor al monto indicado, el fiduciario detraerá de las cobranzas el monto necesario para restablecer el fondo de gastos en dicho límite, salvo que el fiduciario estimara fundadamente que las sumas acumuladas en dicho fondo son suficientes para el pago de los gastos que se devenguen hasta la finalización del fideicomiso. Al vencimiento del fideicomiso, de existir remanente, el fondo de gastos será restituido al fiduciante.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los VDF A contarán con un aforo inicial del 16,2%, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido. Los VDF B, por su parte, tendrán un aforo inicial del 4,3%. Además, la transacción también contará con una sobreintegración de \$ 21.530.541, equivalente a 14,8% 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 reserva para los valores de deuda fiduciaria, el cual se constituirá con fondos provenientes de la colocación de los títulos. Inicialmente, el fondo de reserva se conformará por \$ 5.000.000. A partir de la primera fecha de pago de servicios, será equivalente a la suma de los importes correspondientes a los dos próximos servicios de interés teórico de los VDF A y al próximo servicio de interés teórico de los VDF B. Una vez cancelados los VDF A, el fondo será equivalente a la suma de \$ 200.000, hasta la cancelación total de los VDF B.

Asimismo, podrá existir un fondo de reserva impositivo que, ante un supuesto de liquidación o extinción del fideicomiso, cubrirá el pago de los impuestos aplicables al fideicomiso devengados hasta la fecha de su liquidación. El monto del fondo de reserva impositivo será determinado por el fiduciario según las normas impositivas vigentes con opinión de un asesor impositivo independiente. Una vez que dicho monto sea asignado, S&P Global Ratings lo evaluará en el contexto del análisis del flujo de los fondos de la cartera.

Las cuentas necesarias para depositar los pagos de los créditos titulizados, así como las cuentas necesarias para el depósito de los fondos de reserva 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.
- Falta de cumplimiento en tiempo y forma por parte del fiduciante y/o del administrador de cualquier obligación establecida en el contrato, cuyo incumplimiento afecte en forma significativa al fideicomiso.
- Cualquier impugnación, judicial o extrajudicial, por parte de terceros a la validez, vigencia, alcance y ejecutabilidad de la documentación de los préstamos y del contrato, comprendiendo cualquier acto o reclamación tendiente a obtener la modificación, rescisión o resolución de la cesión fiduciaria de los activos fideicomitados, conforme fuera informado por el administrador al fiduciario dentro de las 24 horas de notificada la impugnación.
- Durante dos períodos de devengamiento consecutivos la cobranza de la cartera fuera inferior al 50% de los vencimientos exigibles de dicha cartera para dichos períodos de devengamiento consecutivos.

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 18 meses, 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 43% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 44% 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 'raAAA (sf)', debían soportar un estrés financiero representado por una caída crediticia de 43,2% y de 36,4% 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 Vooi 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 de las Fuerzas Armadas y de Seguridad	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

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Moderado	Alto	Alto	No aplica

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 al análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción por parte de Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad en el desarrollo de sus funciones podría generar un leve 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 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 Asociación Mutual de las Fuerzas Armadas y de Seguridad es considerado ALTO.

Riesgo de Interrupción

Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones —específicamente, los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si el PCT tiene valor de franquicia. Como parte del análisis de este riesgo también hemos analizado la evolución de los estados contables de los últimos 3 años. El análisis del riesgo de interrupción es considerado ALTO.

PCT de respaldo

Debido a que las calificaciones otorgadas a los VDF no se encuentran limitadas por el presente análisis, no hemos realizado un análisis sobre el 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 AMFAyS
- Suplemento de Prospecto preliminar Fideicomiso Financiero AMFAyS – Serie 32
- Contrato preliminar Fideicomiso Financiero AMFAyS – Serie 32
- Opinión Legal provista por Estudio Petitto, 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 03 de mayo de 2019, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión Legal provista por los asesores legales de fecha 15 de marzo de 2019, disponible en Sarmiento 348, Piso 3°, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el fiduciario de fecha 28 de febrero de 2019, disponible en Av. Chiclana 3345, 5° Piso, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por el asesor financiero de fecha 28 de febrero de 2019, disponible en 25 de Mayo 195, 5° Piso, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

Definiciones de Calificación

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

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

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

raAAA: Una obligación calificada 'raAAA' tiene la calificación crediticia más alta que otorga S&P Global Ratings en escala nacional. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es extremadamente fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

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.

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 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 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.