

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial:

Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XV

6 de mayo de 2021

Este reporte está basado en información provista a febrero de 2021. 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 Fernández Gil
Directora Asociada
Buenos Aires
+(54) 11 4891-2162
daniela.fernandez
@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 145.424.289	B+200 bps [Min 34%; Max 44%]	15,3%	Mayo 2025
VDF B	raA- (sf)	Hasta 8.389.863	B+300 bps [Min 35%; Max 45%]	10,4%	Mayo 2025
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 33.559.451	35% n.a.	-	Mayo 2025

(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 de tasas de interés pagadas por el total de los bancos privados para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por períodos de entre 30 y 35 días informada por el BCRA. "bps" equivale a puntos básicos. "n.a." equivale a nominal anual.

(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 SECUNDARIO

Facundo Chiarello
Director
Buenos Aires
+(54) 11 4891-2134
facundo.chiarello

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Junio 2021
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el consejo directivo de Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero en sus reuniones de fecha 10 de octubre de 2018 y 12 de marzo de 2021, y por el directorio de AD Créditos S.A. en su reunión de fecha 16 de marzo de 2021.
Activo Subyacente	Préstamos personales originados por Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero y por AD Créditos S.A.
Fecha de vencimiento esperada (considerando la tasa de interés mínima)	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 22 de agosto de 2022 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 20 de septiembre de 2022 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 20 de junio de 2023

Participantes

Fiduciario/Organizador	Cohen S.A.
Fiduciarios/Administradores/Agentes de Cobro	Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero y AD Créditos S.A.
Organizador	AdCap Securities Argentina S.A.
Agentes de Cobro Complementario	Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes de Rosario y Asociación Mutual Obreros, Empleados de la Salud y Educación de la Ciudad de Buenos Aires.
Agentes de Recaudación	Gire S.A. y Servicio Electrónico de Pago S.A.
Agente de Control y Revisión	Cr. Ignacio Manuel Valdez
Asesor Legal	Nicholson y Cano S.R.L.

Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XV

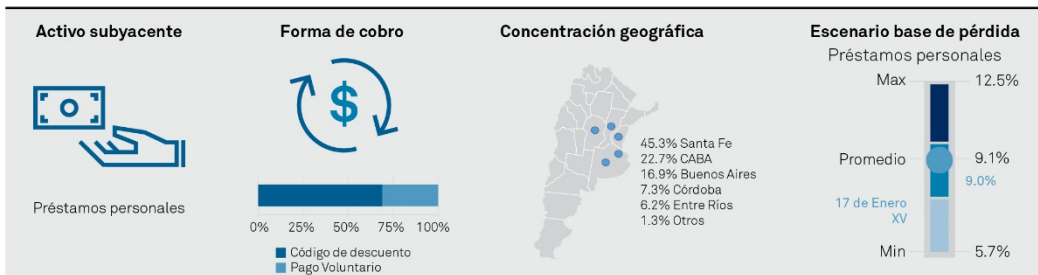
AD Créditos lidera la originación y reafirma su política de riesgo a través de participación equilibrada entre códigos de descuento regionales y pago voluntario.

Estructura de capital

ARS 187 millones



	VDF A	VDF B	VDF C
Calificación	raAA (sf)	raA- (sf)	raCCC (sf)
Subordinación real	15.3%	10.4%	-9.1%
Tasa de interés máxima	44.0%	45.0%	35.0%



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Fundamento de la Calificación

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 fiduciarios, el comportamiento de las series previamente securitizadas, y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de calificación, 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 15,3% y 10,4%, 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 16,3% del valor fideicomitido, 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 22,1% y 18,0%, respectivamente.

Mecánica del Flujo de Fondos: Hemos aplicado una prueba de estrés sobre 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 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 que los valores de deuda fiduciaria clase A estén completamente repagados, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B. Por último, se cancelarán los valores de deuda fiduciaria clase C. Este tipo de estructura les 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.

Riesgo Soberano: En nuestra opinión, los valores fiduciarios respaldados por préstamos otorgados a empleados públicos y/o pensionados tienen una sensibilidad 'alta' frente al riesgo de incumplimiento soberano. Nuestra opinión se basa en los lineamientos que detalla nuestra metodología de "Incorporación del riesgo soberano para calificar instrumentos de Financiamiento Estructurado: Metodología y supuestos", publicado el 30 de enero de 2019.

Riesgos de Contraparte: Consideramos que, de acuerdo con 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 Mutua 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 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.

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. 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.

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.

Estructura Financiera del Fideicomiso

Asociación Mutuo del Litoral 17 de Enero y AD Créditos S.A. transfirieron en forma irrevocable a Cohen S.A. una cartera no revolvente de préstamos personales denominados en pesos originados 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 35%. 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

Asociación Mutuo del Litoral 17 de Enero (17 de Enero) es una mutuo 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 intermutuo 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 intermutuo 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, 17 de Enero cuenta con una amplia presencia geográfica en Argentina.

AD Créditos S.A. (AD Créditos) 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 tercera en la cual AD Créditos S.A. participa como fiduciante, administrador y agente de cobro.

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, y a otras personas cuya cobranza se recibe mediante pago voluntario.

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

Tabla 1

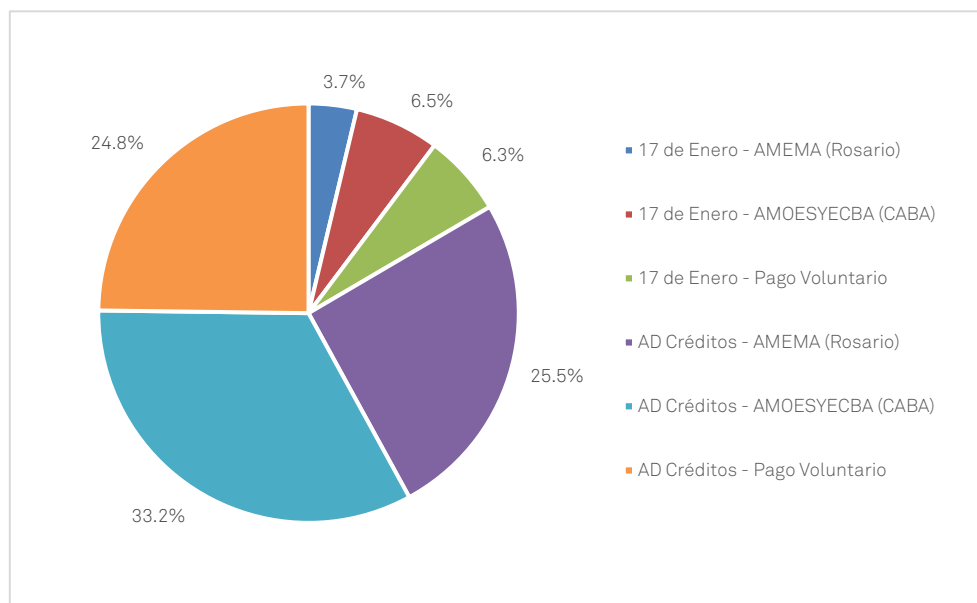
Características de la Cartera Inicial

Concepto	17 de Enero	AD Créditos
Saldo de Capital (ARS)	28.395.144	143.297.309
Saldo de Interés (ARS)	13.542.741	97.292.802
Cantidad de operaciones	956	1.899
Cantidad de cuentas	956	1.899
Saldo de capital por operación (ARS)	29.702	75.459
Importe de cuota promedio (ARS)	3.546	6.111
Plazo original promedio (meses)	32,3	31,2
Vida remanente promedio (meses)	14,2	27,0
Participación del fiduciante sobre el saldo de capital total	16,5%	83,5%

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

Gráfico 1

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



AMEMA: Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes.

AMOESYECBA: Asociación Mutual Obreros, Empleados De La Salud Y Educación De La Cdad. De Bs. As.

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

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

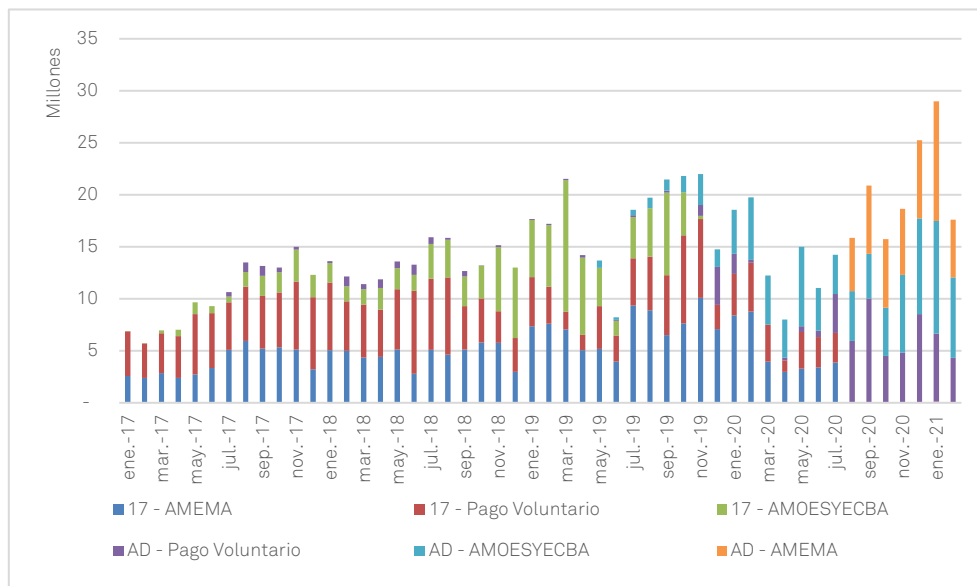
Comportamiento Histórico de los Activos

Los siguientes gráficos presentan la evolución de los niveles de originación por producto para 17 de Enero y AD Créditos, respectivamente, hasta febrero de 2021. Cuando analizamos la originación de ambas empresas en conjunto, desde la segunda mitad de 2019 y como consecuencia del deterioro del contexto macroeconómico, el volumen de originación se mantuvo relativamente estable en términos nominales. Por otro lado, la contracción en la originación en marzo y abril de 2020 responde al impacto de las medidas de aislamiento social, preventivo y obligatorio implementadas por el gobierno nacional para contener la expansión del COVID-19. A partir de mayo de 2020, el volumen de originación comenzó a recuperarse.

Con respecto a la originación por entidad, es importante destacar que, a partir de agosto de 2020, el 100% del volumen originado corresponde a AD Créditos. Esto responde a la estrategia corporativa de canalizar todas las nuevas originaciones a través de AD Créditos. AD Créditos ya había comenzado a trabajar con el código AMOESYECBA a partir de mayo de 2019, y a partir de agosto de 2020, comenzó a trabajar con el código AMEMA. Este último será securitizado por primera vez en la serie bajo análisis.

Gráfico 2

17 de Enero y AD Créditos: Evolución originación por producto



17: Asociación Mutual del Litoral 17 de Enero

AD: AD Créditos S.A.

AMEMA: Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes,

AMOESYECBA: Asociación Mutual Obreros, Empleados De La Salud Y Educación De La Cdad. De Bs. As.

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

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

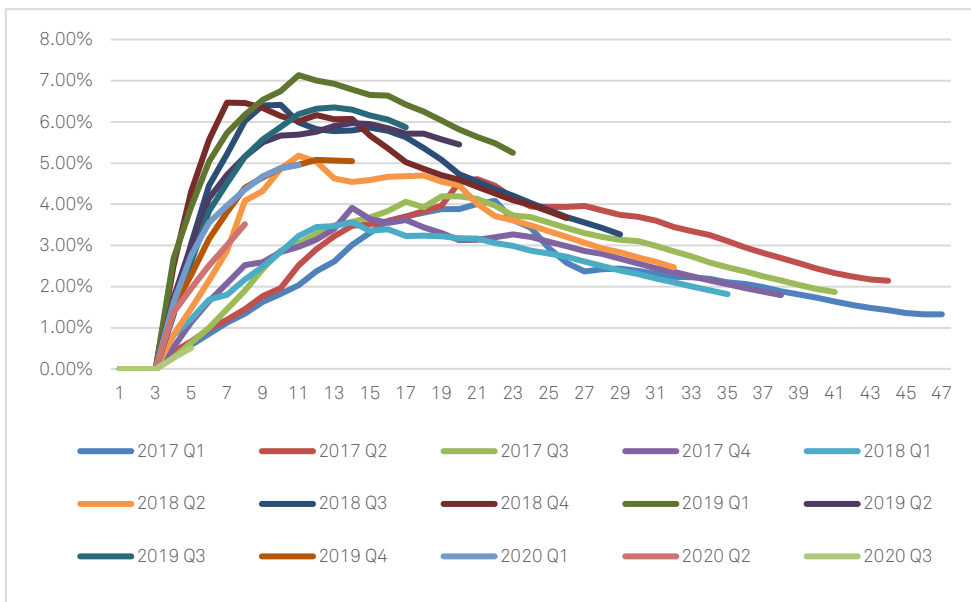
Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso, analizamos la información estática de cartera total originada por los fiduciantes y la información de series previamente securitizadas. Consideramos que la información disponible de cartera total permite definir de manera adecuada el escenario base de pérdida. Con respecto a los préstamos originados por AD Créditos S.A. y cuyo cobro se realiza mediante el código AMOESYECBA y

mediante el código AMEMA, en base a la limitada información histórica disponible, hemos resuelto utilizar la información del cada código de 17 de Enero para definir el escenario base de pérdida inicial.

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días por producto sobre la cartera total de cada fiduciante a febrero de 2021. En todos los casos notamos que, para las cosechas más recientes, la mora comienza a evidenciarse más tempranamente en la vida del crédito. Hemos incorporado este comportamiento en la curva de pérdida aplicada a esta serie.

Gráfico 3

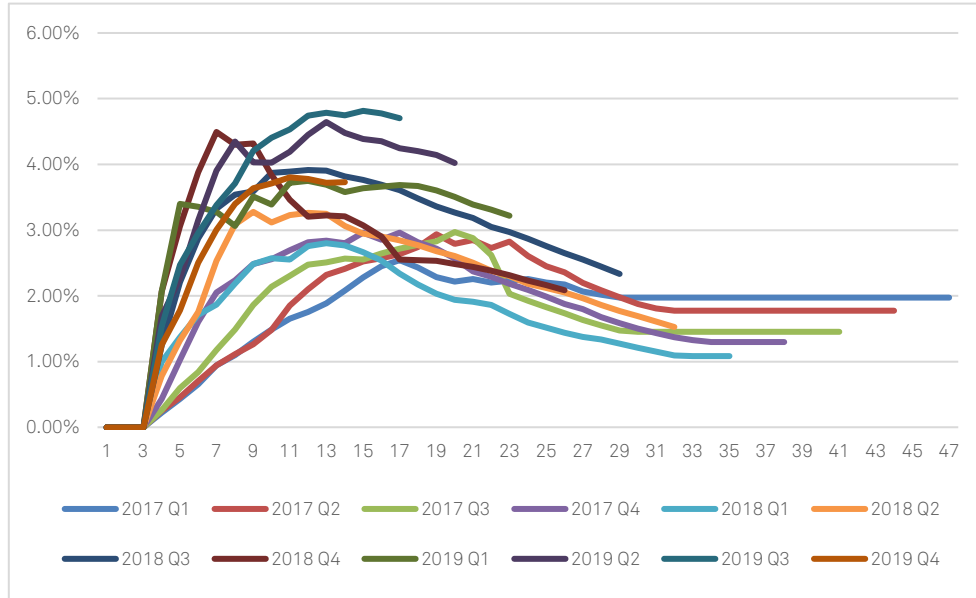
17 de Enero: Mora mayor a 90 días de AMEMA (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 4

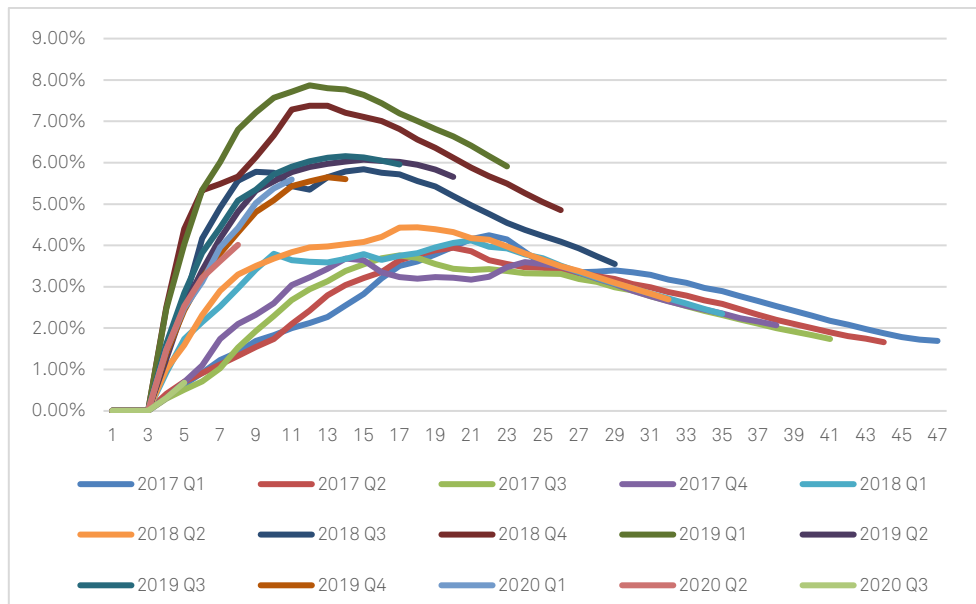
17 de Enero: Mora mayor a 90 días de AMOESYECBA (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 5

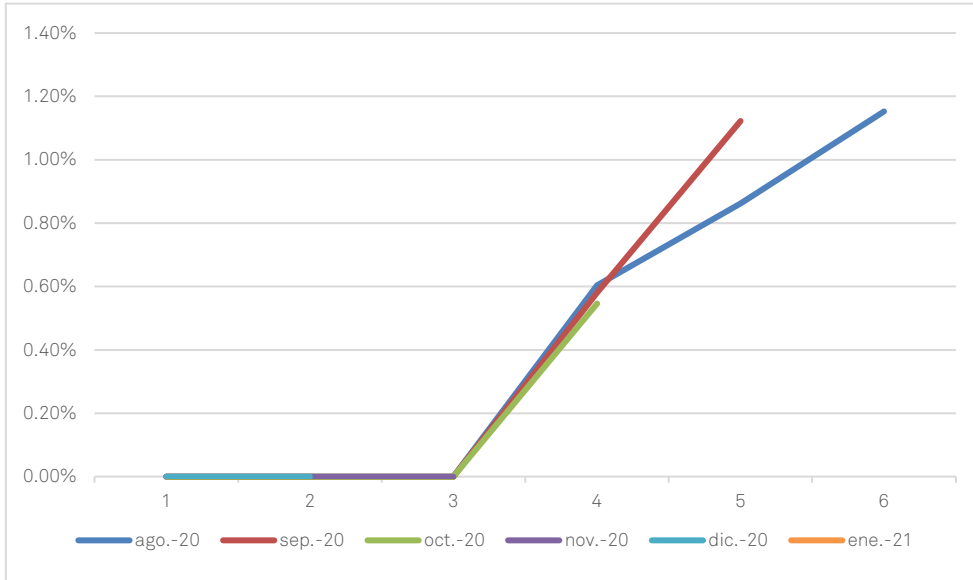
17 de Enero: Mora mayor a 90 días de pago voluntario (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 6

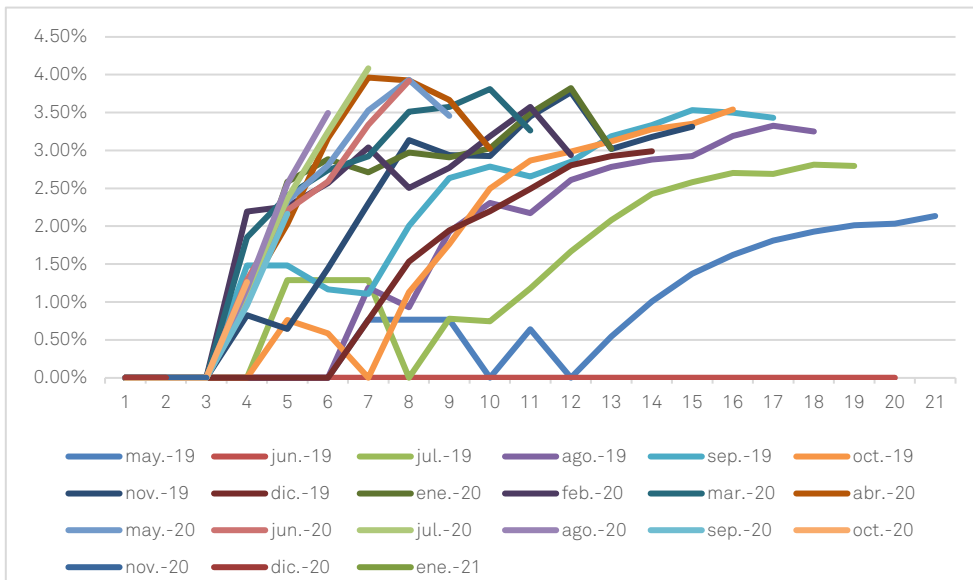
AD Créditos: Mora mayor a 90 días de AMEMA (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 7

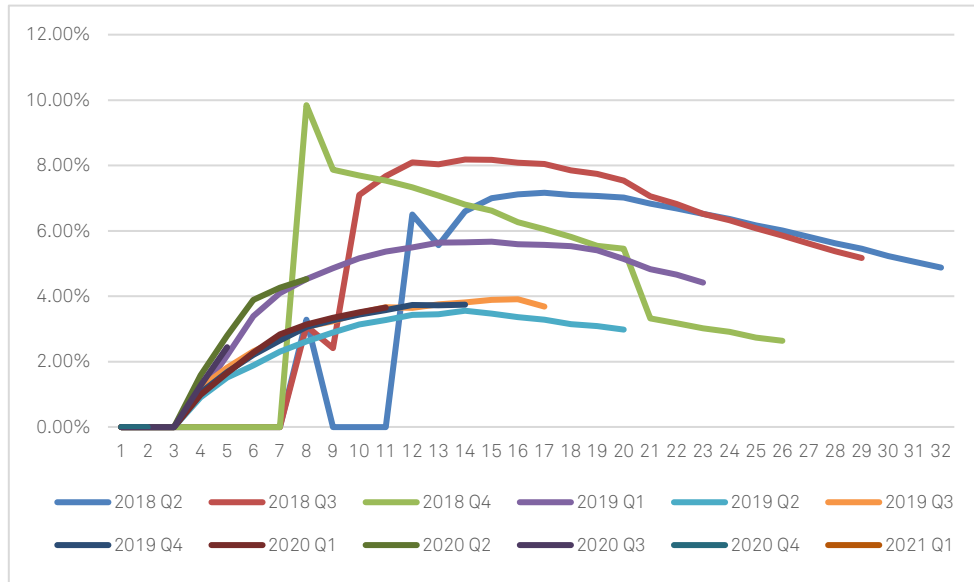
AD Créditos: Mora mayor a 90 días de AMOESYECBA (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 8

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 © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Escenario Base de Pérdida

Para determinar el escenario base de pérdida, hemos comenzado seleccionando para cada producto el máximo de mora mayor a 90 días de cartera total como escenario base de pérdida inicial. Para los préstamos originados por AD Créditos S.A. mediante el código AMOESYECBA y el código AMEMA, hemos tomado el máximo de mora mayor a 90 días alcanzado para el mismo producto, pero originado por 17 de Enero.

Luego, calculamos el 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 6,9%. Adicionalmente, realizamos un ajuste de 30% para incorporar las desafiantes condiciones macroeconómicas que consideramos podrían tener un impacto negativo en la capacidad de repago de los deudores. El escenario base de pérdida final es 9,0%.

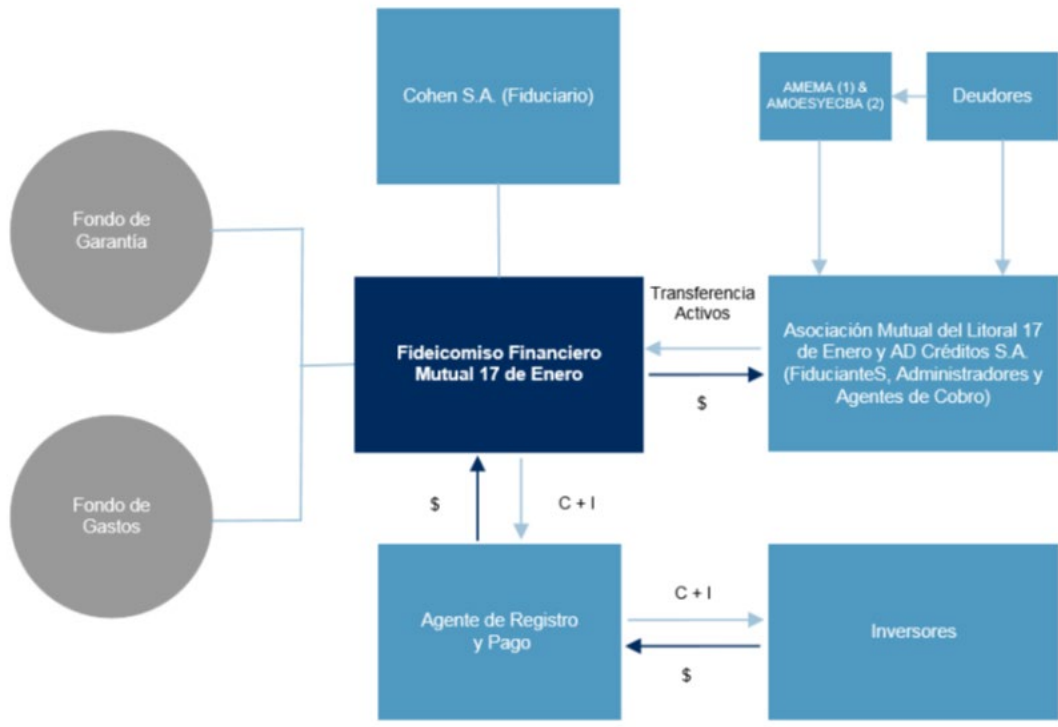
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF A y los VDF B son 2,2x y 2,0x, 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 9

Estructura del Fideicomiso Financiero Mutual 17 de Enero XV



(1) Asociación Mutual de Empleados Municipales y Adherentes,

(2) Asociación Mutual Obreros, Empleados De La Salud Y Educación De La Cdad. De Bs. As.

C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2021 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

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

Mientras existan los VDF A:

- Al fondo de gastos, al fondo de garantía y en su caso a la reserva
- Al pago de interés correspondiente a los VDF A
- Al pago de capital de los VDF A
- A la liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor de los fiduciarios

Cancelados los servicios de los VDF A:

- Al fondo de gastos, al fondo de garantía y en su caso a la reserva
- Al pago del interés correspondiente a los VDF B

- Al pago de capital de los VDF B
- A la liberación de los fondos que excedan el fondo de garantía a favor de los fiduciarios

Cancelados los servicios de los VDF B:

- Al 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 fiduciarios ejercieran dicho derecho, a abonar a este último una suma equivalente a los gastos afrontados por los fiduciarios
- Al pago de los intereses correspondientes a los VDF C
- Al pago de capital de los VDF C

Cancelados los servicios de los VDF C:

- Al reintegro de la sobreintegración a los fiduciarios, 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 ARS300.000, 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 fiduciarios por hasta el monto retenido de la colocación.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los VDF A contarán con un aforo inicial del 15,3%, 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 10,4%. La transacción también contará con una sobreintegración de ARS36.356.072, equivalente al 16,3% 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 ARS4.000.000. A partir del primer pago de servicios, el importe del fondo de garantía será equivalente al próximo servicio 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 ARS200.000 hasta la cancelación de los VDF B. El mencionado fondo podrá ser utilizado en cada fecha de pago en caso de 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 fideicomitidos 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 fideicomitidos para el pago de servicios en tiempo y forma;
- Si los agentes de recaudación, las entidades de retención, el administrador, AMEMA o AMOESYECBA retuvieren 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 durante la vida de los títulos, con una concentración mayor al inicio de la vida del fideicomiso, en base al comportamiento histórico de la cartera total de cada fiduciante.
- Retorno Anual Esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 44% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 45% 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 son suficientes para soportar las calificaciones asignadas.

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, tanto las calificaciones de los VDF A como de los VDF B podrían sufrir un impacto a la baja. Sin embargo, al incorporar la estructura de amortización que resulta en niveles de subordinación crecientes a lo largo de la vida de cada 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 3.0x (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 (PCT de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que, aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCT administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

PCTs de desempeño

Participante	Rol	Responsabilidades principales
Asociación Mutual 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

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	Moderado	No especificado

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 con el 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 y AD Créditos S.A. es considerado moderado.

PCT de respaldo

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

Calificación Máxima Potencial

Adicionalmente S&P Global Ratings considera que las desafiantes condiciones económicas para Argentina podrían debilitar los fundamentos crediticios de este tipo de compañías, exacerbadas por la propagación de COVID-19 con presiones continuas sobre la calidad de ciertos activos, rentabilidad y potencialmente sobre su solvencia y liquidez debido al impacto de las medidas de aislamiento y cuarentena. Aun así, 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 Mutuo 17 de Enero XV
- Contrato Suplementario preliminar Fideicomiso Financiero Mutuo 17 de Enero XV
- Opinión Legal preliminar provista por Nicholson y Cano S.R.L.

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 25 de marzo de 2021, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 04 de mayo de 2021, disponible en San Martín 140, Piso 14º, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina
- Información provista por los fiduciantes de fecha 28 de febrero de 2021, disponibles en Santa Fe 1261, Piso 3º, oficina 303, Rosario, Santa Fe, Argentina (Asociación Mutua del Litoral 17 de Enero) y Córdoba 1452, piso 5º, oficina 5, Rosario, Santa Fe, Argentina (AD Créditos S.A.)
- Información provista por el organizador (AdCap Securities Argentina S.A.) de fecha 28 de febrero de 2021, disponible en Juncal 1311, Piso 4º, 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.

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*).

Servicios Afines

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, para verlos haga clic [aquí](#).

Copyright © 2021 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 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. 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 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, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capiq.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.

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.