

Fideicomisos Financieros
Bond Valores Pymes 1

Fiduciarios

Pymes Seleccionadas

Fiduciario, Administrador,
Agente de Cobro y Emisor
Banco de Valores S.A.

Calificación anterior

No corresponde

Tipo de informe

Preliminar

Metodología de Calificación

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.283/14

Analistas

Verónica Saló
vsalo@untref.edu.ar

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

Fecha de calificación

13 de septiembre de 2021

Advertencia

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

Calificaciones

Títulos a emitir	Monto por hasta VN	Part.	Venc. Estimado	Calificación	Perspectiva
VRD	\$360.000.00	90,0%	Sep 2022	AAA(ff)	Estable
CP	\$40.000.000	10,0%	Sep 2022	CC(ff)	No Aplica

VRD: Valores Representativos de Deuda CP: Certificados de Participación

Debido a que los títulos bajo calificación no se han colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisoria y no se cuenta con la documentación definitiva. Cualquier modificación de la documentación recibida, de las características de la cartera y/o de la estructura financiera propuesta podría resultar en una modificación de las calificaciones asignadas.

Fundamentos de la calificación

Cobertura de seguro de crédito: cada fiduciante cedió en garantía los derechos sobre las facturas de crédito electrónicas y las mismas cuentan con un seguro de crédito de COFACE Suc. Argentina, entidad que cuenta con calificación de grado de inversión en escala global.

Nivel de stress: Los VRD soportan un nivel de stress del 29.83% de los flujos considerando el interés generado por el descuento de los cheques.

Nivel de subordinación: los VRD bajo análisis cuentan con un buen nivel de subordinación sobre el capital nominal cedido, que implica una fortaleza crediticia compatible con las calificaciones otorgadas.

Diferencial de tasas: está dado por la diferencia de tasas a la que se realiza la recompra de los cheques (*revolving*) y la tasa que devengan los títulos a emitir, ofreciendo a la estructura una protección crediticia adicional.

Estructura de pagos secuencial: se considera una estructura secuencial en capital e interés. Es decir, el título senior (VRD) recibirá los pagos de interés y de amortización de capital hasta su cancelación total. Luego el flujo de fondos se destinará al repago del CP.

Fondo de Garantía: el fideicomiso contará con un fondo que permite afrontar cualquier inconveniente con los pagos de servicios de interés mitigando el riesgo de administración y cobranza. El mismo será equivalente a los 2 próximos servicios de interés de los VRD.

PyMEs seleccionadas: los cheques de pago diferido (CPD) son emitidos por las PyMEs seleccionadas (fiduciarios) y cuentan con el aval de los accionistas. Las mismas corresponden a 24 PyMEs con diversificación por sector económico y geográfico.

Participantes: UNTREF ACR UP entiende que los fiduciarios y el fiduciario en su rol de administrador y agente de cobro, cuentan con capacidad operativa y de gestión adecuada para afrontar la administración y cobranza de la cartera fideicomitada.

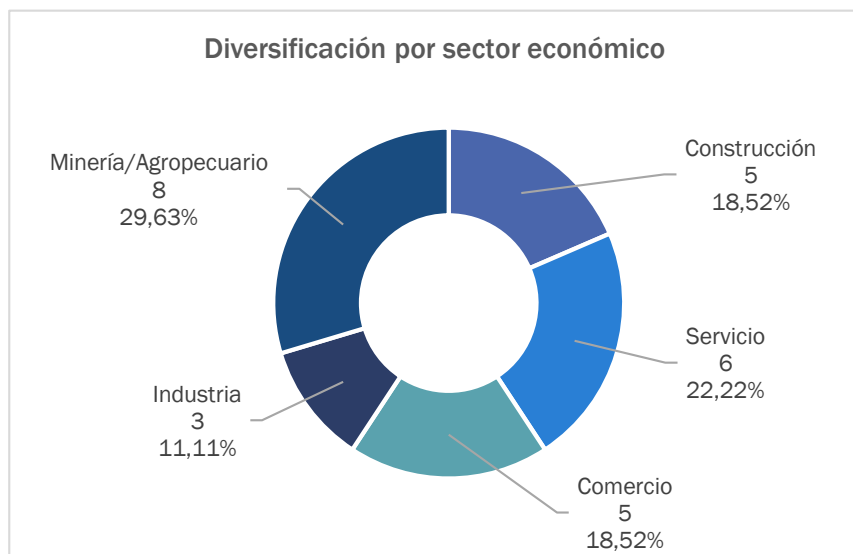
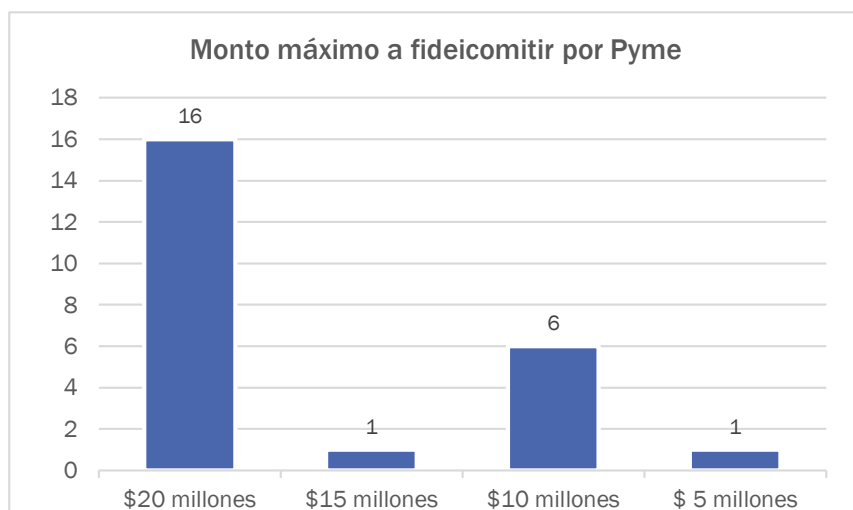
Análisis y desempeño de los activos

La cartera del fideicomiso está integrada por cheques de pago diferido emitidos por los fiduciantes por un monto total de capital de \$400.000.000.

Los fiduciantes corresponden a 24 PyMEs seleccionadas, donde cada una de ellas tiene como monto máximo a fideicomitir de \$20 millones, es decir una concentración máxima del 5% respecto del monto total.

El 100% de las PyMEs se encontraba en Situación 1 en la central de deudores del BCRA y no registraban cheques rechazados a junio 2021. No obstante, se destaca que 3 PyMEs registraron antecedentes de cheques impagos en el período enero- 2019 a abril-2020.

A continuación se detalla el monto máximo a ceder y la diversificación por sector de la economía de los fiduciantes:



En cuanto a la diversificación geográfica, 4 de las empresas seleccionadas realizan operaciones con el Mercosur, principalmente con Brasil, Uruguay, Paraguay y Chile; 3 operan en la Patagonia y 1 en el NOA argentino.

La composición y las características de la cartera son las siguientes:

Características FF BOND PYMES 1 al 31.08.2021	
Cantidad de cheques	148
Cantidad de fiduciarios	24
Importe total de cheques	\$400.000.000
Valor Fideicomitido	\$400.000.000
Monto cheques (prom. por cantidad)	\$2.696.629
Vida remanente en días (prom. pond.)	62

Las PyMEs seleccionadas son: Héctor Mario Eyherabide, Fedesur S.A., I-FLOW S.A., IPE Neuquén S.A., Master Bus S.A., Tyrrell S.R.L., Thor Tecnología en Minería S.A., AM Cargas S.A., Bertoldis Construcciones S.R.L., Agropecuaria La Gándara S.R.L., Ketran-Bonifacio S.R.L., Comercial Tucson S.A., Solución Integral al Transporte de Personas S.A., Prometh S.A., JJ Shoes S.R.L., Portesuelo S.R.L., Don Dante S.R.L., ALAI S.A., Logística Milo S.A., EMELKA S.A., Nuevas Tierras S.A., EMU Establecimientos Metalúrgicos Unidos S.A.I.C., Woden S.A. y Baires Motocorp S.R.L.

Análisis de sensibilidad y mejoras crediticias.

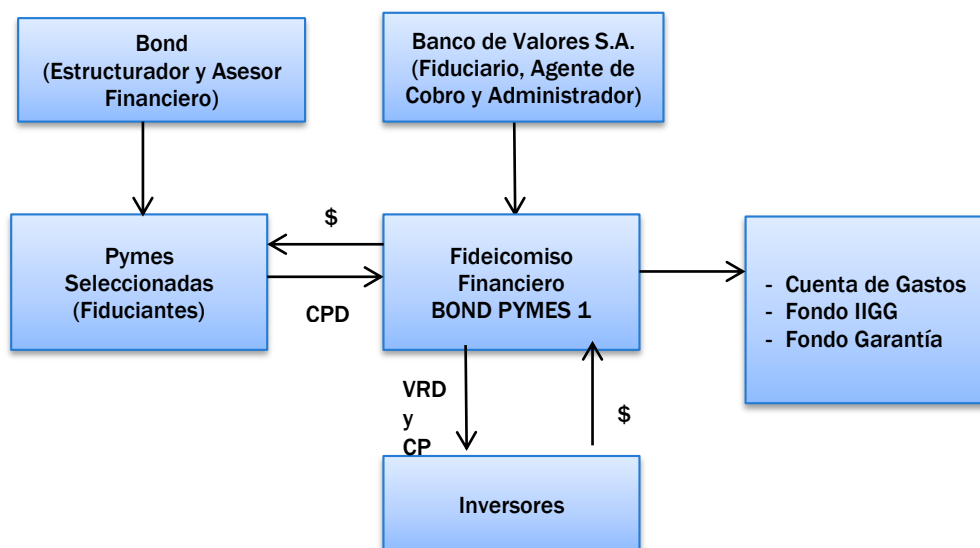
Para la evaluación de los títulos valores a emitirse, UNTREF ACR UP se basó en los siguientes supuestos y mejoras crediticias que presenta la operación:

- Activos cedidos: la cartera a ceder se compone de cheques de pago diferido emitidos por 24 PyMEs seleccionadas con garantía de terceros, la cual se encuentra instrumentada mediante el aval de los propios accionistas de las empresas.
- Garantía COFACE Sucursal Argentina: los fiduciarios ceden en garantía facturas de crédito electrónicas originadas de su actividad comercial, las que se encuentran aseguradas por un seguro de crédito con Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur Suc. Argentina (COFACE Suc. Argentina), el que se encuentra cedido al fideicomiso. Dicho seguro cubre el riesgo de la falta de pago de las facturas cedidas y la falta de pago de los cheques de pago diferido. COFACE está presente en América Latina desde 1997 y en 1998 se estableció una sucursal en Argentina. COFACE cuenta con calificación de riesgo de grado de inversión en escala internacional.
- Nivel de subordinación: el análisis del repago de los VRD se realizó asumiendo un nivel de subordinación del 10,0%.
- Tasa a devengar de los VRD: se estimó que los VRD devengarán hasta su cancelación total una tasa máxima del 40,0%.
- Diferencial de tasas: está dado por la diferencia de tasas a la que se realiza la recompra de los cheques (*revolving*) y la tasa que devengan los títulos a emitir, ofreciendo a la estructura una protección crediticia adicional.

- Fondo de Garantía: el fideicomiso contará con un fondo que permite afrontar cualquier inconveniente con los pagos de servicios de interés mitigando el riesgo de administración y cobranza. El mismo será equivalente a los 2 próximos servicios de interés de los VRD.
- Estructura totalmente secuencial: se considera una estructura secuencial en capital e interés. Es decir, los VRD recibirán los pagos de interés en forma mensual y de amortización de capital hasta su cancelación total. Luego el flujo de fondos se destinará al repago de los CP que se encuentran totalmente subordinados al repago total de los VRD. Es por esto que ante cualquier escenario de estrés que impacte en el desempeño del fideicomiso, podría verse afectado el repago de este título.

UNTREF ACR UP sensibilizó el flujo de fondos teórico de los créditos para determinar el nivel máximo de pérdida de flujo que soportan los VRD ante distintos escenarios. Esta sensibilización arroja como resultado que los VRD soportan una pérdida de flujo de fondos del 29.83% considerando el interés generado por el revolving de los cheques.

Estructura financiera de la operación



Del producido de la colocación, el fideicomiso deberá abonar al estructurador los gastos de estructuración y asesoramiento por un monto de \$3.5 millones en un plazo de 48 hs. desde la fecha de liquidación de los VRD. Asimismo se retendrá en un fondo de garantía un monto equivalente a los 2 próximos servicios de interés de los VRD para afrontar cualquier inconveniente con los pagos de servicios de interés de los títulos valores.

Durante la vigencia de los VRD, y a medida que opere cada vencimiento de los CPD, los fiduciantes cederán al fideicomiso nuevos CPD sin exceder el 5% máximo de concentración por PyME seleccionada. El monto ingresado por la incorporación de nuevos CPD (*revolving*) no podrá exceder en su conjunto el valor fideicomitado a la fecha de emisión. Los nuevos CPD ingresarán al fideicomiso a su valor nominal y se les aplicará una tasa de descuento que será definida por el fiduciario en cada oportunidad del *revolving* de acuerdo a las instrucciones del asesor financiero. La tasa de descuento resultante no puede ser inferior a la última tasa BADLAR Privada conocida, más el margen determinado en la colocación más un 9%. El plazo de los CPD deberá ser consistente con los flujos de fondos del fideicomiso.

El producido líquido de la cobranza que no sea aplicado al *revolving* dentro de los 15 días hábiles se destinará a la cancelación de los títulos valores que corresponda. Una vez cancelados los VRD, no se procederá a la incorporación de nuevos CPD.

Como mejoras crediticias de la transacción se destaca que los CPD están avalados por los propios accionistas de las PyMEs seleccionadas. Adicionalmente, se encuentran cedidas facturas de crédito derivadas de la actividad comercial de los fiduciantes, las que están aseguradas por una póliza de seguro de crédito que cubre por hasta el 90% del monto del valor de las facturas, siendo el fiduciario el beneficiario de dicho seguro

En este sentido, si un CPD no es cancelado en tiempo y forma, el fiduciario podrá ejecutar el aval del CPD impago, cobrarse el crédito por la factura de crédito cedida y en caso de que la misma no fuera cancelada por el deudor, se procederá al cobro de la indemnización bajo el seguro de crédito hasta el 90% del monto del CPD impago.

El seguro de crédito está contratado con Compagnie Française D'Assurance pour le Commerce Exterieur, Sucursal Argentina (COFACE Suc. Argentina) y alcanza una indemnización máxima de \$900 millones con un límite máximo del 90% de cobertura de las facturas impagas. La vigencia del mismo es por un año, venciendo el 14 de junio de 2022. El plazo de pago de la indemnización se estima en 90 días en total contando desde la fecha de incumplimiento del pago del CPD.

Cesompagnie Française D'Assurance pour le Commerce Exterieur (COFACE) cuenta con más de 75 años de experiencia siendo una compañía de referencia en el seguro de crédito con presencia en más de 100 países. COFACE se encuentra calificada en grado de inversión en escala global. Desde 1997 COFACE tiene presencia en América Latina (Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México y Perú) y en 1998 se establece en Argentina.

Los fondos que ingresen al fideicomiso por la cobranza de los bienes fideicomitados y del rendimiento de las colocaciones realizadas por excedentes de liquidez transitorios se distribuirán de la siguiente forma y orden:

Hasta tanto no estén completamente cancelados los VRD:

1. A la cuenta de gastos, para hacer frente al pago de los gastos del fideicomiso.
2. Al fondo de impuestos a las ganancias, de corresponder.
3. Al fondo de garantía, de corresponder.
4. Al pago de intereses correspondientes a los VRD.
5. A la recompra de CPD (*revolving*)
6. Al pago de capital de los VRD en el último pago de servicio o cuando la cobranza de los CPD no sea aplicada a la recompra de CPD dentro del plazo 15 días hábiles.

Una vez cancelados íntegramente los VRD, los fondos ingresados se destinarán:

7. A los gastos de liquidación más un 15% de los mismos para eventuales gastos.
8. Al pago de capital y utilidad de los CP.

En caso de existir retrasos en las cobranzas, se considerará la siguiente forma y orden para los CP:

9. A la cuenta de gastos, de corresponder.
10. Al fondo de impuesto a las ganancias, de corresponder.
11. Al pago del capital de los CP menos \$ 100, saldo que se cancelará en la última fecha de pago de servicios.
12. El remanente, de existir, será considerado utilidad de los CP.

A continuación, se describe las condiciones de emisión de cada título:

Títulos a emitir	Monto por hasta VN	Vencimiento Estimado	Pagos de interés y capital	Tasa de Interés
VRD	\$360.000.000	Sep 2022	Interés: Mensual Capital: al vencimiento	Badlar + Margen Min.30,0% Max.45,0%
CP	\$40.000.000	Sep 2022	Al vencimiento	-

Valores Representativos de Deuda (VRD): tendrán derecho a pagos mensuales de los siguientes servicios, deducidos los montos para la cuenta de gastos de estructuración y colocación, la reposición de los fondos de impuestos y del fondo de garantía: en concepto de interés devengarán una tasa variable equivalente a la tasa BADLAR¹, más un margen a determinar en la colocación, con un mínimo de 30,0% nominal anual y un máximo de 45,0% nominal anual devengado durante el período de devengamiento, y en concepto de amortización de capital a los 365 días de la fecha de emisión.

Certificados de Participación: tendrán derecho una vez cancelados íntegramente los VRD y deducidos los montos de los gastos e impuestos del fideicomiso, en concepto de amortización el valor nominal de la clase y en concepto de utilidad, el importe remanente. En caso de existir cobranzas pendientes se considerará en concepto de amortización de capital el valor nominal menos \$100, saldo que se cancelará en la última fecha de pago de servicios, y en concepto de utilidad el remanente, de existir.

El vencimiento final de los VRD se producirá en la última fecha de pago de servicios que figura en el cuadro de pagos, es decir en septiembre de 2022 y el vencimiento final de los CP se producirá a los 365 días al vencimiento de la primera fecha de pago de los VRD.

La falta de pago o un pago parcial de los servicios bajo los VRD por insuficiencia de fondos no constituirá incumplimiento y será pagado cuando el flujo de fondos sea suficiente. Si al vencimiento de los VRD los mismos no se hubieran cancelado por insuficiencia de fondos, el fiduciario requerirá a los beneficiarios que representen al menos tres cuartas partes del VN en circulación de los títulos para su reestructuración, prórroga o liquidación del fideicomiso. En cuanto hubiera fondos disponibles en la cuenta fiduciaria, se procederá a realizar los pagos a los VRD de acuerdo a las prioridades de pago.

Banco de Valores actuará como administrador, agente de cobro y custodia de los documentos. Procederá a remitir diariamente al asesor financiero un informe diario de cobranzas con la imputación de los pagos realizados. Depositará los CPD en la fecha de vencimiento o hábil inmediata y la cobranza recaudada dependerá de los tiempos del *clearing* bancario. Respecto de los CPD fideicomitados en mora, deberá gestionar su cobro, el cobro de la indemnización que corresponda bajo el contrato de seguro de crédito y rendirla mediante transferencia a la cuenta fiduciaria.

¹ Tasa BADLAR: es el promedio aritmético de las tasas de interés para depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos de 30 a 35 días para bancos privados informadas por el BCRA.

Estructura legal

De acuerdo con la opinión legal recibida por parte del asesor legal de la transacción, el fideicomiso financiero, los documentos legales que lo integran (Suplemento de Prospecto y el Contrato Suplementario) y otros instrumentos anexos, cumplen con las normas pertinentes del Código Civil y Comercial de la Nación, la Ley 2631, las normas reglamentarias dictadas en consecuencia en particular el Texto Ordenado 2013 de la Comisión Nacional de Valores y sus modificaciones, los reglamentos y demás normas de Bolsas y Mercados Argentinos SA, y el Programa de Fideicomiso Financieros Secuval II del Banco de Valores.

Tanto los fiduciantes como el fiduciario tienen la capacidad legal para celebrar los acuerdos necesarios de este fideicomiso y han adoptado válidamente todas las decisiones corporativas necesarias o aconsejables a los fines de participar en tales acuerdos. Asimismo, los órganos de administración del Fiduciario y de los fiduciantes que son personas jurídicas, han aprobado mediante respectivas actas para conformar el presente fideicomiso. En el caso del fiduciante que es persona humana, el mismo expresa su voluntad y decisión de participar en el fideicomiso y asumir las obligaciones y derechos que los fiduciantes tienen bajo el mismo, conforme el suplemento de prospecto y el contrato del fideicomiso.

Los Valores Fiduciarios (VRD y CP) a emitirse, son obligaciones válidas, vinculantes y ejecutables en los términos de los artículos 21 y 22 de la Ley de Fideicomisos (Nro. 24.441). Los Valores Fiduciarios son emitidos en contraprestación del dinero obtenido mediante la colocación en la oferta pública.

Respecto de los activos fideicomitados, los CPD son emitidos por cada fiduciante en favor del fideicomiso y entregados al fiduciario contra el pago del monto que se determine al momento de su incorporación al fideicomiso. Las facturas de crédito son cedidas en garantía al fideicomiso por cada fiduciante respecto de las facturas de crédito emitidas por cada fiduciante, mediante contrato que está anexado al suplemento de Prospecto y las mismas se encuentran aseguradas por COFACE conforme la póliza de seguro de crédito. Las cesiones de las facturas de crédito están instrumentadas como contratos entre ausentes que, quedan perfeccionados con la realización de la oferta pública por parte del fideicomiso. El contrato de cesión de las facturas de crédito describe los procedimientos de cesión, así como los procedimientos a seguir en caso de incumplimientos por parte de los Fiduciantes respectivos y el funcionamiento del seguro de garantía del que gozan las mismas. De su análisis se entiende que plantean una razonable protección del ejercicio de los derechos que los mismos otorgan al fiduciario en carácter de cesionario de las facturas de crédito y de beneficiario de los derechos que otorga la póliza al beneficiario del seguro de crédito.

Los activos fideicomitados cumplimentan con los requisitos de los artículos 70, 71 y 72 de la Ley de Fideicomisos (Nro. 24.441). Constituyen un patrimonio diferente al de los fiduciantes y el fiduciario, quedando exentos de la acción singular o colectiva de los acreedores del Fiduciario y de los Fiduciantes, quedando a salvo la acción de fraude, en los términos de los artículos 14 y 15 de la Ley de Fideicomisos (Nro. 24.441).

Análisis de los principales participantes de la transacción

Fiduciario: Banco de Valores S.A. nació en el año 1978, para desarrollar las actividades de banco comercial y aquellas que son propias de la banca de inversión. El Mercado de Valores de Buenos Aires, su fundador, controla el 99,9% del capital accionario. Diseñó su perfil característico y distintivo en el sistema bancario que actualmente representa, constituyéndolo en la Entidad Financiera del Sistema Bursátil Argentino. Cuenta con la estrecha vinculación que el grupo Mercado de Valores S.A., Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Caja de Valores S.A. le brinda en forma constante. Cuenta con experiencia en lo atinente a la distribución y comercialización bursátil de títulos valores. Es el principal fiduciario financiero de Argentina, al 31 de julio de 2021 ha realizado más de 1.426 operaciones por \$207.295 millones, ofreciendo una estructura de financiamiento a distintos sectores de la economía (consumo, agro, industrias, etc.).

La entidad se encuentra calificada por Moody's Latin American ACR SA. en la Categoría "AA.ar" para depósitos de largo plazo en moneda local y en la Categoría "A-1.ar" de corto plazo en moneda local; y por FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO en la Categoría "A1+"(arg). Asimismo, cuenta con calificación de fiduciario asignada por Moody's en TQ1.ar (TQ= Trustee Quality).

Fiduciantes: son las 24 PyMEs seleccionadas, a saber: Héctor Mario Eyherabide, Fedesur S.A., I-FLOW S.A., IPE Neuquén S.A., Master Bus S.A., Tyrrell S.R.L., Thor Tecnología en Minería S.A., AM Cargas S.A., Bertoldis Construcciones S.R.L., Agropecuaria La Gandara S.R.L., Ketran-Bonifacio S.R.L., Comercial Tucson S.A., Solución Integral al Transporte de Personas S.A., Prometh S.A., JJ Shoes S.R.L., Portesuelo S.R.L., Don Dante S.R.L., ALAI S.A., Logística Milo S.A., EMELKA S.A., Nuevas Tierras S.A., EMU Establecimientos Metalúrgicos Unidos S.A.I.C., Woden S.A. y Baires Motocorp S.R.L

Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP considera que la emisión del fideicomiso financiero no genera un impacto macroeconómico y social sobre el cual deba advertir a los inversores y al público en general.

Definiciones de las calificaciones

Valores Representativos de Deuda por hasta un VN \$360.000.000: “AAA(ff)” Perspectiva Estable
Certificados de Participación por hasta un VN \$40.000.000: “CC(ff)”

Las emisiones o emisores calificados en “AAA” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones excelente comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.

Las emisiones o emisores calificados en “CC” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy vulnerable, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Se considera una alta probabilidad de incumplimiento de sus compromisos financieros

Los Valores Representativos de Deuda o Certificados de Participación de fideicomisos financieros que correspondan a un fideicomiso financiero contarán con un indicador adicional “(ff)”. La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse juntamente con la documentación legal e impositiva, el contrato de fideicomiso y el prospecto de emisión.

Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones asignadas:

- Programa Global de Valores Fiduciarios Secuval II , Suplemento de Prospecto preliminar y Contrato de Fideicomiso del Fideicomiso Financiero “BOND VALORES SERIE I”. Disponible en Comisión Nacional de Valores, 25 de Mayo 174, CABA, Argentina. (www.cnv.gob.ar)
- Opinión Legal provista por Fretes, Casaburi y Grinenco Abogados. 25 de Mayo 460 4° Piso, CABA, Argentina
- Información cuantitativa de la cartera, de los fiduciantes y de la estructura financiera proporcionada por Banco de Valores SA. Sarmiento 310, CABA, Argentina

Manual de Calificación: Para el análisis del presente Fondo, se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17283/14.

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación: 13 de septiembre de 2021