

## RG Albanesi VIII

Fideicomiso Financiero  
 Informe Preliminar

### Calificaciones preliminares

Clase	Monto hasta VN	Vencimiento final*	Calificación	Subordinación	Perspectiva
VRDF Clase A	\$160.000.000	Sept/2018	A1+sf(arg)	No aplica	No aplica
VRDF Clase B	\$ 40.000.000	Sept/2018	A1sf(arg)	No aplica	No aplica
<b>Total</b>	<b>\$ 200.000.000</b>				

VRDF: Valores Representativos de Deuda Fiduciaria / \* - el vencimiento final se producirá en la última fecha de pago de servicios estipulada, la cual no podrá excederse los 365 desde la fecha de emisión.

Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el originador a Septiembre de 2017. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Índice	pág.
Calificaciones preliminares	1
Riesgo Crediticio	2
Modelo, aplicación de metodología e información	2
Análisis de sensibilidad	2
Análisis de los activos	3
Desempeño de los activos	3
Riesgo de contraparte	5
Riesgo de Estructura	7
Riesgo de Mercado	10
Riesgo Legal	10
Limitaciones	10
Descripción de la Estructura	10
Estructura financiera	11
Mejoras crediticias	11
Aplicación de fondos	11
Antecedentes	12
Anexo A: Dictamen de calificación	13

### Resumen de la transacción

Rafael G. Albanesi S.A. (RGA o el fiduciante) cederá a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (TMF o el fiduciario) derechos creditorios originados en contratos de venta y/o transporte de gas natural celebrados entre RGA y determinados compradores. La cesión implica los derechos generados y que se generen por los contratos suscritos o a suscribirse con Celulosa Argentina S.A. (comprador "A") y Solvay Indupa S.A.I.C. (comprador "B") por hasta el monto de la emisión y hasta su cancelación, sin perjuicio de lo cual se han cedido en garantía de pago el 100% de los flujos de los contratos antes mencionados. Ante incumplimiento deberán cederse contratos con compradores adicionales elegibles con plazo similar y flujo de fondo esperado de cobro igual o superior a el/los contratos afectados que reemplace.

En contrapartida, el fiduciario emitirá VRDF Clases A y B por un total de hasta VN\$ 200 millones. Los pagos a los VRDF se harán de acuerdo a un cronograma estimado de vencimientos. Con el producido de la colocación se fondeará un fondo de liquidez y de gastos.

### Factores relevantes de la calificación

**Líder en su segmento y bajo riesgo de precio:** RGA es la comercializadora de gas natural líder del mercado, con un volumen de hasta 11.200 dam<sup>3</sup>/día, representando un 21,6% del gas consumido por la industria y el 5,2% consumido por las usinas. La compañía cuenta con una cartera atomizada de más de 300 clientes, donde el gas representa un insumo básico. RGA posee un bajo riesgo de precios dado que los precios fijados en los contratos de compra de gas natural son tomados como base para fijar los precios en los contratos de venta.

**Cesión de créditos:** la cesión de los flujos futuros de los créditos implica una venta verdadera ("true sale"). Los mismos están al resguardo de posibles ataques de terceros acreedores de la compañía. Sin embargo, FIX consideró que el flujo cedido puede ser parcialmente afectado en caso que la empresa no pueda cubrir sus costos operativos.

**Preferencia en el cobro y depósito directamente en la cuenta fiduciaria:** el fideicomiso cuenta con preferencia de cobranza sobre los flujos cedidos. El comprador "A" deberá pagar los fondos directamente en la cuenta fiduciaria y el comprador "B", salvo notificación por parte de fiduciario, en una cuenta administrada por TMF cuya titularidad es de RGA.

**Adecuados ratios de cobertura:** considerando el flujo a percibir por los compradores "A" y "B" acorde a la evolución del tipo de cambio estimado en el escenario base por FIX, los VRDFA a la tasa máxima y el fondo de liquidez, el ratio de cobertura mínimo es de 1,91x (veces); mientras que para VDRFB es de 1,00x.

**Experiencia y muy buen desempeño del fiduciario:** TMF posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados. Se encuentra calificado como fiduciario en '2+FD(arg)/Positiva' por FIX.

### Sensibilidad de la calificación

FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) en adelante FIX o la calificadoradora.

### Analistas

#### Analista Principal

Laura Ramos  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8129  
[laura.ramos@fixscr.com](mailto:laura.ramos@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Cintia Defranceschi  
 Director  
 +54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

#### Responsable del sector

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso de deterioro de la calidad crediticia y/o de las operaciones de RGA o un compromiso anual de los servicios de deuda garantizada superior al 100% del EBITDA proyectado o un menor flujo al proyectado de los contratos de compra cedidos.

## Evaluación

### Riesgo Crediticio

**Modelo, aplicación de metodología e información:** el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) y en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)).

El análisis implicó la evaluación crediticia de Rafael G. Albanesi S.A. y su capacidad de continuar con la originación de los derechos crediticios bajo los contratos de compra y/o transporte de gas suscriptos ante un escenario de estrés financiero. Respecto de los contratos se analizó la duración de los mismos, contrapartes, flujo de fondos histórico y estimado de los mismos. A su vez se ponderó la posibilidad de incorporar nuevos contratos afectados de compradores adicionales elegibles ante un incumplimiento de pago de uno de los compradores afectados, o ante una baja del precio del gas o por cualquier otro incumplimiento bajo los contratos afectados.

El flujo de caja mensual fue distribuido entre los valores fiduciarios de acuerdo a sus términos y condiciones, incluyendo los gastos e impuestos que deba afrontar el fideicomiso durante su vida. Se consideraron distintos escenarios de evolución del tipo de cambio y de tasa de interés de los VRDF y su efecto sobre los ratios de cobertura de los servicios de deuda con el flujo estimado.

Para determinar el flujo de fondos se consideró los créditos originados por los compradores "A" y "B" para el periodo junio de 2013 a julio de 2017 y la proyección de ingresos de RGA bajo estos contratos para el periodo octubre de 2017 a setiembre de 2018 asumiendo la evolución del tipo de cambio estimado en el escenario base de FIX. La información fue provista por RGA. Esta información ha sido procesada y posteriormente analizada por la calificadora.

**Análisis de sensibilidad:** se analizó el flujo de fondos estimado de los contratos cedidos con el fin de evaluar los ratios de cobertura de los servicios de los VRDF Clases A y B. Las principales variables son: flujo de los contratos a ceder, tasa de interés BADLAR, tipo de cambio \$/USD, calidad crediticia de las contrapartes de los contratos, antigüedad de los clientes, gastos e impuestos del fideicomiso.

Considerando los compradores "A" y "B", que los VRDF Clase A y B devenguen la tasa de interés máxima y el fondo de liquidez totalmente fondeado, el ratio de cobertura mínimo de los servicios de deuda de los VDFRA es de 1,91x, mientras que la cobertura promedio de 2,98x. Adicionalmente, asumiendo solo los contratos del comprador A, cuyo flujo será transferido directamente a la cuenta fiduciaria más el fondo de liquidez, el ratio de cobertura mínimo es de 1,12x y el promedio de 1,85x, lo que muestra razonables ratios de cobertura.

En el caso de los VDFRB, el ratio de cobertura mínimo es de 1,00x; si consideramos solo el comprador A, el ratio es de 0,60x. Dado que los VDFRB se amortizan en un solo pago, el ratio de cobertura mínimo y promedio es el mismo. Considerando los ratios de cobertura de los VDFRB, se concluye que están más expuestos a la necesidad de que el Fiduciante cubra cualquier faltante de fondos para su pago.

La deuda vigente de los Fideicomisos Financieros RGA a Diciembre de 2016 respecto al EBITDA fue de 1,2. En el año 2015 la deuda garantizada total de la compañía respecto al EBITDA representaba un 84%. El incremento de la deuda se debe primordialmente a que la empresa continúa reduciendo los plazos de pago a productores financiándose con la emisión de nuevas

### Crterios relacionados

Metodología de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores

series de fideicomisos financieros garantizados y a una expansión de la compañía, por medio de un plan de inversiones, hacia la generación de energía.

Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso de deterioro de la calidad crediticia y/o de las operaciones de RGA o un compromiso anual de los servicios de deuda garantizada superior al 100% del EBITDA proyectado o un menor flujo al proyectado de los contratos de compra cedidos.

**Análisis de los activos:** La cesión implica los derechos generados y que se generen por los contratos suscriptos o a suscribirse con Celulosa Argentina S.A. (comprador "A") y Solvay Indupa S.A.I.C. (comprador "B") por hasta el monto de la emisión y hasta su cancelación. Ante incumplimiento deberán cederse contratos con compradores adicionales elegibles con plazo similar y flujo de fondo esperado de cobro igual o superior a el/los contratos afectados que reemplace.

Los compradores A y B serán notificados de la cesión y en el caso del comprador B deberán continuar realizando sus pagos a RGA, salvo notificación por parte del Fiduciario en cuyo caso deberán realizar los pagos a la cuenta fiduciaria. El comprador A deberá realizar los pagos a la cuenta fiduciaria.

A continuación, se detallan de las características y los vencimientos de los contratos:

Empresa	Celulosa Argentina. S.A	Solvay Indupa S.A.I.C.
Tipo de cesión	Comprador A	Comprador B
Cantidad de contratos securitizados	1	1
Inicio del contrato	01.01.2017	01.05.2013
Fin del contrato	31.12.2017	30.04.2021(*)
Cantidad Diaria Contratada de Gas (m3/día)	232.000	171.630
Cantidad Diaria Contratada de Transporte (m3/día)	NA	155.682

(\*) Contrato que anualmente renueva el precio de venta.

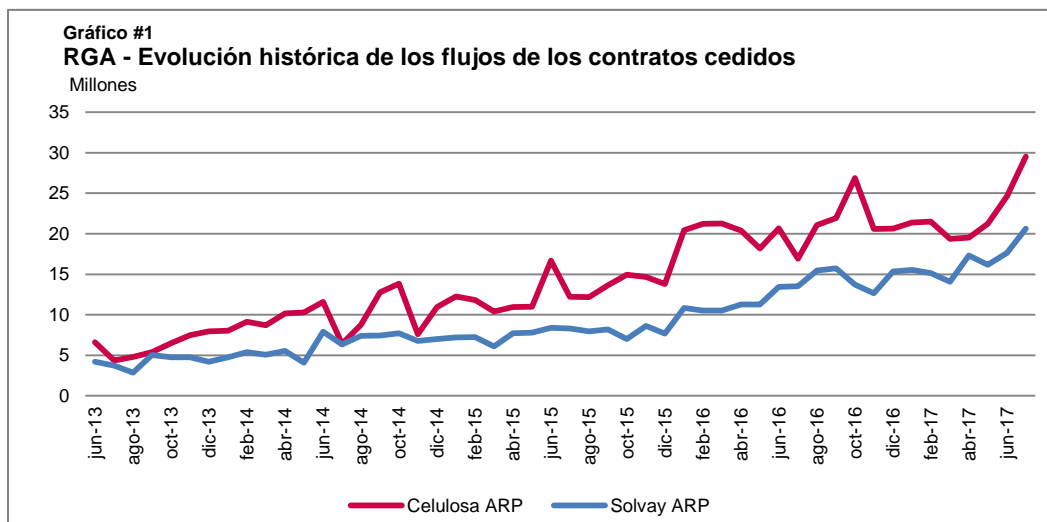
Como se desprende de la tabla anterior, el contrato de Celulosa Argentina S.A., comprador A, vence durante la vigencia del Fideicomiso; FIX asumió que los mismos serán renovado dada la relación comercial con RGA. En caso de que no se renueve, el fiduciante deberá reemplazarlo por alguno de los contratos de los compradores adicionales elegibles. Adicionalmente, existen determinadas condiciones de cobertura suficiente por lo que RGA tendrá que reemplazar los contratos en caso de que no sean renovados a efectos de cumplir con estos requisitos.

A continuación, se exponen los años de relación comercial con los distintos compradores afectados al presente fideicomiso:

Empresa	Inicio Relación Comercial	Antigüedad (Años)
Celulosa Argentina S.A.	2001	15
Solvay Indupa S.A.I.C.	2005	11

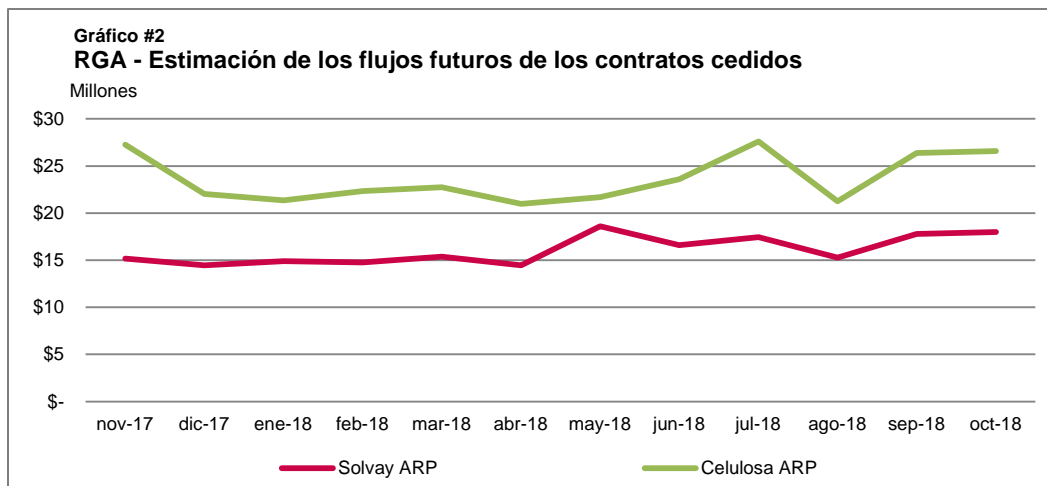
Los contratos se encuentran denominados en dólares estadounidenses (USD) pero son pagados en pesos (\$) al tipo de cambio vendedor Banco Nación del día anterior del pago.

**Desempeño de los activos:** en el siguiente gráfico se detalla la evolución de los flujos generados por los contratos cedidos.



Para la determinación de los ratios de cobertura se consideró el flujo estimado por RGA para los contratos cedidos. FIX lo ha sensibilizado a fin de analizar los ratios de cobertura en distintos escenarios. En el gráfico #2, se muestra el flujo estimado por la compañía para los contratos cedidos.

Los ratios de cobertura mínimo y promedio estimados son los siguientes, para el cálculo se consideró distintos niveles de tasa de interés, el flujo proyectado tanto de los Compradores "A" y "B" con el tipo de cambio base asumido por FIX y el fondo de liquidez:



Ratios de cobertura mínimo de los servicios de los VRDFA	Sensibilidad a la tasa de interés de los VRDFA		
	24% n.a.	28% n.a.	30% n.a.
Flujo estimado	1,94x	1,92x	1,91x
Flujo estimado menos 10%	1,75x	1,73x	1,72x

Ratios de cobertura promedio de los servicios de los VRDFA	Sensibilidad a la tasa de interés de los VRDFA		
	24% n.a.	28% n.a.	30% n.a.

Flujo estimado	3,07x	3,01x	2,98x
Flujo estimado menos 10%	2,78x	2,73x	2,70x

<b>Ratios de cobertura promedio de los servicios de los VRDFB</b>	Sensibilidad a la tasa de interés de los VRDFB		
	25% n.a.	29% n.a.	31% n.a.
Flujo estimado	1,00x	1,00x	1,00x
Flujo estimado menos 10%	0,90x	0,90x	0,90x

En el caso de asumir el flujo exclusivo del Comprador "A" y los mismos supuestos expuestos en el párrafo precedente, los ratios de cobertura serían los siguientes:

<b>Ratios de cobertura mínimo de los servicios de los VRDFA</b>	Sensibilidad a la tasa de interés de los VRDFA		
	24% n.a.	28% n.a.	30% n.a.
Flujo estimado	1,13x	1,12x	1,12x
Flujo estimado menos 10%	1,02x	1,01x	1,00x

<b>Ratios de cobertura promedio de los servicios de los VRDFA</b>	Sensibilidad a la tasa de interés de los VRDFA		
	24% n.a.	28% n.a.	30% n.a.
Flujo estimado	1,89x	1,87x	1,85x
Flujo estimado menos 10%	1,71x	1,69x	1,68x

A su vez, FIX ponderó en su análisis que RGA tiene la posibilidad de incorporar nuevos contratos a la estructura sobre la base de un listado de compradores adicionales elegibles ante cualquier inconveniente con los compradores designados inicialmente. Las ventas de los compradores adicionales elegibles representan aproximadamente el 20% de la facturación total de RGA.

**Riesgo de contraparte:** el análisis implicó la evaluación crediticia de RGA y su capacidad de continuar con la originación de los derechos creditorios bajos los contratos de compra y/o transporte de gas suscriptos ante un escenario de estrés financiero. RGA es una comercializadora de Gas Natural y Transporte de Gas Natural. Con más de 20 años de experiencia en el negocio es el mayor comercializador de gas natural de país con un volumen de hasta 11,2 millones de m<sup>3</sup>/día, representando un 21,6% del gas consumido por la industria y el 5,2% consumido por las usinas.

#### *Comercialización y transporte de gas natural*

Dicha división representa el 96% de las ventas y más del 97% del EBITDA.

**Clientes:** la compañía tiene más de 300 clientes entre los cuales se incluyen centrales térmicas, industrias alimenticias, industria del caucho, papeleras, curtiembres, refinerías y destilerías de petróleo, auto-partistas, cerámicas, aceiteras, químicas e industrias de metales no ferrosos. La cartera de clientes está muy atomizada, Solalban Energía S.A. (grupo Albanesi) es el principal cliente y representa un 9% de las ventas totales, los restantes clientes no superan el 4.5% de las mismas.

**Servicios de accesorios:** RGA brinda el servicio de construcción, operación y mantenimiento de gasoductos para aquellas industrias o centrales térmicas que opten por la construcción de su propio ramal de alimentación, vinculando los gasoductos troncales del sistema nacional de

transporte de gas con sus plantas. Dicho servicio se brinda a fin de lograr la fidelización de los clientes y no representa una gran rentabilidad para la compañía. A la fecha se han construido más de 800 km de gaseoductos para industrias, centrales térmicas y empresas de distribución. A su vez la compañía tiene contratos de operación y mantenimiento con 4 gasoductos.

Modalidad de ventas y contratos: el 70-80% de las ventas se realizan por contrato. Las modalidades de venta se adapta según las necesidades particulares de cada cliente en contratos de compra de gas natural de corto, mediano y largo plazo. De esta forma RGA responde a las necesidades técnicas, operativas y económicas del cliente creando un producto que combina los segmentos de venta y transporte de gas natural. En Gas la vida promedio del contrato varía entre 1 y 2 años. Generalmente, se firman contratos bajo la modalidad "Take or Pay" y/o exclusividad. El precio se fija anualmente, generalmente entre abril y mayo. En transporte la vida promedio de los contratos es de 8 años.

Proveedores: RGA se abastece del gas por medio de contratos de compra de gas natural con distintos productores de las distintas cuencas del país. Entre los principales podemos mencionar a Pluspetrol S.A., Wintershall Energía S.A., Pan American Energy LLC S. Arg., Apache Petrolera Argentina S.A., Sinopec Argentina, Compañía General de Combustibles S.A., Glaco Compañía Petrolera S.A., Y.P.F S.A., Petrobras Energía S.A., ENARSA, Apache Energía Argentina S.R.L., Petrolífera Petroleum Ltd.y Roch S.A.

Fideicomisos de Gas: en el marco de la ley 24.076, bajo el programa de "Fideicomisos de Gas" y a través de una licitación pública, RGA obtuvo un volumen adjudicado para realizar una ampliación de la capacidad de transporte por un total de 4.8 mm m<sup>3</sup>/día.

#### *Comercialización de energía eléctrica*

Desde 2009, RGA realiza las operaciones de ventas de la potencia y energía eléctrica excedente de Solalban Energía S.A. RGA actúa como agente comercial independiente, existiendo un acuerdo firma con Solalban Energía S.A. hasta 2024. Dicho segmento representa el 3,5% de las ventas de la compañía y menos del 3% del EBITDA.

#### *Posición competitiva*

RGA es la primera comercializadora de gas natural del país con valores máximos diarios de hasta 11,2 millones m<sup>3</sup>/día con una participación del 21,6% del gas natural consumido por el segmento de grandes clientes y el 5,2% del gas natural consumido por las usinas. Respecto del transporte utilizado en el sistema, RGA cuenta con una participación del 8,7% en el segmento de industrias y del 4,9% en el sector usinas.

#### *Estrategia del management*

La estrategia del grupo Albanesi consiste en continuar con la integración vertical del negocio buscando agregar valor al gas natural comercializado. El grupo continúa su expansión en el segmento de generación eléctrica. En los próximos años se planean agregar 330MW adicionales, llegando a una capacidad instalada total de 1522MW.

En cuanto a la calidad crediticia de los compradores, los mismos no cuentan con calificación pública. Sin embargo, FIX realizó un análisis de la información contable provista por RGA del comprador "A" y concluyó que las compañías cuentan con un adecuado perfil crediticio para la estructura analizada.

Adicionalmente, en el análisis se ha ponderado la calidad crediticia de RGA y los compromisos bajo el Contrato de Fideicomiso y el deber de reemplazar y/o agregar contratos afectados por otros contratos con compradores elegibles adicionales a fin de cumplir con el requisito de la cobertura suficiente.



Cabe mencionar, que el fiduciante podrá solicitar al fiduciario con una antelación no superior a los 120 días de la fecha de vencimiento de los VRDF la constitución de un Fondo de Pago Total. Este fondo se constituirá siempre y cuando en la cuenta fiduciaria exista un saldo en efectivo equivalente a los conceptos establecidos desde el Primero al décimo tercero del Artículo 3.5(b) del Contrato del Fideicomiso (excluyendo el ítem Tercero) para cada una de las fechas de pago de servicios siguientes hasta la fecha de vencimiento de los VRDF inclusive. Ante la constitución de este fondo el fiduciario liberará los contratos afectados y la totalidad de los documentos de venta relacionados a los mismos a favor del fiduciante. Asimismo, la obligación del Fiduciario de mantener el Fondo de Liquidez dejará de tener efecto una vez que se haya constituido el Fondo de Pago Total.

TMF Trust Company (Argentina) S.A. se desempeña como fiduciario. Posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados. Se encuentra calificado como fiduciario en '2+FD(arg)/Positiva' por FIX.

### **Riesgo de Estructura**

Mensualmente, 7 días hábiles antes de cada fecha de pago (fecha de cálculo), el fideicomiso deberá cumplir con las siguientes condiciones:

- i) Que la suma del saldo en la cuenta fiduciaria, el saldo en la cuenta de cobranzas y valores al cobro sea al menos igual a la suma de los siguientes conceptos: pago de los gastos del fideicomiso, la integración y/o reposición de los fondos de liquidez y de gastos, intereses punitivos de corresponder y compensatorios atrasados y del período de los VRDF, el pago de la cuota de amortización atrasada de los VRDF de corresponder, los servicios de capital del período de los VRDF.
- ii) Que hubiera operaciones de venta facturadas con pagos a vencer de por lo menos 1,2x la suma estimada de los conceptos mencionados en el punto i) para la fecha de pago inmediata posterior a la considerada en el punto i) y cuyo vencimiento opere con anterioridad a dicha fecha de pago de servicios.
- iii) Que la suma de las operaciones de venta de los contratos afectados históricos y las operaciones de venta a realizarse en virtud de los contratos afectados "take or pay" (toma o paga) se dé al menos 1,2x el monto pendiente de los VRDF.

A fin de cumplir con el requisito de cobertura suficiente, el fiduciante podrá afectar al fideicomiso otras operaciones de venta bajo nuevos contratos con compradores adicionales elegibles. La sustitución de contratos afectados deberá realizarse cuando RGA haya realizado adelantos al Fideicomiso por dos meses consecutivos o tres alternados, ya sea por incumplimiento de pago de un Comprador, o una baja en el precio de gas o por cualquier otro incumplimiento. Esta sustitución se efectuará 7 días hábiles anteriores del subsiguiente servicio por contratos con aquellos compradores adicionales elegibles (detallados en el Contrato del Fideicomiso) con plazo similar y flujo de fondo esperado de cobro igual o superior a él/los contratos afectados que reemplace.

Sino pudiera hacerse efectiva la sustitución o el agregado de contratos, el fiduciante será responsable por los saldos adeudados o por el menor precio de gas hasta el importe necesario para cubrir las necesidades financieras del próximo servicio del Fideicomiso.

Se considerará constituido un evento especial en los siguientes casos, entre otros:

- i. Falta de pago de los servicios de los VRDF, siempre y cuando hayan transcurrido tres períodos de devengamiento consecutivos desde la última fecha de pago sin que el mismo

haya sido totalmente cancelado o si 30 días después del vencimiento final (Dic 2018) no se canceló la totalidad del valor nominal de los VRDF.

- ii. Si la CNV cancelara la autorización para la oferta pública de los VRDF o, en su caso, si el BYMA (o el mercado autorizado correspondiente), el MAE o el/los mercado/s donde se listen y/o negocien los VRDF, cancelaran el listado y/o su negociación, respectivamente, y si las resoluciones pertinentes se hallaren firmes.
- iii. Falta de cumplimiento en tiempo y forma por parte del fiduciante de cualquier obligación establecida en el contrato de fideicomiso y que dicho incumplimiento no haya sido remediado dentro de los 15 días hábiles de intimado por el fiduciario.
- iv. El no cumplimiento del requisito de cobertura suficiente y que dicha situación se mantenga sin ser remediado según lo estipulado en el contrato del fideicomiso hasta la siguiente fecha de cálculo.
- v. Insuficiencia de los activos fideicomitados para afrontar los gastos del fideicomiso y que dicho incumplimiento no haya sido remediado dentro de los 10 días hábiles de intimado por el fiduciario, excepto que por la naturaleza del gasto correspondiere un plazo menor.
- vi. Si una autoridad gubernamental tomara medidas que puedan (a) afectar adversa y significativamente al fiduciante para hacer frente a sus obligaciones de acuerdo al Contrato -según fuere informado por éste al fiduciario-, o (b) afectar a los derechos del fiduciario o de los beneficiarios y dichas medidas no fuesen subsanadas en tiempo y forma para restablecer tales derechos;
- vii. La imposición de cualquier tributo y/o carga sobre los créditos titulizados que afecte adversamente de manera sustancial la continuación del fideicomiso, conforme lo dictaminara el asesor impositivo;
- viii. Si fuera decretado contra el Fiduciante un embargo, inhibición, o cualquier otra medida cautelar por un monto acumulado superior a U\$S 15.000.000 del importe neto de las operaciones de venta y dichas medidas cautelares o definitivas no fueran levantadas en el plazo de quince 15 días hábiles.
- ix. Si fuera solicitada la quiebra del fiduciante, y la misma no fuera desistida, rechazada o levantada en el término de 15 días hábiles de ser notificado.
- x. Si el fiduciante solicitara la formación de concurso preventivo de acreedores o la declaración de su propia quiebra; o iniciara procedimientos para un acuerdo preventivo extrajudicial en los términos de la legislación concursal.
- xi. Si el fiduciante figurara en la Central de Riesgo del BCRA en situación irregular por 15 días consecutivos (clasificaciones 3, 4 o 5).
- xii. Si el fiduciante incumpliese con sus obligaciones bajo los contratos afectados lo cuales repercutan en las operaciones de venta y en la cobranza y que dicho incumplimiento no haya sido remediado dentro de los 10 días hábiles de intimado por el fiduciario.
- xiii. Si se dispusiera cualquier medida cautelar o ejecutiva, cualquiera fuere su monto, sobre la cuenta de cobranzas, salvo que la medida no afectara la disponibilidad de los fondos allí acreditados, o que se acreditaran en el futuro, para transferir y disponer los fondos desde la misma en la forma estipulada en el Contrato y por los montos correspondientes;
- xiv. Si por cualquier circunstancia fuera cerrada la Cuenta de Cobranzas y ello afectase el pago de los Servicios en los términos del Artículo 3.3, o por cualquier circunstancia no pudiera asegurarse que los únicos débitos de dicha cuenta sean transferencias a la Cuenta Fiduciaria y/o a la Cuenta Disponible del Fiduciante, según sea el caso;



- xv. Cualquier impugnación por sentencia o laudo arbitral definitivos que restrinja la validez, vigencia, alcance y ejecutabilidad del Contrato de Fideicomiso o de los Contratos Afectados (salvo respecto de aquellos Contratos Afectados que hubieran sido debidamente sustituidos de acuerdo a lo previsto en el apartado (d) anterior) y las Operaciones de Venta, Documentos de Venta, o que tenga por efecto una insuficiencia de los Activos Fideicomitados para cumplir con el pago de los Servicios; y/o
- xvi. Si cualquier información, declaración, garantía o certificación significativa realizada o suministrada por el fiduciante conforme al Contrato de Fideicomiso (incluyendo cualquiera de sus funcionarios debidamente autorizados en ejercicio de sus funciones) resultara haber sido incorrecta, inexacta, incompleta o engañosa, en cualquier aspecto importante, en el momento de su realización, conforme a resolución firme y definitiva de tribunal competente. Si una declaración incorrecta, incompleta, inexacta o errónea fuese remediable, el evento especial se tendrá por producido si el mismo no hubiese sido remediado por el fiduciante dentro de los 20 días hábiles de intimado al efecto por el fiduciario.

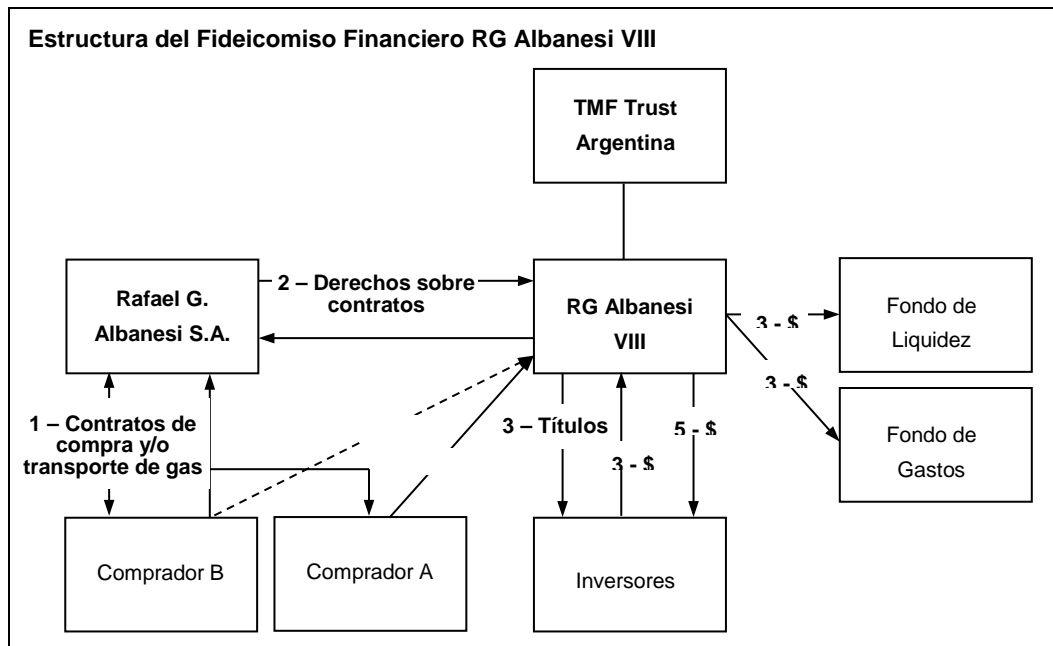
Producido cualquiera de los eventos especiales, el fiduciario deberá inmediatamente de tomado conocimiento del hecho:

- i. Declarar la existencia de un evento especial.
- ii. Publicar la ocurrencia del Evento Especial en la AIF, en los sistemas de información dispuestos por los mercados en que vayan a listarse y/o negociarse los VDRF y en el micrositio del MAE.
- iii. Notificar de dicho evento al fiduciante.
- iv. Remitir a los compradores B una instrucción para que depositen en la cuenta fiduciaria la totalidad de los fondos que deban abonar a partir de dicha notificación.
- v. Instruir al Banco la transferencia a la cuenta fiduciaria de los saldos en la cuenta de cobranzas y los saldos de los días subsiguientes.

Producido cualquiera de los eventos especiales previstos en los puntos (ii), (iii), (viii), (ix), (x), (xi), o (xvi) anteriores, el Fiduciario deberá dentro de los cinco (5) Días Hábiles de tomado conocimiento del hecho, convocar a una Asamblea de Tenedores a fin de que los Tenedores Mayoritarios adopten una resolución acerca de los derechos y facultades a ejercer en tal supuesto. Producido cualquiera de los eventos especiales previstos en los puntos (i), (iv), (v), (vi), (vii), (xii), (xiv) y (xv) anteriores, las decisiones adoptadas por la Asamblea de Tenedores será válida con el voto favorable del 75% del capital pendiente de pago de los Valores Representativos de Deuda Fiduciaria, de conformidad con lo establecido por las Normas de la CNV.

Asimismo, el fiduciante tendrá la obligación de aportar fondos a la cuenta fiduciaria por un importe igual a: i) al menos igual a la suma del próximo servicio de deuda de los VRDF incluyendo el pago de la cuota de amortización, la integración y/o reposición de los fondos de liquidez y de gastos, intereses punitivos y compensatorios de los VRDF y pago de los gastos del fideicomiso; o ii) declarada la caducidad de los plazos, la totalidad de las sumas adeudadas bajo los VRDF menos el saldo existente en la cuenta fiduciaria.

La estructura cuenta con un fondo de liquidez que inicialmente se integrará con el producido de la colocación por un monto equivalente a 2x el pago de intereses del segundo servicio de los VRDF Clases A y B de acuerdo al esquema teórico (tasa proyectada del 24% para VDFRA y del 25,0% para los VDFRB) y luego se deberá mantener en 2x el próximo servicio de intereses de los VRDF. Asimismo, el fideicomiso cuenta con un fondo de gastos con un saldo mínimo de \$ 30.000.



### Riesgo de Mercado

El impacto que un deterioro de las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los deudores y fue debidamente considerado y reflejado en los niveles de estrés aplicados.

### Riesgo Legal

Rafael G. Albanesi S.A. y TMF Trust Company (Argentina) S.A. están constituidas bajo las leyes de la República Argentina. Los VRDF, objetos de las presentes calificaciones, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario, del fiduciante, de los beneficiarios y del fideicomisario, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores, excepto compromiso expreso de estos y/o fraude.

### Limitaciones

Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

### Descripción de la Estructura

Rafael G. Albanesi S.A. (RGA o el fiduciante) cederá a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (TMF o el fiduciario) derechos creditorios originados en contratos de venta y/o transporte de gas natural celebrados entre RGA y determinados compradores. La cesión implica los derechos

generados y que se generen por los contratos suscriptos o a suscribirse con Celulosa Argentina S.A. (comprador "A") y Solvay Indupa S.A.I.C. (comprador "B") por hasta el monto de la emisión y hasta su cancelación, sin perjuicio de lo cual se han cedido en garantía de pago el 100% de los flujos de los contratos antes mencionados. Ante incumplimiento deberán cederse contratos con compradores adicionales elegibles con plazo similar y flujo de fondo esperado de cobro igual o superior a el/los contratos afectados que reemplace.

En contrapartida, el fiduciario emitió VRDF Clase A y B por un total de VN\$ 200 millones. Los compradores A y B serán notificados de la cesión y en el caso del comprador B deberá continuar realizando sus pagos en RGA, salvo notificación por parte del Fiduciario en cuyo caso deberán realizar los pagos a la cuenta fiduciaria. El comprador A deberá realizar los pagos a la cuenta fiduciaria. Los pagos a los VRDF se harán de acuerdo a un cronograma estimado de vencimientos, siendo la última fecha de pagos estipulado para Septiembre 2018.

Con el producido de la colocación se fondeará una cuenta de liquidez y una cuenta de gastos por \$ 30.000.

### **Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos**

**Estructura financiera:** en contraprestación a la cesión de los créditos, el fiduciario emitirá títulos con las siguientes características:

Los VRDFA tendrán derecho al cobro de los siguientes servicios: i) en concepto de amortización de capital, el monto detallado en el cronograma estimado de pagos; y ii) en concepto de interés, una tasa de interés variable BADLAR para Bancos Privados más 550 puntos básicos de margen con un mínimo a determinar en la colocación y un máximo estimado de 30%.

Los VRDFB tendrán derecho al cobro de los siguientes servicios: i) en concepto de amortización de capital, el monto detallado en el cronograma estimado de pagos; y ii) en concepto de interés, una tasa de interés variable BADLAR para Bancos Privados más 550 puntos básicos de margen con un mínimo a determinar en la colocación y un máximo estimado de 31%.

La falta de pago total o parcial de un servicio de capital por insuficiencia de fondos fideicomitados no constituirá incumplimiento quedando pendiente para la próxima fecha de pago. El vencimiento final de los VRDF se producirá en la última fecha de pago de servicios, la cual no podrá ser una fecha posterior a la fecha en que se cumplan 365 días contados desde la fecha de emisión, excepto que se produjera un evento especial.

### **Mejoras crediticias:**

El fideicomiso figura con la mayor preferencia de cobranza sobre los flujos cedidos. El comprador "A" deberá depositar los fondos directamente en la cuenta fiduciaria, el comprador "B", salvo notificación por parte de fiduciario, continuará realizando los pagos a RGA en la cuenta administrada por el Fideicomiso.

Considerando los compradores "A" y "B", que los VRDF Clase A y B devenguen la tasa de interés máxima y el fondo de liquidez totalmente fondeado, el ratio de cobertura mínimo de los servicios de deuda de los VDFRA es de 1,91x, mientras que la cobertura promedio de 2,98x. En el caso de los VDFRB, el ratio de cobertura mínimo es de 1,00x; si consideramos solo los compradores A, el ratio es de 0,60x.

Fondo de liquidez: retenido de la colocación e inicialmente igual a 2x el pago de intereses del segundo servicio de los VRDF de acuerdo al esquema teórico (tasa proyectada del 25%). Luego el fondo será equivalente a 2x el próximo servicio de intereses de los VRDF. El fondo será

destinado al pago de los servicios de los VRDF y/o gastos del fideicomiso y/o cualquier otro gasto que pudiera corresponder en caso de insuficiencia de la cobranza bajo los créditos titulizados.

Fondo de gastos: inicialmente por \$ 30.000 a ser retenidos de la colocación.

**Aplicación de fondos:** en cada Fecha de Pago, el fiduciario aplicará los fondos del fideicomiso depositados en la cuenta fiduciaria tal como se define a continuación y en el siguiente orden:

1. Al pago de los Gastos del Fideicomiso;
2. A la reposición del Fondo de Gastos (incluyendo la constitución o reposición de las Reservas);
3. A la integración, en caso de corresponder, del Fondo de Liquidez hasta llegar a los mínimos previstos en el Artículo 4.5 del contrato de fideicomiso, o con posterioridad a la primera fecha de pago de servicios (siempre y cuando no se hubiere constituido el Fondo de Pago Total), hasta llegar a un mínimo de 2x el próximo pago de Servicios de intereses; o a su reposición, de corresponder;
4. Al pago del interés punitivo, de corresponder en caso de que no se hubiere pagado el Servicio de los VRDFA a su vencimiento;
5. Al pago del interés compensatorio atrasado de los VRDFA, en su caso;
6. Al pago del interés compensatorio del período de los VRDFA;
7. Al pago del interés punitivo, de corresponder en caso de que no se hubiere pagado el Servicio de los VRDFB a su vencimiento;
8. Al pago del interés compensatorio atrasado de los VRDFB, en su caso;
9. Al pago del interés compensatorio del período de los VRDFB;
10. Al pago de la cuota de amortización atrasada de los VRDFA, en su caso;
11. Al pago de la cuota de amortización de los VRDFA;
12. Al pago de la cuota de amortización atrasada de los VRDFB, en su caso;
13. Al pago de la cuota de amortización de los VRDFB;
14. Siempre y cuando no se haya producido ni se mantuviese vigente un Evento Especial, a restituir Adelantos del Fiduciante o Adelantos Obligatorios del Fiduciante, en caso de que correspondiera de acuerdo a lo dispuesto en el contrato de fideicomiso.

## Antecedentes

RGA es una comercializadora de Gas Natural y Transporte de Gas Natural. Con más de 20 años de experiencia en el negocio es el mayor comercializador de gas natural de país con un volumen de hasta 11,2 millones de m<sup>3</sup>/día, representando un 21,6% del gas consumido por la industria y el 5,2% consumido por las usinas. La actividad está integrada por divisiones: i) Comercialización de gas natural y transporte; y ii) Comercialización de energía eléctrica.

TMF Trust Company (Argentina) S.A. tiene sus orígenes en la unidad de negocios fiduciarios de ABN AMRO Bank, división que en el año 2003 se transformó en ABN AMRO Trust Company (Argentina) S.A. y en jun'05 fue adquirida por Equity Trust Group. Recientemente Doughty Hanson, fondo privado de inversión europeo, adquirió la participación mayoritaria del capital de Equity Trust Holdings Sarl, controlante de EQT Argentina. La intención del nuevo accionista es integrar las operaciones del Grupo EQT y del Grupo TMF, donde también posee el control accionario. FIX considera que TMF Argentina podría beneficiarse por las sinergias que esta operación le genera. Se encuentra calificado como fiduciario en '2+FD(arg)/Positiva'

## Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 12 de Octubre de 2017, confirmó las siguientes calificaciones preliminares de corto plazo a los Valores Representativos de Deuda Fiduciaria (VRDF) a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero RG Albanesi VIII según el siguiente detalle

Títulos	Calificación anterior	Perspectiva anterior	Calificación actual	Perspectiva actual
VRDF Clase A por hasta VN\$ 160.000.000	A1+sf(arg)	No aplica	A1+sf(arg)	No aplica
VRDF Clase B por hasta VN\$ 40.000.000	A1sf(arg)	No aplica	A1sf(arg)	No aplica

**Categoría A1sf(arg):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

**Fuentes de información:** La información resultó razonable y suficiente. Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por Rafael G. Albanesi S.A. a septiembre de 2017 de carácter privado y la siguiente información pública:

- Programa Global de Emisión de Valores Representativos de Deuda y/o Certificados de Participación “RG Albanesi”.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**Notas:** las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.