

Fideicomiso Financiero VOII 3

3 de octubre de 2024

Este reporte está basado en información provista a septiembre de 2024. 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.

Calificaciones en la Escala Nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés	Subordinación Nominal	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF Senior	raAAA (sf)	Hasta 1.393.000.000	B + 300 bps [Min 40%; Max 65%]	26.0%	-11,5%	Noviembre 2027
VDF B	raAA (sf)	Hasta 497.500.000	B + 600 bps [Min 41%; Max 66%]	-	-51.3%	Noviembre 2027

VDF – Valores de deuda fiduciaria. ARS – pesos argentinos.

(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 y de los VDF B puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) 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.

(iv) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio diario de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre 30 y 35 días. "bps" equivale a puntos básicos.

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Octubre 2024
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el Directorio del Banco Voii en sus reuniones de fechas 31 de enero de 2023 y por la Comisión Directiva de Asociación Mutual Unión Solidaria en su reunión de fecha 20 de enero de 2023.
Activo Subyacente	Préstamos personales otorgados por Asociación Mutual Unión Solidaria y por Banco Voii

Contacto analítico

Marisol Grandi

Analista Asociada
Buenos Aires
+54 11 4891 2111
marisol.grandi@spglobal.com

Analista secundario

Marcus Fernandes

Director
San Pablo
+ 55 11 3039 9743
marcus.fernandes@spglobal.com

Daniela Ragatuso

Directora Asociada
Ciudad de México
+52 55 5081 4437
daniela.ragatuso@spglobal.com

Informe de Calificación Inicial | Fideicomiso Financiero VOII 3

Fecha de vencimiento esperada (correspondiente al monto máximo de emisión)

Valores de Deuda Fiduciaria Senior: 20 de junio de 2025
Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 20 de diciembre de 2025.

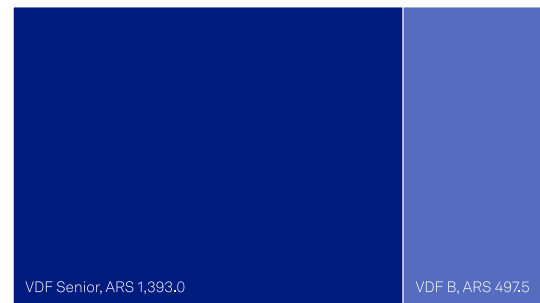
Participantes

Fiduciario	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro	Asociación Mutual Unión Solidaria
Fiduciante/Organizador/Agente de Cobro	Banco Voii S.A.
Agentes de cobro	Asociación Mutual 7 de Agosto, Mutual del Trabajador Vial de Santa Fe, Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones, Itala Asociación Mutual, Asociación Mutual General Justo José de Urquiza, OK Consumer Finance S.A. y Mutual Policial de Entre Ríos
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesor Legal	Marval O'Farrell Mairal

Fideicomiso Financiero VOII 3

Estructura de capital

ARS1.890,5 millones



	VDF Senior	VDF B
Calificación	raAAA (sf)	raAA (sf)
Subordinación nominal	26,0%	0,0%
Subordinación real	-11,5%	-51,3%
Tasa de interés máxima	65,0%	66,0%

Activo subyacente

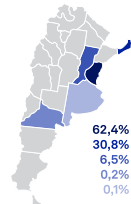


Préstamos personales

Forma de cobro

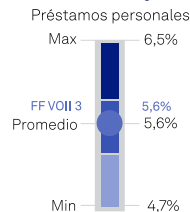


Concentración geográfica



62,4% Entre Ríos
30,8% Misiones
6,5% Santa Fe
0,2% Río Negro
0,1% Buenos Aires

Escenario base de pérdida



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Fundamento de la Calificación

En opinión de S&P Global Ratings, las calificaciones que asignamos a los valores de deuda fiduciaria clase Senior y clase B se sustentan en los siguientes aspectos:

Calidad crediticia de los activos securitizados: Después de analizar la cartera total de los fiduciarios y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de calificación, consideramos que los niveles de protección y mejoras crediticias disponibles son adecuados con las calificaciones que asignamos. Los niveles de protección y mejoras crediticias

consisten en una subordinación nominal inicial equivalente a 26.3% para los VDF Senior, y 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. Si bien los niveles de subordinación de las clases son negativos al momento de la emisión, esperamos que se tornen positivos luego del segundo pago de servicios, tras una acumulación de tres meses de cobranzas a partir de la fecha de corte.

Mecánica del flujo de fondos: Aplicamos diversos escenarios de estrés crediticio con el propósito de medir la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos. La estructura secuencial de pagos implica que hasta que se repague el capital y los intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior, no se les pagará a los tenedores de los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez que se repague completamente la deuda Senior, se procederá con el pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B. Este tipo de estructura les brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria Senior y garantiza que, en momentos de liquidez limitada, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a los inversores.

Riesgos de contraparte: Consideramos que, de acuerdo con nuestras metodologías, los niveles de aforo disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso, tanto a la cuenta fiduciaria, como al administrador de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

Riesgos operativos y administrativos: Hemos analizado a Asociación Mutual Unión Solidaria (AMUS) por su papel como fiduciante y administrador. 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. En nuestra opinión, AMUS cuenta con un personal especializado y con sistemas adecuados para generar reportes y realizar un seguimiento adecuado. S&P Global Ratings considera que el análisis del riesgo operativo no limita las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria de los fideicomisos objetos del presente informe.

Riesgos legales y regulatorios: La estructura legal de la serie que calificamos se adecúa a las operaciones que comprende 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 de las calificaciones en el corto plazo.

Las calificaciones asignadas 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 Mutual Unión Solidaria y Banco Voii transfirieron en forma irrevocable a TMF Trust Company (Argentina) S.A. una cartera de préstamos personales otorgados a jubilados y pensionados provinciales y municipales, así como a funcionarios nacionales, provinciales y municipales, originados por los fiduciantes. La cartera fue cedida a una tasa de descuento equivalente al 96,5936%. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria Senior

y los valores de deuda fiduciaria clase B. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria será a los 180 días del vencimiento del crédito de mayor plazo.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciante

AMUS se creó en 1997 con el objetivo de fomentar la asistencia recíproca entre profesionales y estudiantes de las distintas universidades de la Provincia de Santa Fe. En 1999, amplió su número de asociados obteniendo el convenio de descuento para jubilados y pensionados con la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). Al cierre de agosto de 2024, AMUS contaba con 186 empleados y 14.170 asociados.

AMUS es titular de los códigos de descuento otorgados por el Ministerio de Educación, Sistema Ministerio de Gobierno y Sistema Único de Sueldos de la Provincia de Santa Fe, así como de códigos de descuento para cuotas sociales y préstamos de dinero, otorgados por los gobiernos de las Provincias de Buenos Aires y Chubut. Asimismo, ha firmado convenios intermutuales para que pueda otorgar también ayuda económica a agentes y empleados provinciales y municipales de las Provincias de Santa Fe, Misiones, Entre Ríos, Buenos Aires, Río Negro, Chubut, Neuquén, y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Banco Voii S.A. es un banco comercial minorista de capitales nacionales, orientado a brindar productos y servicios a los clientes y público en general, promoviendo el desarrollo de las economías regionales del sector de individuos, así como también de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y empresas poco bancarizadas o con acceso restringido al sistema financiero. El banco lleva más de nueve años trabajando con su actual conducción, luego del cambio accionario que se realizó en 2014, el cual implicó también un cambio de denominación desde MBA Lazard Banco de Inversiones S.A. por su actual denominación. Al cierre de agosto 2024, Banco Voii contaba con 65 empleados.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado está compuesto por préstamos personales otorgados a jubilados y pensionados, y a empleados provinciales y municipales, originados por AMUS y Banco Voii; todos los derechos del fideicomiso sobre las cuentas fiduciarias; y todos los fondos derivados de la inversión de los fondos líquidos. Los créditos securitizados cuentan con seguro de vida.

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

Tabla 1

Características de la Cartera Inicial

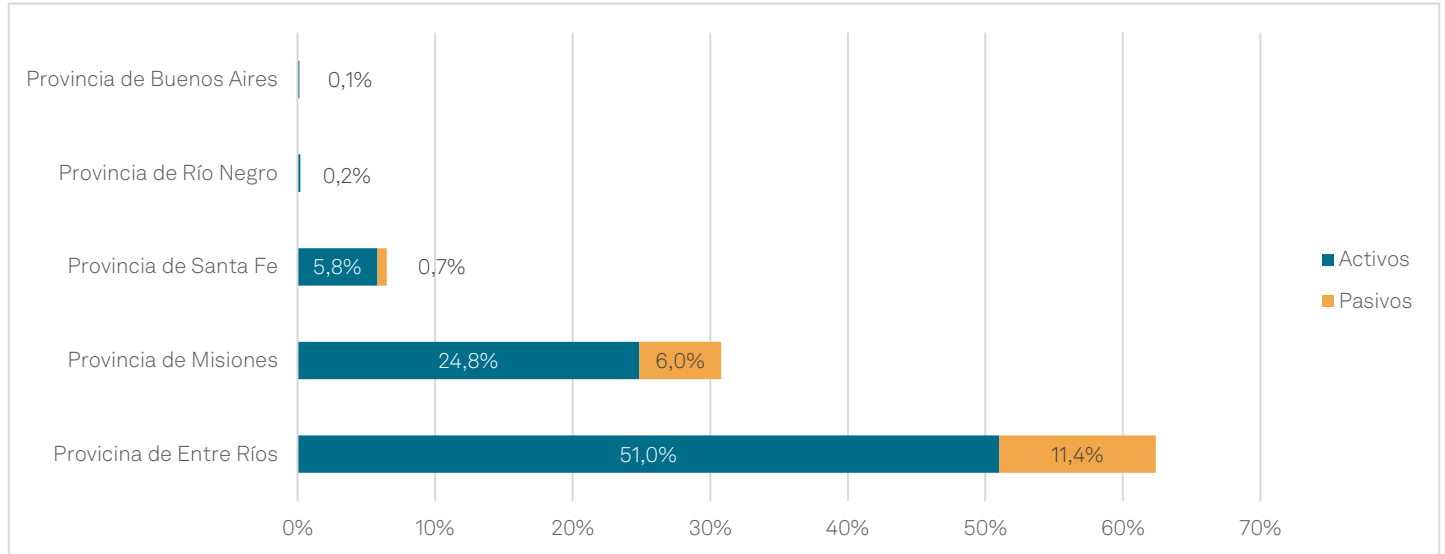
Concepto	Cartera Inicial
Saldo de capital	ARS1.249.879.371,73
Saldo de interés	ARS2.863.152.913,39
Valor nominal	ARS4.113.032.285,12
Tasa interna de retorno	192,40%
Tasa de descuento	96,593%
Valor fideicomitado	ARS1.990.000.000,00
Créditos cedidos	15.202

Saldo de capital promedio (por crédito) ARS82.218,09

El presente fideicomiso está integrado en un 96,89% por créditos otorgados por los fiduciantes a los asociados a través de la modalidad *a distancia* mediante la utilización de firma electrónica. Asimismo, a la fecha de corte, el valor fideicomitado de los créditos se compone en un 37% de créditos cedidos por Banco Voii y en un 63% de créditos cedidos por AMUS.

Gráfico 1

Fideicomiso Financiero VOII 3: Apertura por tipo de crédito y distribución geográfica

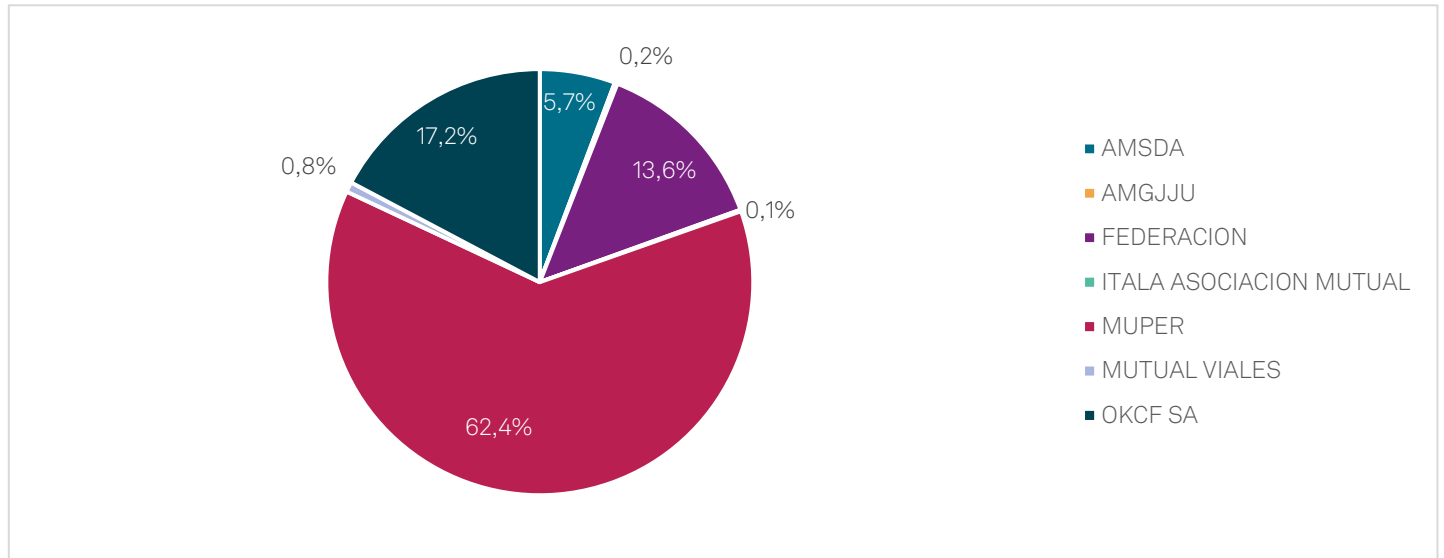


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Para la serie objeto del presente informe, AMUS y Banco Voii han celebrado un contrato de agencia de cobro con las siguientes entidades: Asociación Mutual 7 de Agosto (AMSDA), Asociación Mutual General Justo José de Urquiza (AMGJJU), Federación de Mutuales de la Provincia de Misiones (FEDERACIÓN), Mutual Policial de Entre Ríos (MUPER), Mutual del Trabajador Vial de Santa Fe (MUTUAL VIALES) y OK Consumer Finance S.A. (OKCF SA). El gráfico a continuación muestra la composición de la cartera por agente de cobro (en función al porcentaje del saldo de capital).

Gráfico 2

Fideicomiso Financiero VOII 3: Distribución por agente de cobro



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

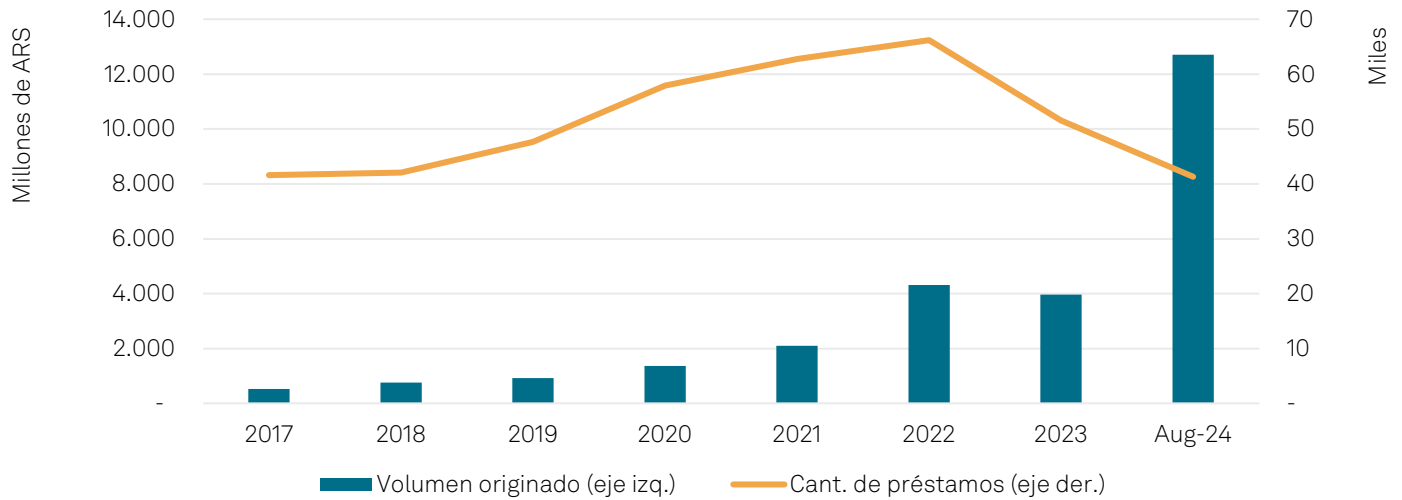
Comportamiento histórico de los activos

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de originación de AMUS y Banco Voii desde 2017 al cierre de agosto de 2024. Consideramos que el crecimiento de la originación hasta 2022 responde, en parte, a los esfuerzos comerciales de la compañía, así como también a las actualizaciones en los montos de originación en respuesta a los niveles de inflación. Asimismo, al incorporar la tasa de inflación, S&P Global Ratings considera que los niveles de crecimiento de la originación en términos reales durante los últimos años se han mantenido relativamente estables. En 2023, la originación fue significativamente negativa en términos reales tras los crecientes niveles de inflación en los últimos meses y la decisión de AMUS de no originar en cartera propia desde septiembre hasta diciembre de 2023, sino para terceros con el objetivo de limitar el riesgo por la exposición a tasas de interés y de percibir las comisiones por comercialización y administración. Al mismo tiempo, AMUS decidió no originar préstamos cuyo canal de cobro primario sea a través de débitos CBU, tras afrontar dificultades operativas que resultaron en mayores niveles de mora. En 2024, AMUS reanudó sus actividades de originación de cartera propia para aquellos préstamos cuyo método de cobranza sea a través descuento de haberes como canal primario únicamente.

En el caso de Banco Voii, el mayor ritmo en el crecimiento de la originación en los últimos años también se deriva de las actualizaciones en los montos de emisión en línea con los niveles de inflación. De la misma manera que AMUS, Voii también decidió pausar su originación entre septiembre de 2023 y marzo de 2024. En abril de 2024, Voii retomó sus actividades e originación de cartera propia.

Gráfico 3

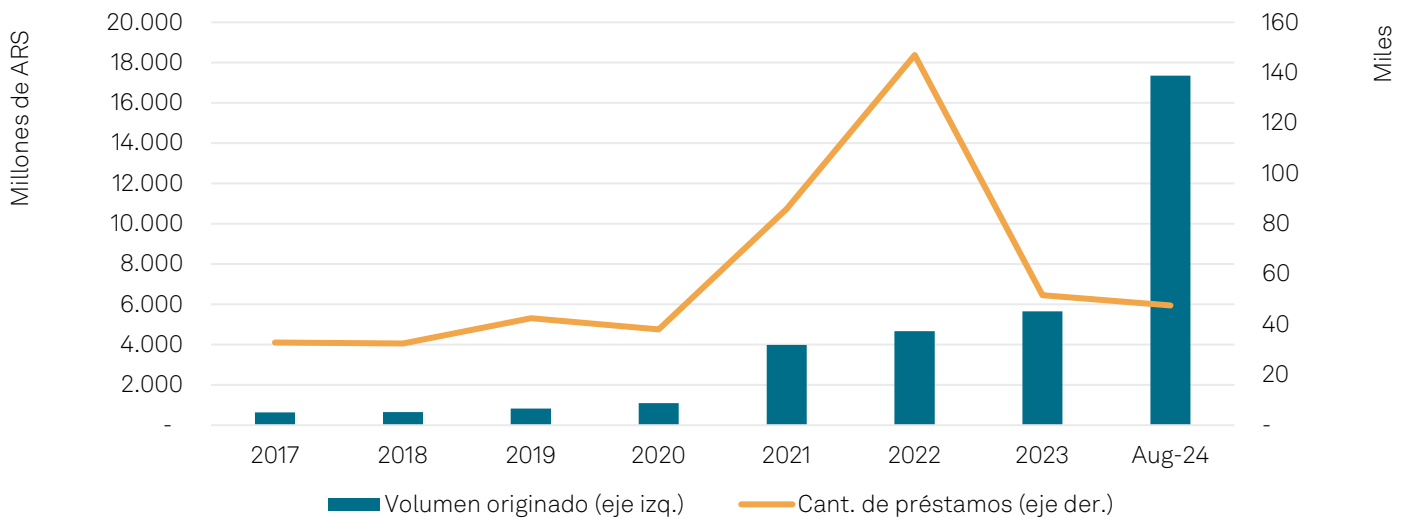
AMUS: Evolución de la originación



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 4

Banco Voi: Evolución de la originación



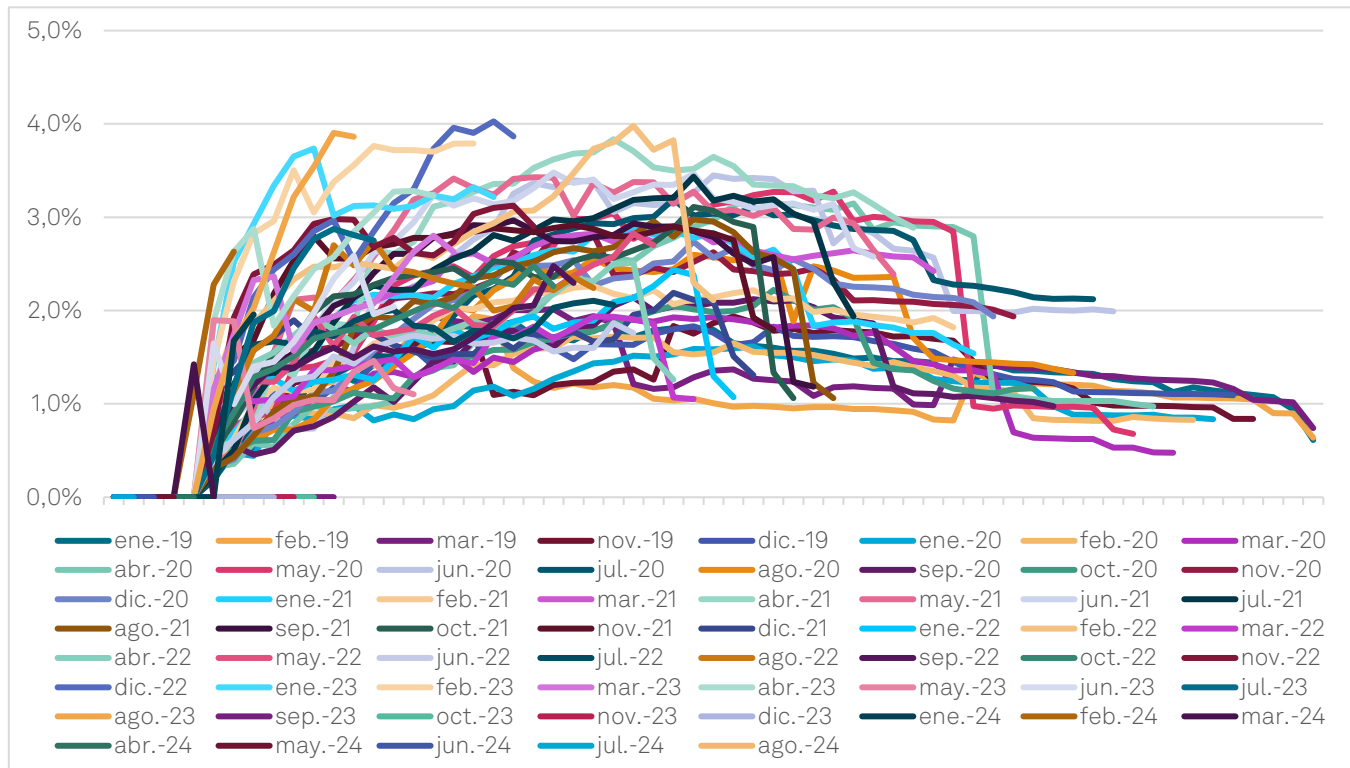
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero. Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

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. Aunque dicha información se encuentra disponible para ambos, en el caso de AMUS la misma omite algunos préstamos en mora para las figuras de los meses de abril, mayo y junio de 2019. Estas omisiones no han sido remediadas al día de la fecha y, por este motivo, hemos también utilizado información sobre series previamente securitizadas de Fideicomisos Financieros Red Mutual para determinar el escenario base de pérdida. Consideramos que la información sobre securitizadas bajo dicho programa es representativa dado que el activo fideicomitado es el mismo y a que AMUS securitizarán parte de su cartera total.

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días de la cartera total de cada fiduciante a agosto de 2024, omitiendo los meses de abril, mayo, junio y octubre de 2019. Removimos este último dado el bajo volumen originado tras la incertidumbre financiera que se desató luego de las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO), lo que resultó en niveles de mora más volátiles y que no son representativos del comportamiento promedio de la cartera de AMUS.

Gráfico 5

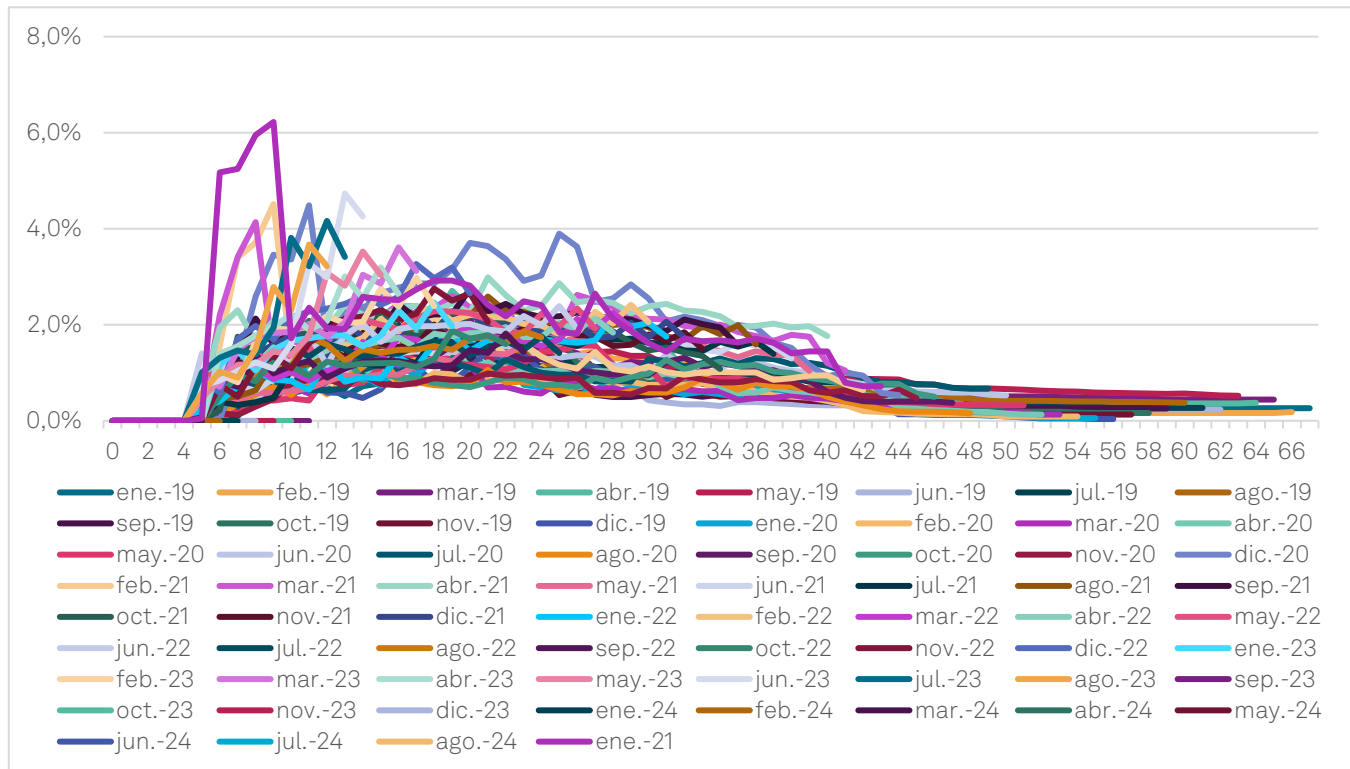
AMUS: Mora mayor a 90 días (cartera total)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero.
 Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 6

Banco Voi: Mora mayor a 90 días (cartera total)



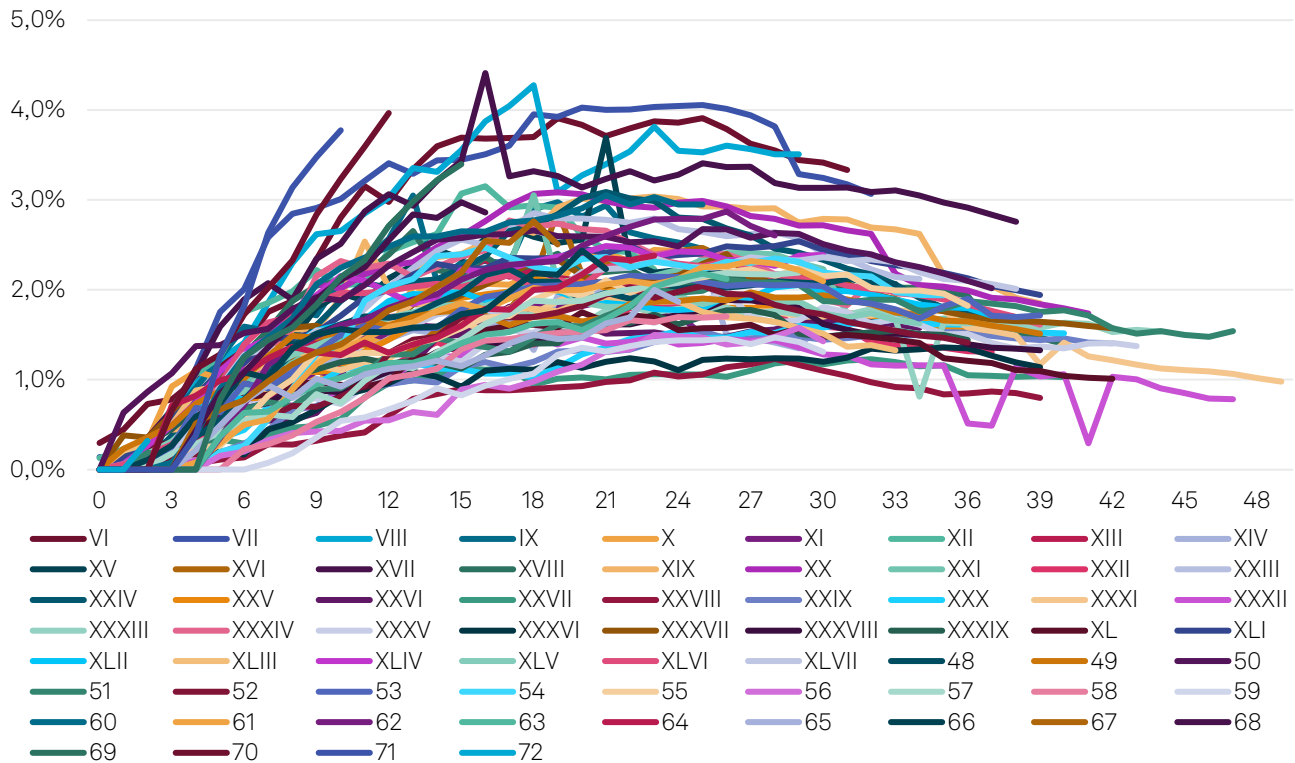
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

En el caso de Banco Voi, los puntos más altos en la morosidad no fueron tenidos en cuenta en el cálculo dado que son considerados un *outlier*. Dichos valores se deben al lanzamiento de una línea de créditos de la Provincia de Mendoza en 2021 que resultó infructuosa y fue dada de baja oportunamente. Al definir nuestro escenario base de pérdida, hemos omitido la evolución del capital colocado para dichos meses dado que el producto fue rápidamente discontinuado, los créditos de dicha línea no forman parte de la cartera y los préstamos securitizados en esta transacción no tienen exposición a la Provincia de Mendoza.

Los gráficos a continuación presentan la evolución de los niveles de mora mayor a 90 días calculados sobre el saldo de capital original de cada una de las series securitizadas de los Fideicomisos Financieros Red Mutual y del Fideicomiso Financiero VOII 2 a agosto de 2024.

Gráfico 7

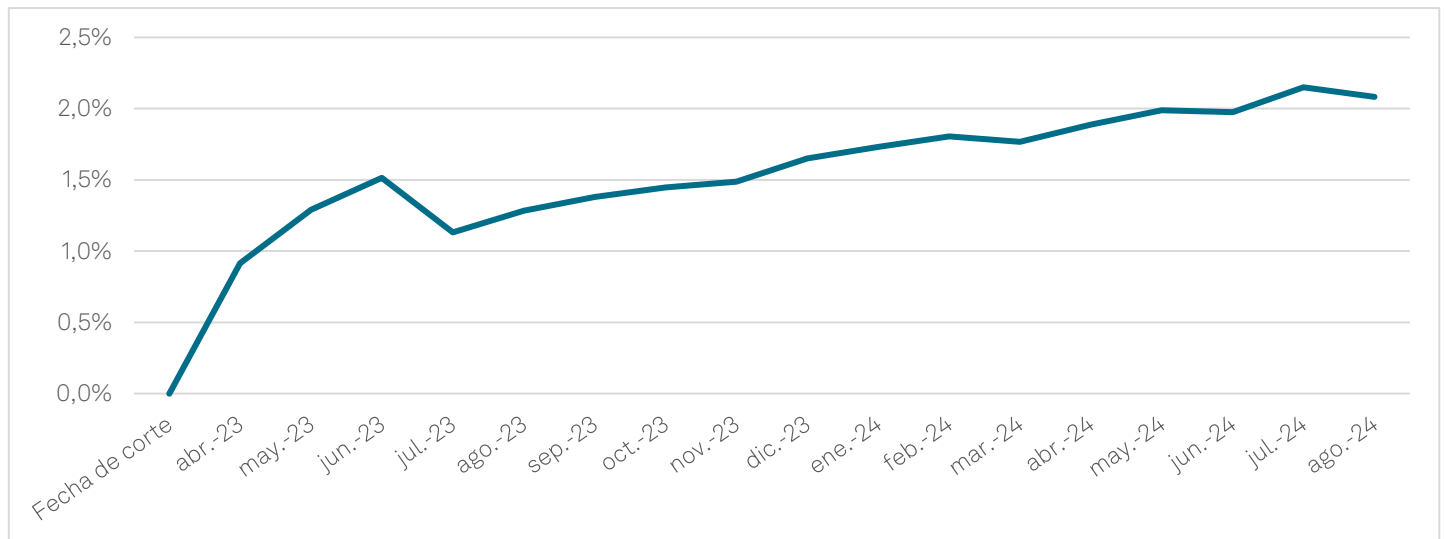
FF Red Mutual: Mora mayor a 90 días (series securitizadas)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Gráfico 8

FF VOII 2: Mora mayor a 90 días (serie securitizada)



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el asesor financiero.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Escenario Base de Pérdida

Para determinar el escenario base de pérdida, primero, seleccionamos el máximo de mora mayor a 90 días de la cartera alcanzado en una serie previamente securitizada en el caso de AMUS, y el máximo de mora mayor a 90 días de cartera total en el caso de Voii, omitiendo en el caso de Banco Voii los meses con exposición al evento de la Provincia de Mendoza mencionado anteriormente. Después, calculamos el promedio ponderado por la participación de cada fiduciante en el saldo de capital de la cartera securitizada. Por último, aplicamos un ajuste del 25% para incorporar la concentración de las operaciones de los fiduciantes en las Provincias de Santa Fe y Misiones. En nuestra opinión, la falta de segmentación de la información por agente de cobro y/o código descuento y las actuales condiciones macroeconómicas podrían continuar incrementando de manera modesta las cifras de morosidad en los próximos meses. El escenario base de pérdida final es 5,6 %.

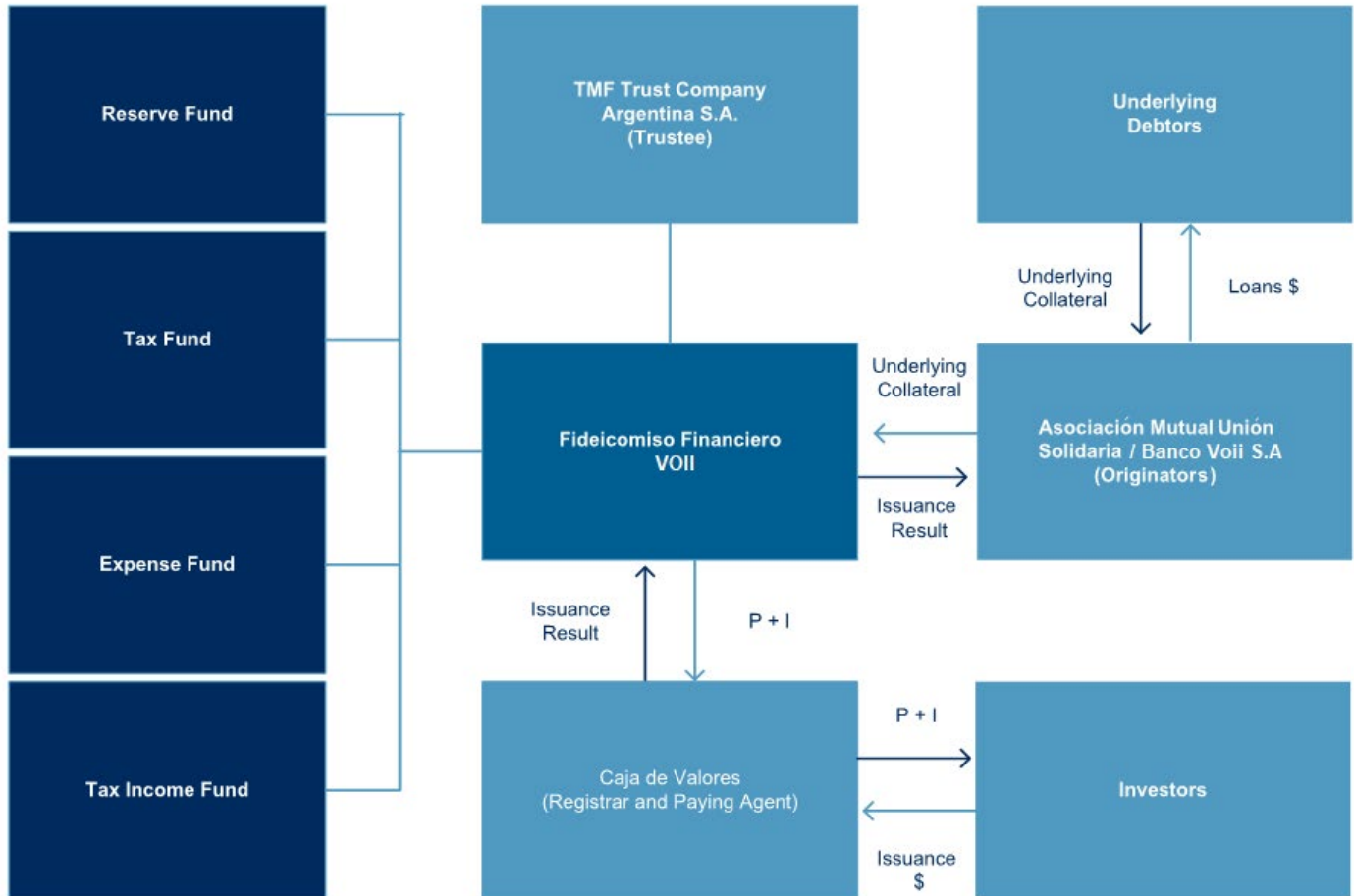
Factores de Estrés y Pérdida Crediticia

Los factores de estrés determinados para los VDF Senior y VDF B son de 3,7x (veces) y 3,3x, respectivamente. Estos incorporan un ajuste con base en compañías pares y uno 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 los siguientes factores: una alta inflación, un bajo nivel de actividad –medido como el crecimiento real del producto bruto interno (PBI)–, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo. Los factores de estrés determinados resultan en una pérdida crediticia total de 20,7% para los VDF Senior y de 18,8% para los VDF B.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 9

Fideicomiso Financiero VOII 3



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2024 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 no se produzca un evento especial:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos (de corresponder)
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de corresponder)

- Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
- Devolución de los anticipos de los fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés devengado de los valores de deuda fiduciaria Senior que se encuentre impago, correspondiente a cualquier fecha de pago anterior
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria Senior
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria Senior hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de los gastos extraordinarios (de corresponder)

Si se produjese un evento especial y se dispusiera la continuación del fideicomiso:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución y/o reposición de la cuenta de gastos
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución y/o reposición del fondo de garantía (de corresponder)
- Constitución del fondo de reserva impositivo (de ser necesario)
- Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés atrasado de los valores de deuda fiduciaria Senior que se encuentre impago, correspondiente a cualquier fecha de pago anterior
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria Senior
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria Senior hasta su cancelación total
- Pago de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)

Si se produjese un evento especial y se dispusiera la liquidación anticipada del fideicomiso:

- Pago de impuestos
- Pago de gastos del fideicomiso
- Constitución del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder)
- Constitución del fondo de reserva impositivo (de corresponder)
- Devolución de los anticipos de fondos que eventualmente efectúe el fiduciante
- Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria Senior hasta su cancelación total
- Pago de interés y capital de los valores de deuda fiduciaria clase B hasta su cancelación total
- Pago de gastos extraordinarios (de corresponder)

Cuando los fondos recaudados o los existentes en el fondo de garantía no fueran suficientes para pagar los servicios correspondientes en cada fecha de pago, una vez pagados los impuestos y restituido el fondo de gastos, los mismos serán pagados cuando el flujo de fondos recibido lo permita, sin que la falta de pagos implique un evento de incumplimiento. Asimismo, se devengará el interés compensatorio correspondiente sobre el saldo impago equivalente a tasa de referencia de los valores de deuda fiduciaria clase Senior más el 0,5%

Gastos e Impuestos de la Transacción

El fiduciario detraerá de las cobranzas la suma de ARS300.000 para constituir inicialmente la cuenta de gastos. La misma es la cuenta fiduciaria a nombre del fideicomiso en la que se depositarán las sumas que el fiduciario afecte al pago de los gastos ordinarios y extraordinarios del fideicomiso. Estos gastos incluyen, entre otros, la remuneración del fiduciario, del agente de registro y pago, los honorarios y gastos de los auditores, contadores, calificadoras de riesgo y demás asesores legales, los gastos y comisiones bancarios respectivos, los derechos y aranceles, y las tasas o contribuciones requeridas por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Al vencimiento del fideicomiso, los montos remanentes en la cuenta de gastos serán liberados para su acreditación en la cuenta fiduciaria conforme al orden de prelación de pagos.

Protecciones y Mejoras Crediticias

Los valores de deuda fiduciaria Senior y clase B se beneficiarán con el diferencial (*spread*) 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

El fideicomiso financiero contará con un fondo de garantía por un monto inicial de ARS115.249.623. El fiduciario retendrá el monto requerido de las cobranzas. Luego de la primera fecha de pago y mientras los valores de deuda fiduciaria Senior se encuentren vigentes, este fondo será equivalente a la suma de 2,0x el próximo servicio de intereses de los valores de deuda fiduciaria Senior y 1,0x el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. Una vez cancelados los títulos Senior, el mismo será equivalente a 1,0x el próximo servicio de interés de los valores de deuda fiduciaria clase B. Este fondo se podrá utilizar para el pago de servicios de interés de los títulos ante la insuficiencia de fondos originados por cualquier evento, incluyendo el caso de la necesidad de reemplazar al administrador de la cartera titulizada y de esta forma mitigar el riesgo de fungibilidad de los fondos y el pago de los gastos o gastos extraordinarios del fideicomiso, si fuese necesario. En el caso que el saldo de capital de la clase B sea igual o inferior al saldo del fondo de garantía, este último será liberado totalmente para el pago de la clase B.

Asimismo, de corresponder, se constituirá un fondo para realizar el pago de impuesto sobre las ganancias. Dicho fondo se integrará con los fondos depositados en la cuenta de cobranzas una vez constituida la cuenta de gastos. El fiduciario, al cierre de cada balance mensual, proporcionará a los asesores impositivos la información necesaria para que estimen el importe a pagar en concepto del mencionado impuesto. Asimismo, y en caso de corresponder, retendrá mensualmente dicho monto de los fondos depositados en la cuenta de cobranzas. En el caso de existir anticipos del impuesto, el fiduciario sustraerá de las cobranzas de cada período de devengamiento el equivalente al 100% del anticipo estimado a pagar al siguiente mes. De existir fondos excedentes del fondo de impuesto a las ganancias se liberarán para su acreditación en la cuenta fiduciaria.

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

Las cuentas necesarias para depositar las cobranzas 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

Para la calificación de las 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:

- **Momento de la pérdida:** Las pérdidas crediticias fueron aplicadas a lo largo de la vida de los créditos, de acuerdo con una curva de pérdida que refleja el comportamiento promedio de las series vigentes previamente securitizadas por el fiduciante.
- **Retorno anual esperado:** Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 65% y 66% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria Senior y clase B, respectivamente.
- **Tasa de prepago:** hemos aplicado una tasa de prepago del 15%, teniendo en cuenta comportamiento histórico de las series de Fideicomiso Financiero VOII 2 de las series anteriores de Fideicomisos Financieros Red Mutual.

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera a ser titulizada son suficientes para soportar las pérdidas crediticias bajo los escenarios de calificación analizados.

Análisis de Sensibilidad

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuál sería el potencial impacto a la baja de las calificaciones ante incrementos en el escenario base de pérdida definido para esta transacción. El resultado del análisis fue que, ante un incremento en nuestro escenario base de pérdida de 20%, las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria Senior podrían mantenerse sin cambios, mientras que la Clase B vería una disminución en su calificación dentro del esquema de las B. Consideramos que la transitoriedad de las calificaciones asignadas se mantiene en línea con nuestro criterio.

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: el administrador de los activos securitizados, el proveedor de contratos de derivados, etc.

Cuenta Fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Vooi S.A. De acuerdo con el análisis que realizó 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 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 Unión Solidaria	Fiduciante/Administrador	Realizar el seguimiento de los créditos e informar los cobros percibidos

Tabla 3

Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

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

Riesgo de Severidad

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado a la interrupción del servicio del PCT, ya que el criterio evalúa cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo con el análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción en el desarrollo de sus funciones tanto de AMUS podría generar un ligero crecimiento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad es moderado.

Riesgo de Portabilidad

El segundo paso evalúa la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la securitización considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también considera 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. Tras evaluar todos estos factores, consideramos que la evaluación del riesgo de portabilidad es alta.

Riesgo de Interrupción

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

PCT de respaldo

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

Calificación Máxima Potencial

S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso no se encuentran limitados en los niveles de calificación máxima que pueden ser otorgados, como consecuencia del resultado del análisis del riesgo operativo.

Riesgos Legales y Regulatorios

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la transacción. Para ello nos apoyamos en los asesores legales del fideicomiso y en los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Prospecto de Oferta Pública.
- Programa Global de Valores Fiduciarios “VOII”.
- Suplemento de Prospecto preliminar de Términos Particulares del Fideicomiso Financiero VOII 3.
- Contrato Suplementario preliminar del Fideicomiso Financiero VOII 3.
- Opinión Legal preliminar provista por Marval O’Farrell Mairal.

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

S&P 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.

Después de analizar 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 preliminares de fecha 20 de septiembre de 2024, disponibles en 25 de mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Opinión legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 20 de septiembre de 2024, disponible en Av. Leandro N. Alem 882, Piso 13, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Información provista por el fiduciario de fecha 31 de agosto de 2024, disponible en Urquiza 3026, Santa Fe, Provincia de Santa Fe, Argentina; y Sarmiento 336, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Información provista por el organizador de fecha 31 de agosto de 2024, disponible Sarmiento 336, Piso 6, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

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](#).

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.

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

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.

Definición de Incumplimiento

Una obligación calificada con 'D' se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación 'D' se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de los próximos cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o los próximos 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 reestructura de deuda en condiciones desventajosas (*distressed*).

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. 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 (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), 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 DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios 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 estudios, 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 (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener 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 está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad 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 dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de 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, normalmente de parte de 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.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían 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.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

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 <https://www.spglobal.com/ratings/es/>

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. RD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.