

## Grupo Monarca III

Fideicomiso Financiero  
 Informe Preliminar

### Calificaciones preliminares

Clase	Monto hasta VNS	Vencimiento Legal	Calificación	Subordinación	Perspectiva
VDF Clase A	\$ 50.884.130	Mar/2019	Asf(arg)	30%	Estable
VDF Clase B	\$ 14.538.323	Oct/2019	BB+sf(arg)	10%	Estable
CP	\$ 7.269.161	Mar/2020	BBsf(arg)	0%	Estable

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria

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.

### Resumen de la transacción

Grupo Monarca S.A (fiduciante) cederá a Cohen S.A. (fiduciario) créditos por un valor nominal equivalente a \$83.894.561 (Valor fideicomitado de \$72.691.614) correspondientes a las cuotas de los meses de Noviembre de 2017 a Octubre de 2019 de 118 Boletos de Compra-Venta del emprendimiento inmobiliario comercialmente denominado "Lagoon Pilar". En contraprestación, el fiduciario emitirá VDFA, VDFB y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos a ceder. Contará con una Cuenta de Gastos y Cuenta de Fondo de Impuesto a las Ganancias.

El Fideicomiso cuenta con un seguro de caución de la compañía Zurich por un monto de hasta VN \$50.884.130 a favor del Fideicomiso Financiero (FF) Grupo Monarca III con el objetivo de garantizar el cumplimiento por parte de Grupo Monarca S.A. (GMSA, el tomador del seguro) de sus obligaciones como gerenciador del emprendimiento Lagoon Pilar.

### Factores relevantes de la calificación

**Calidad del fiduciante:** el riesgo crediticio de los instrumentos reside en la calidad y habilidad del fiduciante para cumplimentar con el gerenciamiento y finalización de las obras del emprendimiento Pilar Lagoon.

**Calidad de los activos:** el CLTV estimado de la cartera cedida asciende a 34,5% lo que es considerado bajo y sugiere una adecuada calidad crediticia de los deudores. El plazo remanente de pagos de las cuotas cedidas es en promedio 15 meses, con un plazo original de 45 meses. La mora estimada a más de 90 días por los créditos originados en Pilar Lagoon se encuentra en un rango adecuado.

**Riesgo de obra y Seguro de caución:** con el objetivo de mejorar la calidad crediticia de los VDFA, GMSA toma un seguro de caución por el monto de los VDFA a favor del FF. El seguro se ejecuta si GMSA no avanza en las obras comprometidas e incumple con sus obligaciones como fiduciante. FIX considera que el seguro de caución le agrega previsibilidad a la construcción del emprendimiento y al destino de la colocación de los VDF lo que generaría una mayor certidumbre en la continuidad de los pagos de las cuotas de los boletos de compra venta. El VDF B no se encuentra cubierto por el seguro, no pudiendo acceder a una calificación de grado de inversión.

**Ratios de cobertura:** considerando el flujo a percibir por los créditos cedidos, el ratio de cobertura promedio de los VDF A a tasa máxima, con el fondo de liquidez y plazo de amortización esperado, es de 3,0x (veces); mientras que el mínimo es de 1,94x.

### Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso de deterioro de la calidad crediticia y/o de las operaciones de GMSA o una mayor volatilidad en el sector de real estate.

### Índice

	pág.
Calificaciones preliminares	1
Riesgo Crediticio	2
Modelo, aplicación de metodología e información	2
Análisis de sensibilidad	2
Análisis de los activos	2
Desempeño de los activos	4
Riesgo de contraparte	5
Riesgo de Estructura	5
Riesgo de Mercado	6
Riesgo Legal	6
Limitaciones	7
Descripción de la Estructura	7
Estructura financiera	8
Mejoras crediticias	8
Aplicación de fondos	9
Antecedentes	10
Anexo A: Originación de préstamos	11
Anexo B: Dictamen de calificación	12

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

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

#### Responsable del sector

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

## 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.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

El análisis implicó la evaluación crediticia de GMSA y su capacidad de continuar con el gerenciamiento del emprendimiento Pilar Lagoon así como también la originación de los derechos crediticios bajo los contratos de compra-venta de las unidades funcionales.

Se ha analizado la calidad crediticia de los activos cedidos al fideicomiso en términos de plazos remanentes y relación de cuotas faltantes en términos del valor de compra de la propiedad, mora histórica de GMSA en el emprendimiento Pilar Lagoon, funcionamiento de la póliza de caución en términos de su relación con la finalización y entrega de las propiedades comprometidas.

La calificación asignada es consistente con los riesgos que afrontan los VDF como son el de atraso o no finalización de las obras y/o entrega de posesión de las unidades, las características de los derechos cedidos, el de incumplimiento de los compradores de los inmuebles (deudores de los derechos cedidos) y el del incumplimiento de GMSA en el Fideicomiso. Las mejoras crediticias que poseen los VDF como son la relación entre el flujo de los derechos cedidos y el pago de los servicios de capital e intereses de los VDF, una estructura de pagos totalmente secuencial, el poder cedido por GMSA al fiduciario a debitar cobranzas directamente a la cuenta fiduciaria, la posibilidad del fiduciante de reemplazar los derechos cedidos en mora y fundamentalmente el seguro de caución que protege a los VDF frente al no avance de las obras y al incumplimiento de GMSA en el Fideicomiso.

**Análisis de sensibilidad:** se analizó el flujo de fondos estimado de las cobranzas con el fin de evaluar los ratios de cobertura de los servicios de los VDF Clases A y B. Las principales variables a considerar son: flujo de las cuotas a ceder, tasa de interés BADLAR, amortizaciones de los VDF y fondo de liquidez.

Considerando que los VDF Clase A y B devenguen la tasa de interés máxima, el fondo de liquidez totalmente fondeado y las amortizaciones de capital de ambas clases se producen en el período de vencimiento esperado en el prospecto del FF, el ratio de cobertura promedio de los servicios de deuda de los VDF A es de 3,0x, con un ratio mínimo considerando una caída de las cobranzas en 15% del 1,71x. En el caso de los VDF B, el ratio mínimo de cobertura se encuentra más ajustado. Se concluye que el VDF B está más expuesto a la necesidad de que el Fiduciante cubra cualquier faltante de fondos para su pago.

**Análisis de los activos:** Los créditos cedidos fueron asignados a personas físicas y la concentración de deudores es muy baja, 111 de los 118 deudores tienen sólo un boleto de compra venta comprometido en la cesión. El plazo original de los créditos fue de 45 meses y actualmente el plazo remanente es de 15 meses, la deuda cedida en promedio alcanza los \$710.971,86.

De los créditos cedidos 14,2% son lotes individuales, 0,3% corresponde a casas multifamiliares ya terminadas, 1,3% a casas multifamiliares con más del 70% de finalización de las obras y el resto son viviendas multifamiliares en proceso de construcción (84,2%).

Se realizó un análisis del CLTV aproximado de los créditos cedidos con el objetivo de evaluar cuanto del precio inicial de la venta de la propiedad estaría cancelado. El valor es aproximado dado que se realizó con el precio de compra-venta inicial que no contiene actualización por algún índice de precios y las cuotas pendientes que tampoco incluyen ajustes.

### Criterios relacionados

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

El CLTV promedio ponderado aproximado de la cartera cedida se encuentra en 34,5%. Es decir, en promedio los tenedores de los boletos de compraventa asociados a las cuotas cedidas en el fideicomiso estarían debiendo alrededor del 35% del valor del boleto inicial sobre la propiedad. FIX considera que el CLTV de la cartera cedida es bajo lo que establecería una menor probabilidad de default de las cuotas de los boletos cedidos al FF.

La demora promedio en meses de las propiedades ya entregados en Pilar Lagoon ronda los 9-10 meses que estaría dentro del plazo estipulado en el contrato de compra-venta de las unidades. El historial de mora de las cobranzas del emprendimiento se encuentra dentro de los rangos adecuados considerados por FIX, la mora a más de 90 días es de 8% y a más de 120 días 5,2%.

Dada las características de los derechos cedidos -cuotas de boletos de compraventa de inmuebles en construcción- los VDF se encuentran expuestos al riesgo de no avance de la construcción del emprendimiento y como consecuencia de no entrega en posesión de los departamentos. En términos generales bajo los contratos de compraventa los compradores se obligan a realizar un pago inicial a la firma del contrato, el restante se paga en cuotas mensuales ajustadas por CAC (índice de costo de la construcción). Por su parte el vendedor se obliga a la entrega de los departamentos en las condiciones pactadas con un plazo mínimo de 24 meses a un máximo de 60 meses de firmado el contrato de compra venta (según los contratos cedidos al FF); sin embargo este plazo puede ser prorrogado 10 meses sin que ello implique el incumplimiento de dicho contrato. Al término de este plazo y en el caso que no se hayan entregado las unidades, los compradores tienen derecho a: i) exigir el cumplimiento judicial del contrato; o ii) declarar resuelto el mismo.

Dado que los boletos de compraventa no son cedidos al fideicomiso sino sólo las cobranzas o cuotas de los mismos, GMSA toma un seguro de caución a favor del FF que se ejecuta cuando el fiduciante no avanza en las obras comprometidas e incumple con las obligaciones acordadas bajo el contrato de FF con el asegurado. FIX considera que el evento de interrupción de las cobranzas debido al no avance de las obras o el desvío del dinero a otras actividades que no sean el emprendimiento está cubierto por el seguro de caución lo que le otorga a la estructura del fideicomiso una mayor certeza de flujo de fondos futuros. La compañía aseguradora es Zurich SA que se encuentra calificada por FIX en AAA(arg).

El objetivo de la póliza de caución es garantizar el cumplimiento de las obligaciones de gerenciador del proyecto por parte de GMSA. Este debe seguir un cronograma de avance de obra estipulado con anticipación. El incumplimiento por parte de GMSA en cuanto al avance de obra es auditado por Leza, Escriña y Asociados con un desvío de un 25% (asociado al monto en pesos asignado en el cronograma de avance de obra). De producirse el incumplimiento GMSA tiene 60 días para regularizar la situación. Una vez transcurrido ese plazo si GMSA no regularizó las obras e incumple con sus obligaciones como fiduciante en el contrato de FF, la póliza se ejecuta en un plazo de 15 días de confirmarse el siniestro.

Algunas de las obligaciones más importantes de GMSA frente al FF:

- Destinar el producido de la colocación, previo de las deducciones pertinentes, exclusivamente al desarrollo del Emprendimiento.
- Obligación del Fiduciante de otorgar poder al Fiduciario de debitar directamente de la Cuenta del Grupo Monarca, los fondos para su transferencia a la Cuenta Fiduciaria.

El seguro establece que el fideicomiso podrá reclamar el pago de una indemnización a GMSA frente al incumplimiento del avance de obra de los edificios E03 y E14 conforme a un avance de obra programado con antelación. Los edificios seleccionados para formar parte del seguro fueron elegidos por GMSA dado que son los primeros con entregas programadas el próximo año. En el

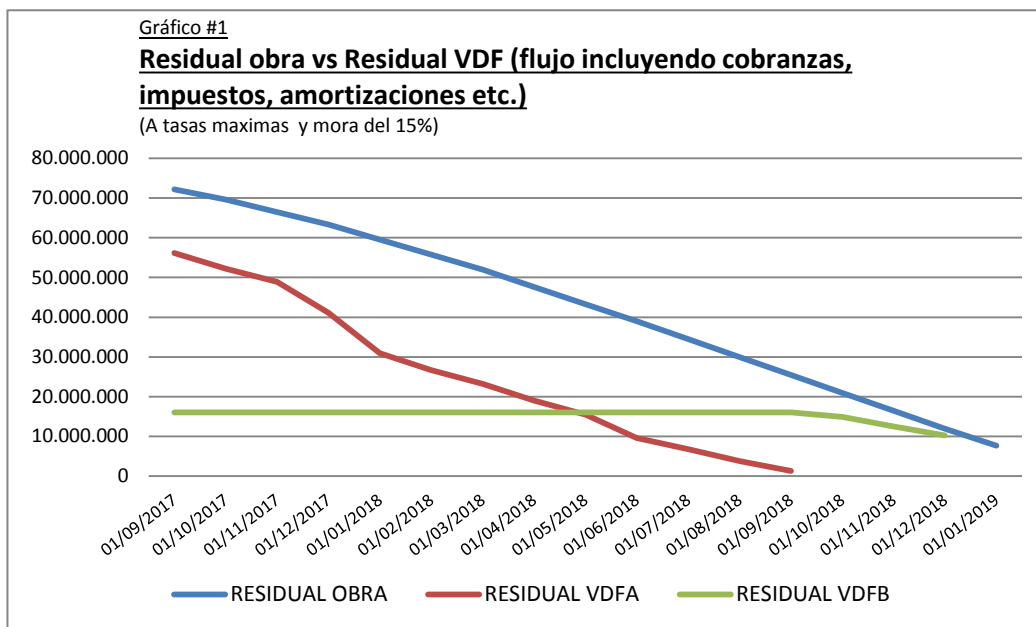
siguiente cuadro se detallan las características de las unidades multifamiliares incluidas en la póliza.

Edificio	Inicio Obra	Avance	Fecha estimada de entrega (1)	% Cesión al FF	Cronograma de Avance de obra	
					Hasta Dic 2018	Hasta Feb 2020
<b>E03</b>	Jul-17	10%	Nov-18	2,5%	75,7%	100%
<b>E14</b>	Ago-17	0%	Dic-18	3,6%	62,0%	100%

(1) La fecha de entrega programada según avance de obra se extiende hasta un año de la estimada, durante la vigencia del vencimiento legal del FF.

**Desempeño de los activos:** Como se puede observar en el cuadro anterior sólo el 6,1% de las cuotas cedidas al fideicomiso corresponden a las unidades cuyo avance de obra se refiere la póliza. Esto se debe a que el emprendimiento es tomado como un todo, del 46% del avance del emprendimiento, todo lo que es infraestructura y espacios comunes, como ser: Laguna, club house, etc., ya fue terminado.

La póliza de caución sólo indemniza por el monto no incorporado a la obra, es decir por lo comprometido desde el momento de establecido el siniestro hasta el final. Dado que el avance de obra establecido en el cronograma es más lento que la amortización de los VDF, en todo momento ante un incumplimiento de avance de obra, va a existir un diferencial para el Fideicomiso (Ver gráfico #1).



Del gráfico anterior se desprende que el VDF A estaría cubierto aún asumiendo tasas máximas de interés y una mora de 15% de las cobranzas.

Otro de los riesgos potenciales que incurre el VDFA está relacionado al tiempo que transcurre entre el incumplimiento en el avance de obra, la declaración del siniestro por parte de la compañía de seguros y los 15 días hasta cobrar la póliza. Dado que el vencimiento legal de los VDF se extiende 120 días del vencimiento esperado, tendrían una mayor cobertura frente a la

ejecución de la póliza. De todas maneras el fondo de liquidez cubriría la faltante por hasta 30 días transcurridos hasta el cobro, hasta 2x los intereses de los VDF.

El ratio de cobertura promedio de los servicios de deuda de los VDF A es de 3,0x dada la cobranza de noviembre, con un ratio mínimo considerando una caída de las cobranzas en 15% del 1,71x. En el caso de los VDF B, el ratio mínimo de cobertura se encuentra más ajustado, explicado principalmente por el pago de la amortización esperada del CP. El VDF B se encontraría más expuesto a una disminución de las cobranzas y a escenarios de estrés, ello conjuntamente a la falta de cobertura de la póliza de caución explican una calificación por debajo del grado de inversión.

### **Riesgo de contraparte**

Zurich SA, la compañía aseguradora de la póliza de caución está calificada AAA(arg) por FIX.

Cohen S.A. se desempeña como fiduciario. Posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados.

Existe un riesgo potencial dado que todavía se encuentra pendiente al día de la fecha la obtención de la Convalidación Técnica Final (Factibilidad) del emprendimiento Pilar Lagoon. Este se encuentra en la etapa de Convalidación Técnica Preliminar (Prefactibilidad).

De todas maneras en el estado actual en que se encuentra el emprendimiento, con 9 edificios casi terminados, calles hechas, iluminación pública, 130 terrenos con posesión, agua, vuelco, gas, etc. ya supero cualquier instancia de prefactibilidad que pudiese ser revocada. Ya se encuentra listo para entrar en un proceso de subdivisión. Será definitiva cuando se cumplimenten los pagos de derechos de la primera etapa.

### **Riesgo de Estructura**

A los efectos del presente Fideicomiso, se considerará constituido un evento especial en cualquiera de los siguientes supuestos (cada uno, un "Evento Especial"):

(a) Falta de pago de los Servicios de interés de los VDF conforme al Artículo 9.2 del Contrato de Fideicomiso, según correspondiere;

(b) Si la CNV cancelara la autorización para la oferta pública de los Valores Fiduciarios o, en su caso, si BYMA cancelara su listado, y si las resoluciones pertinentes se hallaren firmes;

(c) Si los Bienes Fideicomitados se viesan afectados física o jurídicamente de modo tal que resultara comprometida su función de garantía;

(d) Cualquier limitación, restricción o impedimento, de naturaleza judicial, o medidas cautelares, solicitadas por parte del Fiduciante o de terceros que, de cualquier modo, dificulten o menoscaben la validez, vigencia, alcance y ejecutabilidad de los Documentos, de los Créditos Fideicomitados, del Seguro, de la Cuenta de Grupo Monarca, de las Cuentas Fiduciarias y/o del Contrato de Fideicomiso y/o la cobranza de los Créditos Fideicomitados, comprendiendo cualquier acto o reclamación tendiente a obtener la modificación, rescisión o resolución de la cesión fiduciaria de los Créditos Fideicomitados;

(e) Si no se diera cumplimiento a la reposición del Fondo de Garantía;

(f) Si el Fiduciante solicitare el concurso de sus acreedores o su propia quiebra o si ésta le fuere pedida por terceros y no fuera levantada o desestimada en un plazo de treinta (30) días corridos desde su presentación, o si celebrare un acuerdo preventivo extrajudicial, o si incurriera o entrara en cesación de pagos, convocatoria o cualquier trámite judicial o privado análogo, o si admitiera

por escrito la incapacidad de pagar sus deudas a sus vencimientos, o si se acogiera a cualquier normativa de insolvencia o concursal aplicable;

(g) Si algún órgano societario del Fiduciante resolviere, o un tribunal competente ordenare, la liquidación judicial o extrajudicial o disolución del Fiduciante, o si un tribunal competente ordenare la intervención de los órganos de administración y fiscalización del Fiduciante y dicha medida no fuera impugnada en un plazo razonable con efectos suspensivos;

(h) Si cualquier información, declaración, garantía o certificación significativa realizada o suministrada por el Fiduciante (incluyendo cualesquiera de sus funcionarios debidamente autorizados) en el Contrato de Fideicomiso o en cualquier documento entregado por el Fiduciante conforme a, o en ejecución de, el Contrato de Fideicomiso resultara haber sido incorrecta, inexacta, incompleta o engañosa en el momento de su realización. Si una declaración incompleta, inexacta o errónea fuese remediable, a sólo juicio del Fiduciario, el Evento Especial se tendrá por producido si la declaración no hubiese sido remediada por el Fiduciante dentro de los diez (10) Días Hábles de intimado al efecto por el Fiduciario;

(i) Si una Autoridad Gubernamental tomara medidas que puedan afectar adversa y significativamente al Fiduciante, o a los derechos del Fiduciario o de los Beneficiarios y dicha medida no fuera impugnada en un plazo razonable con efectos suspensivos;

(j) Ante la imposición de cualquier impuesto o carga sobre los Bienes Fideicomitados que torne inconveniente la continuación del Fideicomiso, conforme a la opinión fundada de los auditores del Fideicomiso;

(k) Ante el incumplimiento del Administrador a las obligaciones asumidas en virtud del presente Contrato y, en particular, la obligación de mantener la Cuenta de Grupo Monarca abierta y operativa.

Producido cualesquiera de los Eventos Especiales, el Fiduciario deberá, dentro de los quince (15) Días Hábles de constatado el hecho, (a) declarar la existencia del Evento Especial; (b) notificar de inmediato dicha declaración al Fiduciante; y (c) convocar a una asamblea extraordinaria de Tenedores a fin de que éstos adopten una resolución acerca de los derechos y facultades a ejercer en tal supuesto. Serán derechos y facultades de los Tenedores reunidos en asamblea extraordinaria, ante un Evento Especial, los siguientes: (i) disponer la continuación del Fideicomiso y la aplicación de los ingresos disponibles a la amortización acelerada de los Servicios de los VDFA y al pago del resto de los Valores Fiduciarios, con pagos mensuales, conforme al orden de prelación establecido en el Contrato; (ii) o la ejecución del Seguro; (iii) o disponer la liquidación anticipada del Fideicomiso, mediante la venta en licitación privada de los Créditos Fideicomitados y la realización del Patrimonio Fideicomitado, por la base y las modalidades, y con la intervención de las entidades, que los Tenedores acuerden. El precio de enajenación de los Créditos Fideicomitados no podrá ser inferior al valor nominal de los Valores Fiduciarios en circulación. En caso que se verificare el Evento Especial previsto en el punto 14.8 (b) anterior, el Fideicomiso deberá liquidarse anticipadamente, salvo que los Tenedores reunidos en asamblea resuelvan por unanimidad disponer la continuación del Fideicomiso, conforme lo establecido en el punto (c) precedente.

### **Riesgo de Mercado**

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

### **Riesgo Legal**



GMSA y Cohen 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

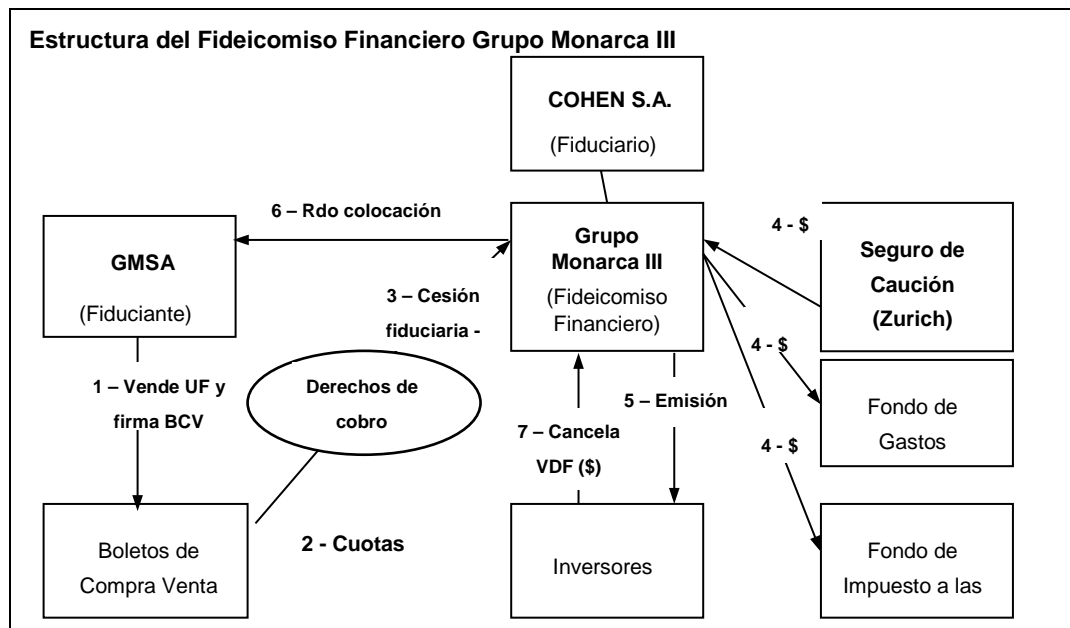
Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento 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

GMSA (fiduciante) cederá a Cohen S.A. (fiduciario) créditos por un valor nominal equivalente a \$83.894.561 (Valor fideicomitado de \$72.691.614) correspondientes a las cuotas de los meses de Noviembre de 2017 a Octubre de 2019 de 118 Boletos de Compra-Venta del emprendimiento inmobiliario comercialmente denominado "Lagoon Pilar".

En contrapartida, el fiduciario emitirá VDF Clase A y B y CP por un total de hasta VN\$ 72.691.614. Los pagos a los VDF se harán de acuerdo a un cronograma estimado de vencimientos, por lo cual el incumplimiento se producirá si a la fecha de vencimiento legal no se encuentran cancelados los instrumentos.

Se constituye un fondo de liquidez que será igual a 2x servicio de interés del VDFA y VDFB.



## **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 VDFA tendrán derecho a pagos mensuales de los siguientes Servicios, una vez deducidas – de corresponder- las contribuciones a la Cuenta de Gastos y a la Cuenta de Fondo de Impuesto a las Ganancias: (a) en concepto de interés, una tasa de interés variable equivalente a la Tasa BADLAR, más 400 puntos básicos, con un mínimo de 20% nominal anual y un máximo de 30% nominal anual devengados durante el “Período de Devengamiento”, de conformidad con lo establecido en el Cuadro de Estimación de Pagos de Servicios de Interés y Capital sobre los Valores Fiduciarios. El interés se calculará sobre el saldo de valor nominal considerando para su cálculo un año de 365 días efectivamente transcurridos; y (b) en concepto de amortización del capital, por hasta el monto indicado en el Cuadro de Estimación de Pagos de Servicios de Interés y Capital sobre los Valores Fiduciarios, hasta la total cancelación de los mismos.

Los VDFB tendrán derecho a pagos mensuales de los siguientes Servicios, una vez deducidas – de corresponder- las contribuciones a la Cuenta de Gastos y a la Cuenta de Fondo de Impuesto a las Ganancias: (a) en concepto de interés, una tasa de interés variable equivalente a la Tasa BADLAR, más 500 puntos básicos, con un mínimo de 22% nominal anual y un máximo de 32% nominal anual devengados durante el “Período de Devengamiento”, de conformidad con lo establecido en el Cuadro de Estimación de Pagos de Servicios de Interés y Capital sobre los Valores Fiduciarios. El interés se calculará sobre el saldo de valor nominal considerando para su cálculo un año de 365 días efectivamente transcurridos. Los Intereses de los Valores de Deuda Fiduciaria Clase B estarán subordinados al pago de los servicios de interés de los Valores de Deuda Fiduciaria Clase A; y (b) en concepto de amortización del capital, una vez cancelados la totalidad de los servicios de los VDFA, los montos indicados en el Cuadro de Estimación de Pagos de Servicios de Interés y Capital sobre los Valores Fiduciarios, hasta la total cancelación de los mismos.

Los CP darán derecho, una vez cancelados en su totalidad los VDF, a recibir (i) en concepto de amortización, la totalidad de las cobranzas hasta que su valor residual sea equivalente a \$100 (Pesos cien) -saldo este último que se cancelará con la última Fecha de Pago-, y (ii) en concepto de utilidad, las cobranzas remanentes.

### **Mejoras crediticias:**

Relación entre los flujos cedidos y los pagos de los VDF: los derechos cedidos son por un importe total de \$ 83.894.561, un 15,0% superior al valor nominal de los VDF. Con una subordinación del 30% el VDF A y del 10% el VDF B.

Seguro de caución: GMSA toma un seguro de caución por el monto de los VDF A a favor del FF. El seguro se ejecuta si GMSA no avanza en las obras comprometidas e incumple con sus obligaciones como fiduciante. La póliza de caución le agrega previsibilidad al avance del emprendimiento y a la continuidad del pago de las cuotas de los boletos de compra venta.

Ratio de cobertura: ratios de cobertura adecuados de los VDF

Relación entre la deuda y el valor de la propiedad: sólo quedan 15 cuotas remanentes de los deudores de los créditos cedidos, con un CLTV estimado ponderado de casi el 35%.

Estructura de pagos totalmente secuencial: el total de los derechos percibidos neto de gastos e impuestos del fideicomiso se destinarán al pago de los servicios de capital e intereses de los VDF hasta su cancelación.



**Fondo de gastos:** la Cuenta de Gastos se constituirá con un aporte del Fiduciante por un importe equivalente a \$ 130.000 (Pesos ciento treinta mil) que será retenido de la colocación de los Valores Fiduciarios o mediante un adelanto del Fiduciante que será integrado en efectivo, en caso de corresponder. Mensualmente el Fiduciario deberá reponer dicho Fondo de Gastos con fondos provenientes de las cobranzas de los Créditos.

**Aplicación de fondos:** el Fiduciario en virtud del poder mencionado en el contrato, transferirá a la Cuenta de Cobranzas los pagos efectuados por los Deudores en la Cuenta de Grupo Monarca en un plazo de 3 (tres) Días Hábiles desde su percepción. Por su parte, el Fiduciante (en garantía de la conveniente conservación de los fondos depositados en la Cuenta de Grupo Monarca durante toda la vigencia del Fideicomiso) cede en este acto todos los créditos y saldos actuales y futuros que el Fiduciante percibe en dicha cuenta.

Sin perjuicio de ello, sujeto a la obligación del Fiduciante de otorgar el poder previsto, el Fiduciario debitará directamente de la Cuenta de Grupo Monarca, los fondos para su transferencia a la Cuenta Fiduciaria. Los excedentes de la Cuenta de Grupo Monarca una vez transferidos los montos necesarios al Fideicomiso a fin de afrontar los pagos de acuerdo a lo estipulado en el contrato de Fideicomiso, serán liberados por el Fiduciario, mediante notificación al Fiduciante, a fin de que este último lo transfiera a otra cuenta de titularidad del Fiduciante (la "Cuenta Disponible del Fiduciante"), excepto: (a) cuando no se haya podido constituir el Fondo de Garantía; y/o (c) cuando se verifique un Evento Especial.

Los fondos recaudados durante el Periodo de Cobranzas, depositados en la Cuenta de Cobranzas, y en su caso y solo según corresponda en la Cuenta de Fondo de Garantía y Cuenta del Fondo de Impuesto a las Ganancias, serán destinados, así como al momento de liquidarse el Fideicomiso, conforme con el siguiente orden de prelación:

- 1º) Al pago de los Impuestos del Fideicomiso;
- 2º) Al pago de los Gastos del Fideicomiso;
- 3º) A la reposición del Fondo de Garantía, de corresponder;
- 4º) A la constitución y, en su caso, a la reposición de la Cuenta de Gastos, de corresponder;
- 5º) A la constitución o la liberación de la Cuenta del Fondo de Impuesto a las Ganancias, en caso de corresponder, conforme lo establecido en el Artículo 6.5 del Contrato de Fideicomiso;
- 6º) A la constitución y, en su caso, a la reposición de la Cuenta del Fondo de Reserva Impositivo, de corresponder;
- 7º) Al pago del interés devengado sobre los VDFA que se encuentre impago respecto de estos VDFA con relación a cualesquiera Fechas de Pago anteriores;
- 8º) Al pago del interés devengado sobre los VDFA correspondiente a estos VDFA para dicha Fecha de Pago;
- 9º) Al pago del interés devengado sobre los VDFB que se encuentre impago respecto de estos VDFB con relación a cualesquiera Fechas de Pago anteriores;
- 10º) Al pago del interés devengado sobre los VDFB correspondiente a estos VDFB para dicha Fecha de Pago;
- 11º) Al pago del capital de los VDFA hasta su cancelación; y
- 12º) Al pago del capital de los VDFB hasta su cancelación total.

Una vez cancelados íntegramente los Servicios de los VDF:

- 1º) A la constitución y, en su caso, a la reposición de la Cuenta de Fondos de Gastos, de corresponder;
- 2º) A la constitución o la liberación de la Cuenta del Fondo de Impuesto a las Ganancias, en caso de corresponder, conforme lo establecido en el Artículo 6.5 del Contrato de Fideicomiso;

- 3°) Al pago del valor nominal de los Certificados de Participación hasta que quede reducido a \$100 (pesos cien), saldo que será abonado en la última Fecha de Pago;
- 4°) Al pago de la utilidad de los Certificados de Participación;
- 5°) Al pago del valor residual de los Certificados de Participación equivalente a \$ 100 (Pesos cien)
- 6°) A la restitución del saldo de la Cuenta de Fondo de Garantía, de corresponder, que será imputado a reintegrar al Fiduciante los fondos necesarios hasta cubrir suma equivalente al importe retenido del precio de la colocación conforme a lo establecido en el artículo 6.4.; y
- 7°) A la devolución al Fiduciante de los Adelantos de Fondo que hubiere efectuado, de corresponder.

## Antecedentes

GMSA (o la Compañía) es una desarrolladora inmobiliaria con más de 13 años de trayectoria en el Real Estate Argentino. Ha desarrollado más de 650.000 m<sup>2</sup>, estableciéndose como líder del segmento residencial. Opera principalmente en la zona norte del Conurbano de la Provincia de Buenos Aires.

GMSA participa y acompaña en todos los aspectos del proceso de desarrollo, asegurando en todo momento un control estricto del capital de trabajo. El modelo de negocios de GMSA se basa en la habilidad para identificar las mejores tierras, estructurar el negocio y desarrollar proyectos residenciales de calidad superior.

El equipo de GMSA controla y participa en todas las funciones asociadas al desarrollo inmobiliario, si bien la ejecución de algunas de las tareas como la arquitectura y la construcción se puede delegar a empresas especializadas del mismo grupo económico, a las que GMSA supervisa exhaustivamente.

En particular en los últimos años GMSA está concentrado en los proyectos "Lagoon"; desarrollos de tierra de gran escala y alto valor agregado, en forma de barrio privado, con foco en amenities, y desarrollable en etapas. Los emprendimientos Lagoon consisten en la construcción de unidades de vivienda, agrupadas en módulos o edificaciones de planta baja y hasta 3 pisos, circundantes al amenity principal (Crystal Lagoon), con playas de arena, palmeras y muelles. La tecnología Crystal Lagoons garantiza la calidad y transparencia del agua utilizando métodos amigables con el medio ambiente, con un bajo costo de mantenimiento. En torno a los edificios se desarrollan lotes de terreno en los que los adquirientes podrán construir sus propias viviendas, de acuerdo a los lineamientos del reglamento interno a definir. Cuentan con diversas áreas de uso exclusivo para los propietarios entre las cuales se encuentran: acceso, Club House, área deportiva, sector de playas y de plazas.

Además de Lagoon Pilar GMSA también tiene emprendimientos de las mismas características: Lagoon Hudson y Lagoon Tortugas, ambos en etapa de pre lanzamiento.

## Anexo A. Originación de los préstamos

GMSA se dedica al desarrollo inmobiliario, no siendo su objetivo final el otorgamiento de créditos. En dicho carácter, los análisis y evaluaciones crediticias que realiza no pueden compararse a aquellos que les son exigibles a las entidades financieras reconocidas como tales por la Ley 21.526.

El contacto inicial se presenta a través de alguna de las entidades comercializadoras (en adelante, las Inmobiliarias) de los emprendimientos.

Las inmobiliarias refuerzan la operación mediante la toma de una reserva a cuenta del precio, momento a partir del cual se inicia la negociación sobre aquellos aspectos variables del contrato sobre los que puede corresponder más de un parámetro válido (como ejemplo y a título solamente enunciativo: el precio de la unidad funcional comercializada, la cantidad de Cuotas Ordinarias, la oportunidad y monto de los Refuerzos, el monto a cancelar al momento de la firma del Boleto de Compraventa, etc.). Durante el plazo de negociación, la Compañía solicita información, se pueden enumerar:

1. Bureau de crédito (Veraz),
2. Reporte del Banco Central de la República Argentina,
3. Informes de inhibiciones del Registro de la Propiedad Inmueble,
4. Ocupación e ingresos ordinarios del potencial cliente,
5. Existencia de ingresos extraordinarios que motivaron la operación,
6. Ratios de relación flujo a deuda (importe de la Cuota Ordinaria dividido ingresos mensuales declarados por el cliente)
7. Posibilidad de constitución de garantías reales o personales en el caso de ser solicitadas,
8. Análisis del historial de pagos de cuotas, en el caso que corresponda a un cliente con operaciones previas o en curso con la Compañía o con la/s Inmobiliaria/s, aunque las mismas no correspondan al mismo emprendimiento inmobiliario

Todas las cobranzas de los flujos cedidos que se produzcan en un período, inclusive si lo son por adelantado, serán transferidas al fideicomiso por parte de GMSA. Por lo tanto, no existe ninguna libre disponibilidad para el Fiduciante al respecto. Luego, dentro del fideicomiso, se manejan según los criterios establecidos en el contrato (fondos de garantía, cuentas de reserva, pagos de capital y renta de VDF, etc.). No hay fondos sin aplicación. Todos los fondos cobrados en el mes se aplican al pago de gastos, impuestos, recomposición de Fondos de garantía, al pago de intereses, y el saldo remanente al pago de amortizaciones.

Como medidas generales tendientes a facilitar y fortalecer el proceso de cobranzas posterior, los Boletos de Compraventa incluyen las siguientes cláusulas:

1. Mora automática por el solo vencimiento del plazo.
2. Intereses compensatorios (2% mensual) y punitivos a partir de la mora, los que acorde a la fecha de firma del boleto de compraventa ascienden a 1% o 1,5% mensual.
3. Procedimiento específico que permite resolver el Boleto en caso de mora por 30 días corridos o 90 acumulados, previa intimación a regularizar la deuda en el plazo de 15 días corridos.
4. Posibilidad de oponerse a la cesión del Boleto de Compraventa por parte de un cliente. Existe un procedimiento específico para autorizar la cesión, de forma tal que ello permite a GMSA a oponerse a la cesión del Boleto de Compraventa en caso de existir deuda que no sea cancelada al momento de la cesión, y también posibilita realizar un análisis de la situación financiera y solvencia del adquirente.
5. En caso de haber multiplicidad de compradores, las obligaciones de pago son asumidas en forma solidaria entre ellos, independientemente del porcentaje de titularidad.
6. En caso de fallecimiento o incapacidad de un comprador, los sucesores deben unificar representación en el plazo de 30 días y, en caso de no hacerlo luego de ser intimados por GMSA durante un plazo de 30 días, se puede resolver el Boleto de Compraventa.
7. En caso que al tiempo de entregarse la posesión exista deuda no devengada bajo un Boleto de Compraventa (es decir, cuyos cuotas no se encuentran vencidas), se exige la constitución de garantías reales o personales a satisfacción de GMSA a fin de asegurar el cobro, además de que no se entrega la posesión sino una tenencia precaria a título de comodato.

## Anexo B. 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 13 de Noviembre de 2017, confirmó la calificación del Valor de Deuda Fiduciaria (VDF) clase A y Certificado de Participación (CP) y bajó la calificación del VDF clase B a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero Grupo Monarca III según el siguiente detalle:

Títulos	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
VDF Clase A por hasta VN\$ 50.884.130	Asf(arg)	Estable	Asf(arg)	Estable
VDF Clase B por hasta VN\$ 14.538.323	BB+sf(arg)	Estable	BBBsf(arg)	Estable
CP por hasta VN\$ 7.269.161	BBsf(arg)	Estable	BBsf(arg)	Estable

**Categoría Asf(arg):** “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

**Categoría BBBsf(arg):** “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría BBsf(arg):** “BB” nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

**Fuentes de información:** La información resultó razonable y suficiente. Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por Grupo Monarca SA. a septiembre de 2017 de carácter privado y la siguiente información pública:

- Programa Global de Emisión de Valores de Deuda Fiduciarios y/o Certificados de Participación “Grupo Monarca”.

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.