

Buenos Aires, 26 de Diciembre de 2018

FIDEICOMISO FINANCIERO NATANIA I (Región Cuyo)

INFORME PREVIO TRIMESTRAL COMPLETO

PROGRAMA GLOBAL DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS INMOBILIARIOS NATANIA

Títulos Calificados	Monto	Calificación	Vencimiento ¹
Valores de Deuda Fiduciaria	Hasta \$ 12.000.000	A	25 años
CP Sub-Clase A-1	Hasta \$ 2.400.000	BBB+	25 años
CP Sub-Clase A-2	Hasta \$ 3.600.000	BBB+	25 años
CP Sub-Clase B-1	Hasta \$ 1.600.000	BBB+	25 años
CP Sub-Clase B-2	Hasta \$ 2.400.000	BBB+	25 años

Nota: las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

1: Vencimiento final.

Fiduciario y Emisor: Desarrollos Fiduciarios S.A.

Fiduciante: Suscriptores de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) y Certificados de Participación (CP).

Beneficiarios: Tenedores de Valores Fiduciarios.

Fundamentos principales de la calificación:

- La Diversificación de los activos del fideicomiso se considera Favorable.
- La Calidad de los activos del fideicomiso se considera Favorable.
- La Predictibilidad de los flujos generados por los activos del fideicomiso se considera Adecuada.
- La Cobertura de los Servicios de la Deuda se considera Holgada para los VDF. La capacidad de cumplir los compromisos se considera Suficiente para los CP.

Analista Responsable	Matías Rebozov matiasrebozov@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios
Información Utilizada	Suplemento de Prospecto y Contrato del Fideicomiso Financiero Natania I

ANTECEDENTES DEL FIDUCIARIO

Desarrollos Fiduciarios S.A., es una sociedad cuyo principal objeto es el actuar en calidad de Fiduciario en fideicomisos ordinarios relacionados al rubro inmobiliario.

Los fideicomisos administrados por Desarrollos Fiduciarios S.A. se distinguen con las siglas NPV (Nuevo Plan de Viviendas) y están diseñados como un sistema que puede reproducirse y aplicarse en cualquier lugar, tanto dentro de Argentina como en el extranjero. Actualmente administra fideicomisos bajo el sistema Natania y Alto Plan constituidos en diferentes provincias del país: Mendoza, San Juan, Córdoba, Tucumán, Salta, Chubut y Neuquén.

El fin de los fideicomisos administrados por Desarrollos Fiduciarios S.A, es promover y generar la incorporación de una multiplicidad de fiduciantes, procurando asegurar la efectiva integración de aportes fiduciarios, que viabilicen la provisión de la tierra, su urbanización, la incorporación de un proyecto, construcción de obras de infraestructura y construcción de las unidades habitacionales, para lo cual organiza la contratación de terceros organizadores, desarrollistas y/o constructores que puedan financiar o cofinanciar tales actividades, en interés de los beneficiarios.

ANALISIS DE RIESGO

El análisis de riesgo se efectuó de acuerdo con el Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios, registrado en la Comisión Nacional de Valores (CNV) por Evaluadora Latinoamericana S.A., Agente de Calificación de Riesgo.

CALIFICACIÓN DEL HABER DE LOS FONDOS CERRADOS DE CREDITO Y FONDOS FIDUCIARIOS

I. ANALISIS PREVIO

La información con que cuenta el Agente de Calificación de Riesgo se considera suficiente para realizar los procedimientos normales de calificación.

II. PROCEDIMIENTO POSTERIOR

II.A. Calificación Preliminar

Objeto del Fideicomiso: viabilizar la participación de inversores en inmuebles a construir en el radio urbano definido de la Ciudad de Mendoza y en la Ciudad de San Juan, a subdividir en propiedad horizontal. Los aportes de los suscriptores de los Valores Fiduciarios constituirán el patrimonio fiduciario que se aplicará a la adquisición de los terrenos y la construcción y

equipamiento de los edificios, para la posterior entrega de los departamentos resultantes a los titulares de Certificados de Participación.

Vigencia del Fideicomiso: (i) 25 años desde la fecha de emisión, (ii) antes en caso de pre-cancelación total de los valores fiduciarios, o (iii) prorrogado por acuerdo de una mayoría de beneficiarios. El plazo máximo del Fideicomiso Financiero en ningún caso se extenderá más allá del plazo permitido por la normativa.

Bienes Fideicomitados:

- Los importes integrados por los suscriptores de los valores fiduciarios.
- Los Inmuebles, desde su adquisición hasta la adjudicación.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de servicios relativos a las obras.
- Los derechos correspondientes a los contratos de compraventa relativos a bienes que se incorporarán a los Inmuebles.
- Los fondos líquidos y el producido de su inversión.
- Los derechos de cobro sobre las pólizas de seguro a ser contratadas para cubrir las contingencias usuales de las operaciones previstas bajo el Fideicomiso.
- Los créditos por las Aportes Adicionales pendientes de integración, incluidos los realizados en concepto de mejoras solicitadas sobre las unidades.
- La cobranza en concepto de Aportes Adicionales.

El Patrimonio Fideicomitado constituye la única fuente de pago de los Valores Fiduciarios.

Valores de Deuda Fiduciaria:

Vencimiento Teórico: 54 meses desde la fecha de emisión.

Vencimiento Final: 25 años desde la fecha de emisión.

Interés: tasa variable equivalente a la Tasa de Referencia, más 800 puntos básicos anuales, con un máximo del 47% nominal anual sobre saldos de capital. Los intereses se pagan:

- El último día hábil del mes en que se cumplan 18 meses desde la fecha de emisión para el primer servicio de intereses.

- Para los siguientes servicios de intereses, el último día hábil del mes en que se cumpla cada período subsiguiente de 12 meses.

Tasa de Referencia: es la tasa BADLAR Privada. La misma es informada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Amortización: cuatro cuotas anuales, por los porcentajes máximos que se indican a continuación:

- 5% el último día hábil del mes en que se cumplan 18 meses desde la emisión.
- 20% el último día hábil del mes en que se cumplan los 30 meses desde la emisión.
- 25% el último día hábil del mes en que se cumplan los 42 meses desde la emisión.
- 50% el último día hábil del mes en que se cumplan los 54 meses.

Certificados de Participación:

- Sub Clases A-1 y B-1: dichos CP dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de un dormitorio en un radio determinado de la Ciudad de Mendoza y de la Ciudad de San Juan respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.
- Sub Clases A-2 y B-2: los mismos dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de dos dormitorios en un radio determinado de la Ciudad de Mendoza y de la Ciudad de San Juan respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.

Es decir, respecto a ambas Sub-Clases la letra indica la localización y el número la cantidad de dormitorios.

El Fiduciario puede instruir la reapertura del período de colocación de los CP durante 5 años desde el cierre del período de colocación inicial, hasta que se coloque la totalidad del valor nominal de CP autorizados a la oferta pública.

Aportes Adicionales: en todas las Sub-Clases, la suscripción de los CP conlleva la obligación para su titular de realizar aportes adicionales al fideicomiso a fin de sufragar los gastos de este, los costos de adquisición del terreno y la realización de las obras. El fiduciario reserva todos los meses un 15% de los Aportes Adicionales efectivizados por los Beneficiarios de los CP a fin de asegurar el pago de los servicios de los VDF.

El Plan del Emprendimiento anexo al Contrato Suplementario indica el número y periodicidad de las cuotas en que se integrarán los Aportes Adicionales, el importe inicial de cada cuota a pagar hasta la entrega de la tenencia y su fórmula de ajuste por mayores costos (Cuota Espera), el importe de cada cuota que se devengue a partir del mes en que un titular reciba la tenencia de la correspondiente Unidad (Cuota Tenencia), las consecuencias en caso de incumplimiento en el pago de las Cuotas y el orden en que serán adjudicadas las Unidades.

El importe de cada Cuota se redeterminará mediante la variación informada por la Cámara Argentina de la Construcción, conforme su índice de variación de costos para un edificio tipo, en Capital Federal. Para el caso de comprobarse, mediante informe debidamente verificado por Auditor del Fideicomiso, que los incrementos operados en el costo de la construcción en el correspondiente período son superiores a los informados por la Cámara Argentina de la Construcción, el Fiduciario podrá redeterminar las cuotas según los resultados que arroje la fórmula paramétrica definida en el Plan del Emprendimiento.

A fin de asegurar el cumplimiento de la obligación de integrar los Aportes Adicionales, los CP están prendados desde su suscripción e integración a favor del Fiduciario. En caso de incumplimiento, los correspondientes CP serán enajenados por el Fiduciario.

Falta de Pago: la falta de pago o pago parcial de un servicio de deuda, por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá incumplimiento, continuando su devengamiento. El monto que no haya podido pagarse a los Beneficiarios en una fecha de pago de servicios, será pagado en la siguiente, en tanto el Flujo de Fondos efectivamente percibido lo permita.

Evento Especial:

- Falta de cancelación de los VDF en la fecha de vencimiento final;
- Cancelación de la autorización para la oferta pública de los Valores Fiduciarios por parte de la CNV;
- Ante la insuficiencia de los Bienes Fideicomitados para afrontar los Gastos del Fideicomiso.

Endeudamiento Adicional: el Fiduciario puede (i) emitir y colocar en forma privada o pública nuevos VDF en forma adicional a los ya existentes y (ii) tomar préstamos financieros. Asumir endeudamiento adicional no requerirá autorización de la Mayoría de Beneficiarios siempre y cuando sea con el fin exclusivo de anticipar el ritmo constructivo. Para más información ver artículo IV.5 del Contrato Suplementario.

Se evaluaron los siguientes factores respecto de los activos constitutivos del haber del fideicomiso:

1. Diversificación: siendo que los activos del Fideicomiso son principalmente los importes aplicados a la adquisición de inmuebles, los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra y los créditos por aportes adicionales de los tenedores de CP, se analiza la diversificación con respecto a los Fiduciantes.

El Fideicomiso se estructuró previendo la incorporación de 10.000 Fiduciantes CP. La Sub-Clase A-1 corresponde a departamentos de un dormitorio en Mendoza (2.400 CP). La Sub-Clase A-2 corresponde a departamentos de dos dormitorios en Mendoza (3.600 CP). La Sub-Clase B-1 corresponde a departamentos de un dormitorio en San Juan (1.600 CP). La Sub-Clase B-2 corresponde a departamentos de dos dormitorios en San Juan (2.400 CP).

Una vez colocados 500 CP correspondientes a una subcomunidad, para que se produzca la asignación anticipada de una unidad, el Fideicomiso deberá disponer del correspondiente Acto de Asignación de Tenencia Anticipada (AATA). Se limita la participación en el AATA solamente a los Fiduciantes que se encuentren al día con todas sus obligaciones.

Cada Sub-Comunidad de 500 fiduciantes CP tendrá la siguiente secuencia de AATA, dejándose asentado que se realizarán con la periodicidad que disponga el Fiduciario, pudiendo ser en forma mensual, bimestral, trimestral, semestral, etc., hasta cubrir el cupo anual dispuesto a continuación:

Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Unidades	12	14	14	16	16	18	18	20	20	22	22	24	24	26	26	28	30	30	30	30	30	30

El esquema del fideicomiso también prevé la renuncia o sustitución de los Fiduciantes. Estos, cualquiera sea la categoría, tienen la libertad de poder renunciar al Fideicomiso en el momento en que lo deseen mediante la cesión de sus CP con un preaviso de 30 días.

El Fiduciario posee el mandato legal suficiente por el plazo de duración del fideicomiso para transferir a terceros los CP y aportes adicionales correspondientes a los Fiduciantes que se aparten del Fideicomiso por falta de pago o renuncia.

En consecuencia, se considera Favorable la diversificación de los activos del fideicomiso.

2. Calidad: la calidad de los activos del fideicomiso se puede considerar a través de las obligaciones del Fiduciario, de los Fiduciantes titulares de los

CP y del Contratista Principal encargado de la construcción de los inmuebles, principal activo del fideicomiso.

Obligaciones del Fiduciario: los departamentos son construidos sobre terrenos adquiridos en propiedad fiduciaria, dejándose constancia en las escrituras de adquisición que la compra se materializa con dinero proveniente de aportes de los Fiduciantes y para quienes resulten Beneficiarios. Todos los gastos, comisiones, sellados, impuestos y honorarios correspondientes a la confección del plano de propiedad horizontal y otorgamiento de las escrituras de transferencia en propiedad fiduciaria, sometimiento al régimen de propiedad horizontal y asignación al fiduciante tenedor, serán asumidos por éste en proporción al porcentaje que su unidad tenga en el edificio.

El Fiduciario, inscripto en el Registro de Fiduciarios Financieros de la CNV bajo el n° 68 y CUIT 33-70970136-9, está facultado de percibir del Fiduciante un interés en caso de mora, equivalente a la tasa activa que durante dicho período cobre el Banco de la Nación Argentina. Tres cuotas consecutivas impagas pueden ser motivos de exclusión, previa intimación fehaciente.

Obligaciones de los Fiduciantes: las principales obligaciones de estos son:

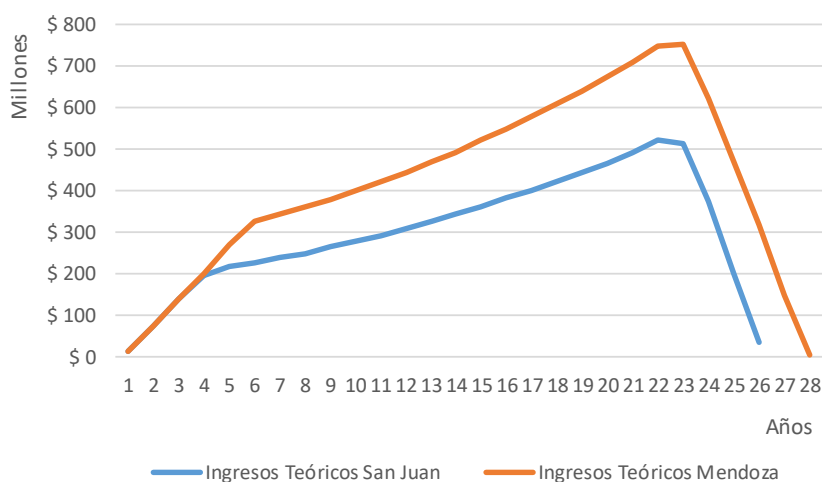
- a. Integrar el derecho de admisión al Fideicomiso.
- b. Contribuir y aportar los fondos necesarios para el costo total de las obras y los gastos del Fideicomiso.
- c. Sustituir la obligación de pago por tantas Cuotas de Tenencia mensuales y consecutivas le falten, luego de la entrega de la unidad.
- d. Integrar, además de las Cuotas correspondientes a su rol, las Cuotas de Aguinaldo. Su importe es equivalente al de la Cuota Espera vigente al momento del pago.
- e. La unidad asignada puede poseer más metros cuadrados respecto de la tipología estándar. Los montos que correspondan pagar por el adicional estarán expresados al día del AATA y deberán ser abonados al momento de la entrega efectiva de la unidad.
- f. A partir de la recepción de la tenencia o posesión de la unidad, lo que ocurra primero, estarán a cargo del Fiduciante todas las tasas, impuestos, contribuciones y expensas que graven la unidad recibida.

Obligaciones del Contratista Principal: la construcción y desarrollo de los inmuebles en los plazos previstos es una variable clave en las bases financieras del Fideicomiso. A cargo de Construir S.A. y Ecipsa Holding S.A. estará la conducción técnica de las obras, la elaboración de los proyectos y la ejecución de estos.

Ambas empresas están vinculadas al Fiduciario, y tendrá las funciones detalladas en el Plan del Emprendimiento para las Obras y desarrollo del Sistema Natania (Anexo correspondiente al Suplemento de Prospecto) que se lleven a cabo en la Ciudad de Mendoza y San Juan.

En consecuencia, se considera Favorable la calidad de los activos del fideicomiso.

3. Predictibilidad: los flujos de ingresos teóricos correspondientes al Fideicomiso Financiero Natania I se estimaron en base a los valores de Cuota Espera, Cuota Tenencia y Cuota Aguinaldo calculados a Noviembre de 2018 y considerando un total de 200 CP a colocarse por mes como escenario base (para mayor detalle ver Bases Matemáticas y Anexos Financieros del Fideicomiso en el Suplemento de Prospecto respectivo).



Es importante agregar que cualquier incremento correspondiente a los costos modifica las cuotas de los Fiduciantes. El contrato entre el Fiduciario y el Fiduciante determina explícitamente que el valor de la cuota se debe ajustar por el índice de variación de costos para un edificio tipo, publicado por la Cámara Argentina de la Construcción (para mayor detalle ver el Suplemento de Prospecto).

Por lo expuesto, se considera Neutra la predictibilidad de los flujos generados por los activos del fideicomiso.

4. Cobertura del Servicio de la Deuda: se estimaron escenarios alternativos donde se sensibiliza la cobranza de los flujos en función de distintos supuestos de incobrabilidad, aumentos de costos y anticipo en las cuotas de los adherentes al momento de la adjudicación.

En un escenario base y en un escenario negativo con moderado descenso de ingresos, el fideicomiso mantiene un saldo positivo que el administrador podría utilizar para aplicar al sistema en caso de que se necesitaran ingresos

adicionales. Solamente bajo un escenario muy pesimista, el administrador fiduciario no recibe ningún ingreso, aunque, de todas maneras, la construcción de los inmuebles no se vería afectada debido a que las cuotas de los Fiduciantes se ajustan por los aumentos de costos.

Valores de Deuda Fiduciaria:

El Agente de Calificación de Riesgo considera Holgada la cobertura del servicio de los Valores de Deuda Fiduciaria emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo con la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Valores de Deuda Fiduciaria se ubica en Categoría A, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Holgada.

MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR					
Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad	Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda				
	Muy Holgada	Holgada	Suficiente	Ajustada	Insuficiente
Nivel 1	A	A	B	C	D
Nivel 2	A	B	B	C	D
Nivel 3	B	C	C	D	D

Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2:

El Agente de Calificación de Riesgo considera Suficiente la capacidad de cumplir los compromisos para los Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo con la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Certificados de Participación se ubica en Categoría B, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Suficiente.

MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR					
Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad	Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda				
	Muy Holgada	Holgada	Suficiente	Ajustada	Insuficiente
Nivel 1	A	A	B	C	D
Nivel 2	A	B	B	C	D
Nivel 3	B	C	C	D	D

II.B. Existencia de Garantías u Obligaciones Especiales

No existen garantías u obligaciones especiales.

II.C. Calificación Final

Se consideraron adecuados los criterios de inversión, la idoneidad de los administradores y las políticas de inversión y sus objetivos.

CALIFICACION FINAL

Las calificaciones de los Valores de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2 del Fideicomiso Financiero Natania I se mantienen en A, BBB+, BBB+, BBB+ y BBB+, respectivamente.

DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

A: aquellos fondos cuyos haberes presentan una muy buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones en los términos y plazos pactados y cuya calificación se encuentra en el rango inferior de la Categoría A.

BBB+: aquellos fondos cuyos haberes poseen una buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones, aunque el haber se encuentra compuesto por algunos riesgos o créditos superiores a los normales o presenta algunos problemas que pueden solucionarse en el corto plazo y cuya calificación se encuentra en el rango superior de la Categoría B.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Proyecciones de ingresos y egresos del Fideicomiso Financiero Natania I.
- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Natania I.
- www.cnv.gob.ar | Comisión Nacional de Valores.

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica financiera del Fiduciario o los Fiduciantes y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los tenedores actuales o futuros de los títulos.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por el Fiduciario y los Fiduciantes se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los tenedores actuales o futuros de los títulos.