

MilAires II

Fideicomiso Financiero

Estructura de capital

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto hasta VN UVA	MC ^a	Cupón (%)	Vencimiento final legal ^b
VRD	A+sf(arg)	Estable	17.500.000	27,10%	7%	Nov/2028

VRD: Valores Representativos De Deuda – UVA: Unidad de Valor Adquisitivo –MC: Mejoras crediticias – a) Incluye sobrecolateralización y fondo de reserva. b) Estimado: el vencimiento final de los VRD se producirá a los 42 meses corridos de la fecha de emisión. Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el originador a marzo 2025. Estas calificaciones son provisorias 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.

Factores relevantes de la calificación

Asignación de calificación: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (Afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX o la calificador, asignó la calificación 'A+sf(arg)' con perspectiva Estable a los VRD a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero MilAires II considerando los flujos de la cartera actual, los términos y condiciones de los Valores Representativos de Deuda y las mejoras crediticias con que cuenta la estructura. Se ha tenido en cuenta la calidad de los activos cedidos (boletos de compraventa de inmuebles a construirse), el riesgo de construcción del proyecto MilAires ("el proyecto"), la capacidad de ECIPSA Holding para el desarrollo, gerenciamiento y finalización de las obras del proyecto MilAires. FIX estresó el flujo teórico de fondos de la cartera y el esquema de amortización de los valores fiduciarios soporta hasta un 14,6% de pérdida del flujo de la cartera cedida asumiendo que el índice CAC (Cámara Argentina de la Construcción) y la UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) evolucionan a la par. Asimismo, se ha ponderado la garantía de ECIPSA Holding S.A. con que cuentan los valores fiduciarios.

Calidad de los activos: la relación entre el valor financiado y el valor de las propiedades (LTV o *Loan-to-Value*) es del 58,45% lo que se considera medio. El plazo remanente de pagos de las cuotas cedidas es en promedio 25 meses. En cuanto a las características de la financiación, un porcentaje a la firma del boleto, cuotas y refuerzos durante la construcción ajustadas por el valor del índice de la construcción CAC y el saldo a la entrega de la unidad. La mora estimada a más de 90 días por los créditos originados se encuentra en un rango 4,10%. FIX no asume el reemplazo de la cartera por mora cedida originalmente.

Riesgo de construcción y comercial del MilAires: ECIPSA Holding demuestra una muy buena capacidad para el desarrollo, gerenciamiento y finalización de las obras del proyecto MilAires a través del Fideicomiso Inmobiliario Naasé y efectuar la cobranza de la cartera de acuerdo con lo estipulado bajo el contrato.

A marzo de 2025, se vendieron el 77% de los departamentos por un total facturado de U\$S 148 millones, de lo cual se han cobrado U\$S 102 millones, con una facturación estimada para 2025 de USD 40 millones. Con el inicio de las entregas en abril de 2025, se dio comienzo al reconocimiento contable de los ingresos asociados. La compañía proyecta un margen bruto en el orden del 33%.

Importantes mejoras crediticias: los VRD poseen una sobrecolateralización del 23,18%. Se trata de una estructura estática, que cuenta con fondo de gastos, de reserva, adecuados criterios de elegibilidad de los créditos y una razonable concentración de deudores.

Garantía de ECIPSA Holding: ECIPSA Holding S.A. ha otorgado una garantía en forma incondicional e irrevocable, ejecutable ante: la falta de pago de las sumas correspondientes a intereses fijos y/o amortización fija de los valores fiduciarios en cada fecha pago; y la

Informe Previo a la Emisión

Índice	pág.
Factores relevantes de la calificación	1
Sensibilidad de la calificación	2
Resumen de la transacción	3
Riesgo Crediticio	3
Riesgo de Estructura	6
Riesgo de Mercado	7
Riesgo Legal	7
Limitaciones	7
Descripción de la Estructura	8
Antecedentes	10
Anexo I: Cuadro de amortización	13
Anexo II: Dictamen de calificación	14

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas, registrado ante la CNV, Junio 2024

Informes Relacionados

TMF Trust Company Arg.S.A.
Construir S.A.

Analistas

Analista Principal
Ayelén Sabatino
Analista Senior
ayelen.sabatino@fixscr.com
+54 11 5235 8126

Analista Secundario
Mauro Chiarini
Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

Responsable del Sector
Mauro Chiarini
Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235 8140

Fideicomiso Financiero MilAires II – Resumen

Fiduciario:	TMF Trust Company (Argentina) S.A. ['1FD(arg)/Estable'] por FIX
Fiduciante:	Fideicomiso Inmobiliario Naasé
Organizador y Colocador:	Balanx Capital Valores S.A.U.
Administrador y agente de cobro:	Fideicomiso Inmobiliario Naasé
Administrador sustituto:	De corresponder, el fiduciario o un tercero designado por el fiduciario
Agente de custodia:	TMF Trust Company (Argentina) S.A.
Garante:	ECIPSA Holding S.A.
Títulos a emitir:	Valores Representativos de Deuda
Moneda de emisión:	Unidad de Valor Adquisitivo (UVA)
Monto de emisión:	Hasta UVA 17.500.000
Moneda de integración y pago:	Pesos (\$)
Activo subyacente:	Boletos de Compraventa
Tipo de cartera:	Estática
Agente de control y revisión:	Dra. Mónica Zecchillo (Miembro y socio de BDO Becher y Asociados S.R.L.)
Agente de control y revisión suplente:	Dra. Natalia Belén Grosso
Colocadores:	Balanx Capital Valores S.A.U., Banco BBVA Argentina S.A.; Banco Comafi S.A.; Allaria S.A.; AdCap Securities S.A. y Banco Supervielle S.A.
Asesores legales:	Bruchou & Funes de Rioja
Ámbito de negociación:	Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), A3 Mercados S.A. (A3) y otros mercados autorizados.
Agente de registración y pago:	Caja de Valores S.A.
Ley aplicable:	República Argentina
Fuente: Documentos de emisión	

insuficiencia de fondos para cubrir gastos del fideicomiso -entre otros-. Por un monto que incluye: i) la totalidad del capital (fijos y variables), los intereses compensatorios, los

eventuales intereses moratorios, las comisiones, obligaciones de reembolso, honorarios (incluyendo honorarios legales), costos, gastos, mayores costos, indemnizaciones y demás cargos y compromisos de pago de cualquier otra índole (incluyendo las sumas que resulten exigibles por haberse producido una aceleración y/o caducidad de plazos), ya sean dichas obligaciones directas o indirectas, simples o condicionales, vencidas o pendientes de vencimiento, presentes o futuras, incluyendo los montos adeudados en concepto de deficiencias y ii) el pago de todos los gastos y costas relacionados con la ejecución de los documentos de la transacción. La vigencia de la garantía es hasta el día que se cancelen los valores fiduciarios.

Actualización correlacionada de los valores fiduciarios e ingresos: FIX opina que el riesgo de descalce de montos entre las obligaciones de pago de servicio del fideicomiso respecto a la de sus ingresos se encuentra mitigado. Los VRD serán emitidos en UVA y el pago de servicios se efectuará trimestralmente de acuerdo al valor de UVA publicada por el BCRA en su sitio web correspondiente a 6 (seis) días hábiles anterior de cada Fecha de Pago de Servicios. Por su parte, las cuotas cedidas al fideicomiso de los contratos de compraventa se ajustarán según el Índice CAC (Costo de la Construcción). FIX estima que ambos índices están suficientemente correlacionados.

Experiencia y buen desempeño del fiduciario: TMF Trust Company (Argentina) S.A. posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de securitizaciones. La entidad se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable' como fiduciario por FIX.

Sensibilidad de la calificación

Riesgo de construcción y contraparte: la calificación se puede ver negativamente afectada en caso de una mayor percepción de riesgo de ECIPSA Holding S.A. como garante y desarrollador del proyecto MilAires. Atrasos en las obras pueden afectar negativamente a la voluntad de pago de los compradores y a la comercialización de los inmuebles.

Cartera de créditos: un incremento de la morosidad en los pagos de las cuotas cedidas puede afectar negativamente la calificación de los valores fiduciarios debido al esquema fijo de la misma.

FIX considerará la capacidad de pago del esquema de vencimiento de los valores fiduciarios considerando la liquidez disponible en la estructura, la morosidad de la cartera, el avance del proyecto y la garantía de ECIPSA Holding S.A.

Resumen de la transacción

Fideicomiso Inmobiliario Naasé (el fiduciante) cederá al TMF Trust Company (Argentina) S.A. (el fiduciario) flujos de fondos originados en los boletos de compraventa del Inmueble del Proyecto MilAires, por un valor nominal, con fecha de corte 31.05.2025 de hasta \$31.798.924.398,55.

En contraprestación, el fiduciario emitirá valores representativos de deuda. La estructura contará con los siguientes fondos: (i) de gastos y (ii) de reserva, retenidos del producido de la colocación.

Evaluación

Riesgo crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com).

La calificación de los VRD se basa en la calidad de los activos cedidos (boletos de compraventa de inmuebles a construirse), el riesgo de construcción del proyecto MilAires ("el proyecto"), la capacidad de ECIPSA Holding para el desarrollo, gerenciamiento y finalización de las obras del proyecto MilAires y las mejoras crediticias de la estructura. Asimismo, se ha ponderado la garantía de ECIPSA Holding S.A. con que cuentan los valores fiduciarios.

Análisis de sensibilidad: se ha sensibilizado la estructura ante distintos escenarios de incumplimientos de pago de los boletos, y se tomó en consideración la ejecución de la garantía. FIX opina que los VRD soportan elevados niveles de estrés y se encuentran protegidos ante pérdidas de la cartera subyacente en un nivel compatible con la calificación asignada.

Análisis de los activos: el principal riesgo crediticio de los instrumentos reside en la calidad de los deudores subyacentes y de ECIPSA Holding S.A. como garante de la transacción.

El activo del fideicomiso se encontrará integrado por (i) los Boletos de Compraventa, y respecto de estos: (a) todas y cada una de las sumas que el Fiduciante tiene derecho a percibir en concepto de Saldos de Precio Cedidos (excluyendo gastos de instrumentación y administración y gastos generados una vez entregada la posesión de las unidades funcionales) y (b) en relación con todas y cada una de las sumas referidas en el punto (a) anterior, el derecho de realizar o perseguir el cobro de las mismas, incluyendo, la facultad por parte del Fiduciario para indistintamente rescindir, perseguir la rescisión, o realizar todas las gestiones necesarias para la ejecución con el objeto de perseguir el cobro de cualquier suma adeudada bajo el mismo; en relación con los Saldos de Precio Cedidos referidos en a) y b) anterior, el derecho de realizar el cobro de toda suma que corresponda percibir bajo los Boletos de Compraventa sea por precio, interés, gasto (excluyendo gastos de instrumentación y administración y gastos generados una vez entregada la posesión de las unidades funcionales), daños, multas, incluyendo, la facultad por parte del Fiduciario para que indistintamente tenga las facultades para rescindir, perseguir la rescisión, o realizar todas las gestiones necesarias para la ejecución con el objeto de perseguir el cobro de cualquier suma adeudada bajo el mismo; iii) los Activos Fideicomitidos Sustitutos; los fondos en efectivo que sean transferidos por el Fiduciante y el Garante ECIPSA al Fideicomiso con posterioridad para cubrir cualquier Deficiencia, de conformidad con el Contrato; y iv) cualquier Inversión Elegible, incluyendo, las ganancias generadas por los fondos depositados y acreditados en las Cuentas Fiduciarias y el Fondo de Gastos.

Detalle del proyecto MilAires

MilAires es un complejo residencial que combina naturaleza y seguridad ubicado en el Barrio de Devoto de la Ciudad de Buenos Aires.

El desarrollo inmobiliario está emplazado en un terreno de 3 hectáreas, en el cual se ejecutará un proyecto residencial de baja altura que se llevarán adelante en etapas y contemplarán distintas tipologías de 1 a 4 ambientes. Las cinco etapas del emprendimiento ya se encuentran en comercialización. El proyecto en su totalidad posee una superficie construible de 102.550 metros cuadrados y una superficie vendible de 67.400 metros cuadrados, resultando en 871 departamentos, 527 cocheras y 290 bauleras.

El proyecto se encuentra particionado en 5 etapas de acuerdo con la cantidad de edificios. La duración de cada etapa es de aproximadamente 24 meses, y a realizarse en forma escalonada en el término de 6 años. La primera etapa, que consiste en unas 200 unidades residenciales, se encuentra finalizada y ya se comenzaron a entregar las unidades.

A marzo de 2025, se vendieron el 77% de los departamentos por un total facturado de U\$S 148 millones, de lo cual se han cobrado U\$S 102 millones, con una facturación estimada para 2025 de USD 40 millones. Con el inicio de las entregas en abril de 2025, se dio comienzo al reconocimiento contable de los ingresos asociados. El Fideicomiso MilAires II proyecta un margen bruto en el orden del 33%.

MilAires – Avance de obras, documentación y detalle cartera cedida

Edificio	Avance documentación	Avance de obra	Entrega prevista	Unidades vendidas	Cartera cedida	LTV
Etapa 1- Aires de Lapacho	100%	100%	1 ^{er} Sem 2025	93%	0%	N/A
Etapa 2- Aires de Jacarandá	100%	43,23%	2 ^{do} Sem 2025	81%	16,26%	50,98%
Etapa 3- Aires de Roble	100%	15,28%	2 ^{do} Sem 2026	71%	27,15%	53,27%
Etapa 4- Aires de Jazmín	100%	11,13%	2 ^{do} Sem 2026	75%	24,73%	60,53%
Etapa 5- Aires de Algarrobo	75%	0%	1 ^{er} Sem 2028	64%	31,86%	70,74%

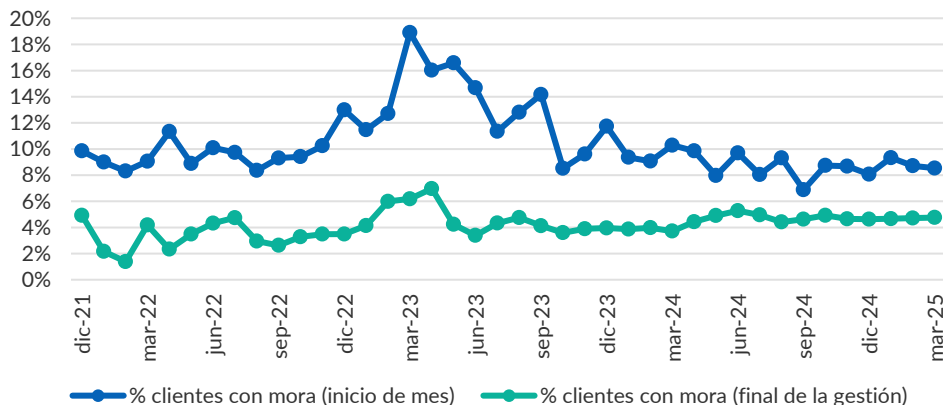
Fuente: FIX en base a información suministrada por el emisor a marzo 2025.

Resolución de contrato:

En caso de resolución por incumplimiento del comprador, el vendedor tendrá derecho a disponer libremente y a todos los efectos de la unidad desde el momento mismo en que se haya producido la resolución. Asimismo, en dicho supuesto, el total de las sumas nominales entregadas hasta ese momento por el comprador (las que se obtendrán previa deducción de gastos, impuestos e intereses que pudieren haber sido abonados), el vendedor retendrá el veinticinco por ciento (25%) en concepto de cláusula penal y como indemnización por el incumplimiento del comprador. El saldo equivalente al setenta y cinco por ciento (75%) de las sumas nominales, con más la aplicación de una tasa equivalente al promedio entre la tasa para depósitos en Caja de Ahorro y la Tasa de Plazo Fijo para depósitos a treinta (30) días (ambas informadas por Banco de la Nación Argentina), será reintegrado al comprador, en pesos argentinos, por vía bancaria, en seis (6) pagos mensuales y consecutivos.

Por otro lado, el vendedor podrá declarar resuelto en forma unilateral el contrato de compraventa por alguna de las siguientes causales: i) si dentro de los doce (12) meses de celebrado este contrato no se hubiese iniciado por cualquier causa la obra del edificio al que pertenecerá la Unidad; ii) si el vendedor se viera obligado por cualquier circunstancia no imputable al vendedor a paralizar y/o suspender la ejecución de la obra del edificio al que pertenecerá la unidad por más de seis (6) meses seguidos. En ese caso, el vendedor deberá devolver al comprador todas las sumas abonadas, actualizadas hasta la fecha de su restitución (teniendo como “índice base” al correspondiente a la fecha del pago del comprador), en concepto de total y única indemnización. La obligación de reembolso vencerá a los treinta (30) días de notificada la resolución unilateral.

Gráfico #1
MilAires- Morosidad
Fecha de información: marzo 2025



Fuente: FIX en base a información suministrada por el emisor.

Sustitución de activos:

El Agente de Cobro y Administración deberá informar al fiduciario la evaluación de morosidad de los Activos Fideicomitidos para lo cual calificará a los mismos en:

- Cartera al Día: en aquellos casos que no registren demoras en el pago o la misma es cancelada antes de configurarse en Mora Regular.
- Mora Regular: mora entre 30 y 90 días.
- Mora Tardía: mora de más de 90 días.

En caso de existir Activos Fideicomitidos en situación de Mora Tardía, el fiduciante deberá reemplazar dichos Activos Fideicomitidos Sustituibles por Activos Fideicomitidos Sustitutos, dentro de los 15 (quince) Días Hábiles de presentado el Reporte de Morosidad. El reemplazo se hará efectivo a través de cesiones adicionales del o de los Activos Fideicomitidos Sustituibles en cuestión al fiduciante, y la consecuente cesión del o de los Activos Fideicomitidos Sustitutos correspondientes al fideicomiso. Los Activos Fideicomitidos Sustitutos serán definidos por el Fiduciante. En caso de que durante el plazo de 15 (quince) Días Hábiles de presentado el Reporte de Morosidad, y antes que el Fiduciante efectúe el reemplazo de los Activos Fideicomitidos Sustitutos, el Comprador del Boleto de Compraventa en Situación de Morosidad Tardía regularizara su situación, deberá ser notificado al Fiduciario y dicho boleto de compraventa no será considerado como Activo Fideicomitido Sustituible. Todos los gastos, costos e impuestos que se generen para perfeccionar la sustitución de los Activos Fideicomitidos en estado de Mora Tardía estarán a cargo del Fiduciante.

El Fiduciante es quien tiene la obligación de determinar cuáles son los activos sustituibles y los sustitutos, no el Fiduciario.

Desempeño de los activos: en términos de cumplimiento de la cartera, se registran niveles de mora bajos (ver gráfico #1) explicados principalmente por la gestión de cobranza que realiza la empresa.

Adicionalmente, el pago de los boletos de compraventa cedidos puede verse afectado en virtud de verificarse demoras en las obras de construcción del Desarrollo Inmobiliario. FIX opina que el riesgo de demoras por tal motivo es bajo, dado que el proyecto posee un 100% de financiación.

Se destaca que ante la ocurrencia de incumplimiento que no permita afrontar el correcto pago de interés y capital fijo de los valores fiduciarios y/o cubrir los gastos del fideicomiso se ejecutará la garantía otorgada por ECIPSA Holding S.A.

Riesgo de contraparte: la calificación se puede ver negativamente afectada en caso de una mayor percepción de riesgo de ECIPSA Holding S.A. como garante y desarrollador del

proyecto MilAires. Atrasos en las obras pueden afectar negativamente a la voluntad de pago de los compradores y a la comercialización de los inmuebles.

ECIPSA Holding S.A. ha otorgado una garantía en forma incondicional e irrevocable, ejecutable ante: la falta de pago de las sumas correspondientes a intereses fijos y/o amortización fija de los valores fiduciarios en cada fecha pago; y la insuficiencia de fondos para cubrir gastos del fideicomiso -entre otros-. Por un monto que incluye: i) la totalidad del capital (fijos y variables), los intereses compensatorios, los eventuales intereses moratorios, las comisiones, obligaciones de reembolso, honorarios (incluyendo honorarios legales), costos, gastos, mayores costos, indemnizaciones y demás cargos y compromisos de pago de cualquier otra índole (incluyendo las sumas que resulten exigibles por haberse producido una aceleración y/o caducidad de plazos), ya sean dichas obligaciones directas o indirectas, simples o condicionales, vencidas o pendientes de vencimiento, presentes o futuras, incluyendo los montos adeudados en concepto de deficiencias; y ii) el pago de todos los gastos y costas relacionados con la ejecución de los documentos de la transacción. La vigencia de la garantía es hasta el día que se cancelen los valores fiduciarios.

TMF Trust Company (Argentina) S.A. posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de securitizaciones. La entidad se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable' como fiduciario por FIX.

Asimismo, la estructura poseerá a Dra. Mónica Zecchillo, Contador Público, en carácter de Agente de Control y Revisión titular, y Dra. Natalia Belén Grosso, Contador Público, en carácter de Agente de Control y Revisión suplente. Todos los nombrados son miembros de BDO Becher y Asociados S.R.L.

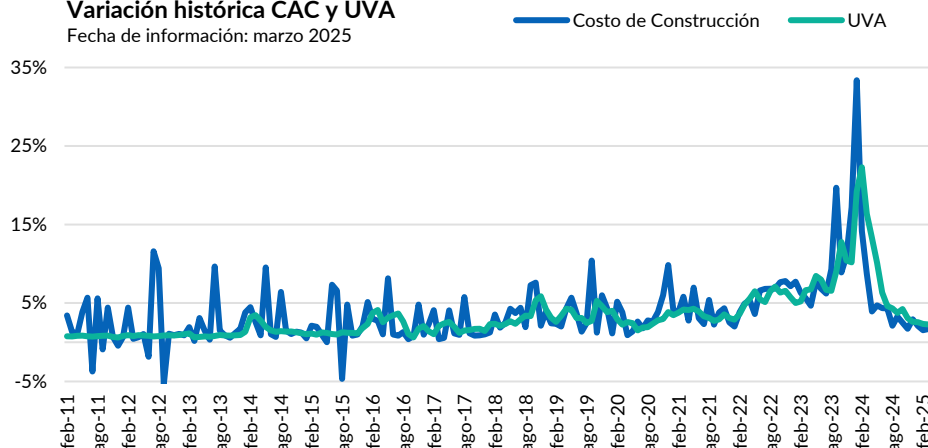
Riesgo de Estructura

La estructura poseerá los siguientes fondos: i) de gastos, por USD 1.000 y ii) monto de reserva. El fiduciario retendrá del precio de colocación un importe equivalente 7% del valor nominal de Valores Representativos de Deuda que se emitan. A los efectos del cálculo, se utilizará el Valor UVA Aplicable. Luego del primer pago, el mismo deberá ser equivalente a al Monto de Pago Programado Fijo en la Fecha de Pago de Servicios próxima a vencer. A los efectos del cálculo, se utilizará el Valor UVA Aplicable. En relación a la liberación de los flujos, en cada fecha en que los saldos de la cuenta recaudadora sean igual o mayor a cada uno de los Monto de Pago Programado, inmediatamente siguiente, si se cumple con la Cobertura Requerida, la Cuenta de Reserva se encuentre totalmente fondeada, según sea el caso, y no haya ocurrido ni esté vigente un Evento de Caducidad de Plazo; entonces, los fondos remanentes serán transferidos a la Cuenta del Fiduciante. La Cobertura Requerida, significa, en cada Fecha de Determinación, que los saldos de precio cedidos deben ser igual o mayor a 1,3 veces el valor técnico de los valores fiduciarios.

Grafico #2

Variación histórica CAC y UVA

Fecha de información: marzo 2025



Fuente: FIX

Riesgo de Mercado

No existen riesgos de mercado que afecten específicamente a la estructura bajo calificación. FIX opina que el riesgo de descalce de montos entre las obligaciones de pago de servicio del fideicomiso respecto a la de sus ingresos se encuentra mitigado. Los VRD serán emitidos en UVA y el pago de servicios se efectuará trimestralmente de acuerdo al valor de UVA publicada por el BCRA en su sitio web correspondiente a 6 (seis) días hábiles anterior de cada fecha de pago de servicios. Por su parte, las cuotas cedidas al fideicomiso de los contratos de compraventa se ajustarán según el Índice CAC (Costo de la Construcción). FIX estima que ambos índices están suficientemente correlacionados.

La información anteriormente analizada muestra cómo se han comportado las carteras de crédito y las estructuras financieras dentro del marco de una situación dinámica y cambiante. FIX entiende que los niveles de estrés aplicados consideran el impacto que un deterioro en las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los deudores.

Riesgo Legal

Tanto Fideicomiso Inmobiliario Naasé como TMF Trust Company (Argentina) S.A. están constituidas bajo las leyes de la República Argentina. Los VRD objetos de la presente calificación, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitidos 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.

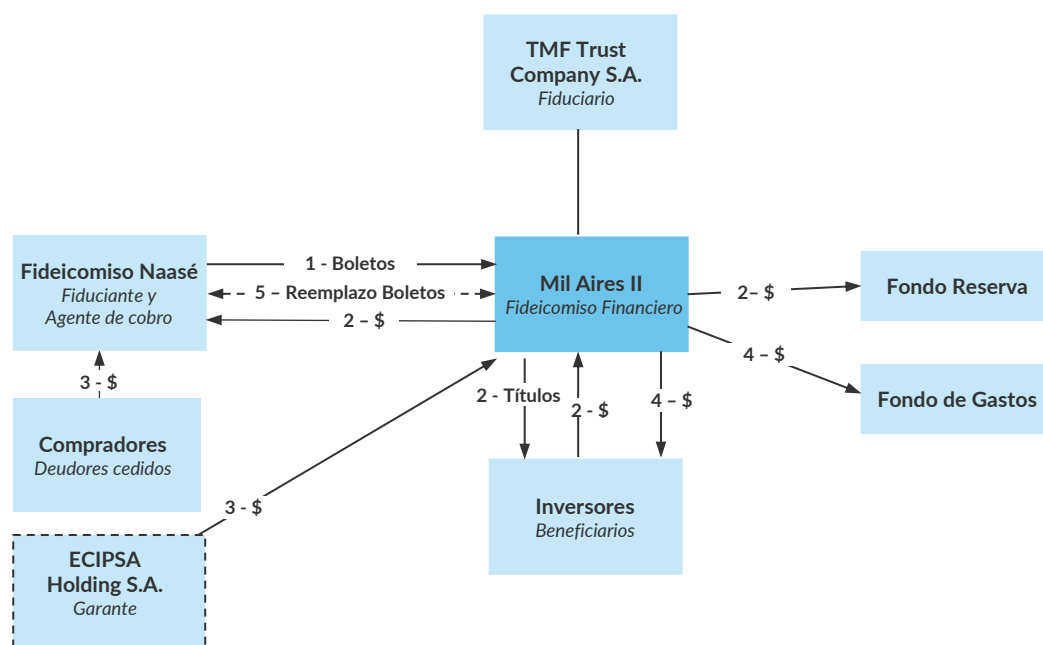
A los fines de la notificación de la cesión fiduciaria de los boletos de compraventa y en los términos de los artículos 70 a 72 de la Ley de Fideicomiso y el artículo 11 de la Sección III del Capítulo I del Título XVI de las Normas de la CNV, el Fiduciario, una vez obtenida la autorización de la Oferta Pública de los Valores Fiduciarios y antes de fecha de emisión y Liquidación, publicará a través de la AIF la notificación a los compradores en su carácter de deudores cedidos, cuya publicación indicada constituirá medio de notificación fehaciente al deudor cedido, ratificará cualquier cesión precedente de boletos de compraventa y contendrá la identificación del deudor cedido, documento de identidad o CUIT, e individualización de la operación.

De acuerdo al artículo 205 de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N°27.440) se establece que los fideicomisos financieros no tributarán el impuesto a las ganancias en la medida que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina. El asesor legal opinó sobre el presente fideicomiso que el mencionado beneficio fiscal se encuentra plenamente vigente. FIX consideró en su análisis de estrés la exención al pago de impuesto a las ganancias de acuerdo a la ley vigente N°27.440 y la opinión legal brindada.

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.

Estructura Fideicomiso Financiero MilAires II



Fuente: FIX en base a los documentos de emisión.
(*) de corresponder

Descripción de la estructura

Fideicomiso Inmobiliario Naasé (el fiduciante) cederá al TMF Trust Company (Argentina) S.A. (el fiduciario) flujos de fondos originados en los boletos de compraventa del Inmueble del Proyecto MilAires, por un valor nominal, con fecha de corte 31.05.2025 de hasta \$31.798.924.398,55.

En contraprestación, el fiduciario emitirá valores fiduciarios. Trimestralmente, la cobranza de los créditos neta de los gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición del fondo de gastos se destinará al pago de los títulos de acuerdo a una estructura totalmente secuencial. La estructura poseerá fondo de gastos y monto de reserva.

Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos

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

Estructura Financiera

Clase	Prioridad	Tipo de Pago	Frecuencia de Pago	Cupón	Amortización esperada según suplemento*	Vencimiento Legal
VRD	Senior	Amortización fija: puntual capital e interés Amortización variable: estimado capital	Trimestral	7%	Nov/2028	Nov/2028

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

La falta de pago o pago parcial de un servicio de intereses y/o de amortización fija, por insuficiencia de fondos fideicomitados, constituirá incumplimiento; se debe recordar que la garantía de ECIPSA Holding implica que la misma deberá aportar los fondos necesarios para cumplir con el pago de lo contrario se constituye un evento de caducidad de plazos. En el

Clase	OC inicial
VRD	23,18%
Fuente: FIX	

caso de la amortización variable, el no pago no es un incumplimiento y el monto no pagado se sumará al monto a pagar en concepto de amortización variable en la siguiente fecha de pago.

Mejoras crediticias

Criterios de selección:

Los activos fideicomitidos cuentan con las siguientes características:

- son cedidos en propiedad fiduciaria al Fideicomiso Financiero, se encuentran instrumentados en debida forma y no violan ninguna Ley Aplicable y cumplen en todos sus aspectos sustanciales con los requisitos legales y normativos, habiendo sido celebrados por el Fiduciario Naasé del Fideicomiso Inmobiliario Naasé con los Compradores en el curso normal de sus operaciones en relación con el Inmueble del Desarrollo Inmobiliario;
- se encuentran libres y exentos de todo tipo de gravámenes que impidan, prohíban, limiten, restrinjan y/o de cualquier otro modo, dificulten o menoscaben la constitución y/o perfeccionamiento de la cesión fiduciaria de acuerdo a los términos y condiciones previstos en el presente Contrato de Fideicomiso;
- se han pagado todos los impuestos, y tasas aplicables según las normas vigentes, en relación con los activos fideicomitidos que se cedieron al Fideicomiso Financiero;
- ninguno de los activos fideicomitidos se encuentra en mora tardía o en mora regular, y los métodos de cobranza empleados por el fiduciante fueron y serán, en todos sus aspectos, legal, adecuados y consistentes con el giro habitual de la actividad de administración de ese tipo de activos del fiduciante;
- que el fiduciante realizará los actos que resulten necesarios con la diligencia de un buen hombre de negocios a fin de que no exista incumplimiento, infracción o violación bajo los Boletos de Compraventa correspondientes a los Activos fideicomitidos cedidos fiduciariamente al Fideicomiso Financiero atribuible exclusivamente al fiduciante;
- son auténticos y constituyen una obligación legal, válida, exigible y vinculante del comprador y del fiduciante bajo cada uno de ellos, exigible de conformidad con sus términos;

Sobrecolateralización: la sobrecolateralización (OC) inicial será de 23,18% para los VRD.

Trimestralmente, la cobranza de los créditos neta de los gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición del fondo gastos se destinará al pago de los títulos.

Fondo de Gastos: el Fiduciario constituirá un fondo de gastos por un monto de USD 1.000 (a los efectos del cálculo se utilizará el tipo de cambio vendedor divisa publicado por el Banco de la Nación Argentina) en la Cuenta de Gastos. Durante toda la vigencia del Fideicomiso Financiero, el fondo de gastos será reconstituido por el fiduciario mediante la aplicación de los fondos depositados en la Cuenta Recaudadora, por hasta un monto mínimo equivalente a la suma que el fiduciario estime, junto con el Agente de Cobro y Administración y los Asesores Impositivos, como necesaria para hacer frente a la totalidad de los Gastos del Fideicomiso Financiero durante los dos próximos períodos de devengamiento de intereses de conformidad con los términos y condiciones de los Valores Fiduciarios, con excepción de la Comisión del Agente de Cobro y Administración. Los importes que integren el Fondo de Gastos serán utilizados por el Fiduciario para el pago de los Gastos del Fideicomiso Financiero, y sólo podrán ser colocados en Inversiones Elegibles en pesos bajo la titularidad del Fideicomiso y a la orden del fiduciario, en el caso que su indisponibilidad transitoria no afecte los gastos del fideicomiso financiero que deban afrontarse. Los intereses u otros beneficios generados por el Fondo de Gastos serán mantenidos e integrarán el Fondo de Gastos.

Aplicación de fondos: el total de los fondos ingresados al fideicomiso como consecuencia del cobro de los créditos y de las inversiones permitidas realizadas por excedentes de liquidez transitorios, se distribuirán en la forma y orden detallada en la cascada de pagos.

Cabe destacar que la presente estructura cuenta con una amortización fija y una amortización variable en cada fecha de pago. La amortización variable se abona en la correspondiente fecha de pago en el caso que existan fondos disponibles o puede postergarse para la subsiguiente fecha de pago de servicios. En Anexo I, se muestra el detalle de la distribución de la amortización fija y variable, según cada fecha de pago.

Cascada de Pagos del Fideicomiso Financiero MilAires II

Cuenta fiduciaria
Pago de impuestos y gastos del fideicomiso
Restitución del fondo de gastos iniciales al fiduciante
Constitución del fondo de gastos
Pago intereses VRD
Pago amortización fija VRD
Pago amortización variable VRD
Pago amortización variable VRD postergada
Restitución del fondo de gastos
Transferencia de saldos remanentes

*de corresponder

Fuente: FIX en base a documentos de emisión

Antecedentes

Fiduciante, administrador y agente de cobro: Con fecha 17 de septiembre de 2015, Arroyo Nogueira S.A., en carácter de fiduciante, junto con otros fiduciarios y Lasdev Fiduciaria S.A., en carácter de fiduciario bajo el Fideicomiso Naasé celebraron un contrato de fideicomiso inmobiliario denominado “Fideicomiso Inmobiliario Naasé” el cual fue inscripto en el Registro Público de Contratos de Fideicomisos. Mediante el Contrato de Fideicomiso Naasé se constituyó el Fideicomiso Inmobiliario Naasé con la intención de desarrollar emprendimientos inmobiliarios en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires en base a un plan de inversión y en virtud del cual el Fideicomiso Inmobiliario Naasé adquirió el Inmueble con el objeto de desarrollar un emprendimiento inmobiliario comercializado bajo el régimen de Propiedad Horizontal establecido por la Ley N° 13.512 y complementarios.

El objeto del Fideicomiso Naasé es la adquisición del dominio fiduciario sobre el inmueble (donde se ejecuta el proyecto MilAires), el desarrollo del Proyecto Naasé sobre el inmueble y la comercialización de las Unidades Naasé, todo ellos con el fin de distribuir los beneficios al Fiduciante Naasé y a los beneficiarios Naasé. El fiduciario Naasé deberá desarrollar el Proyecto siguiendo los lineamientos establecidos en el plan de negocios y las instrucciones que reciba del fiduciante. El Proyecto Naasé solo podrá ser modificado por el fiduciario a requerimiento del fiduciante.

Los beneficiarios serán quienes participen en el Fideicomiso Naasé como Fiduciarios iniciales o adquieran tal carácter en forma posterior a la constitución del Fideicomiso Naasé y/o quienes en el futuro sean cesionarios de aquellos.

El patrimonio del Fideicomiso Naasé está constituido, entre otros, por: (i) los Bienes Fideicomitados y los Ingresos por Comercialización del Inmueble, (ii) los fondos depositados en cualesquiera de las cuentas fiduciarias, (iii) el producido de la inversión y reinversión de los fondos depositados en cualesquiera de dichas cuentas fiduciarias, con sus aumentos y

disminuciones; y (iv) todos los activos derivados de la conversión, voluntaria o involuntaria, de cualquiera de los conceptos anteriores.

El Fideicomiso Naasé entrará en liquidación:

- cuando se hubiere completado la totalidad del Proyecto Naasé, se hubieren entregado todas las Unidades Naasé o fracciones, no quedaren ingresos pendientes por la comercialización de las Unidades Naasé, y se hubiesen distribuido la totalidad de los beneficios al Fiduciante o a los Beneficiarios Naasé.
- ante la insuficiencia del patrimonio del fideicomiso del Fideicomiso Naasé para hacer frente a los gastos del Fideicomiso Naasé.
- ante el cumplimiento de máximo plazo legal.

Garante: GRUPO ECIPSA, es un holding empresario de real estate, con más de 45 años de trayectoria, integrado por empresas desarrollistas, constructoras e inmobiliarias, en las que se desempeñan más de 420 colaboradores. Cuenta con +100 emprendimientos en 12 ciudades. Ha desarrollado más de 2.000 hectáreas y construido y entregado más de 13.600 unidades entre lotes, casas y departamentos bajo distintas marcas comerciales entre las que se destacan Natania y MilAires.

La empresa posee una gran experiencia en el mercado de capitales y ofrece a sus clientes su sistema de financiación único en el mercado. Desde 1995 sus empresas son calificadas en riesgo crediticio, tal es el caso de Construir S.A. que se encuentra calificado por FIX en BBB+ (arg) Perspectiva Esable.

En relación a su proceso de internacionalización comenzado en 2022 con la apertura de Natania en Paraguay, el mismo se encuentra en plena fase de expansión. Actualmente Grupo ECIPSA tiene presencia en Argentina, Paraguay, Israel, Panamá y Estados Unidos y se encuentra en proyectos de expansión internacional en Brasil y otros países de América Latina.

ECIPSA Israel, abrió su oficina desde donde se encuentra trabajando bajo las marcas WoOw! y CasaVelsrael, mientras prospecta nuevas oportunidades para la región. En 2023, Grupo ECIPSA comenzó a forjar su llegada al país de medio oriente con la firma de su primer acuerdo de exclusividad con Crystal Lagoons® para la implementación de su sistema, tecnología y servicios en desarrollos inmobiliarios de Real Estate privados, de acceso público e híbridos. Sumado a los proyectos de las lagunas cristalinas sustentables, en el marco de la inauguración de las oficinas, la compañía lanzó CasaVelsrael, constituyéndose en el primer bróker inmobiliario en Israel para la comunidad hispano hablante de todo el mundo.

Por otra parte, la empresa suscribió con Crystal Lagoons un acuerdo de exclusividad para el Estado de San Pablo, Brasil y adquirió tierras en Palm Bay, Estados Unidos en la que está proyectando desarrollos multifamiliares con potencial para más de 350 departamentos. Al mismo tiempo que se asoció con dos referentes mundiales del real estate, Barak Rosen y Asaf Touchmair, accionistas de la reconocida desarrollista Canadalsrael, para llevar adelante un importante proyecto High-End en Costa del Este en la ciudad Panamá, Marcos Tower.

En simultáneo, la empresa continúa su expansión en la Argentina con más de 25 proyectos activos y 150 contratos en la región para desarrollos de tierra y edificios residenciales de su marca comercial Natania, proyectando más de 600 entregas en los primeros 10 meses del 2024 en 6 provincias distintas. A su vez, se encuentra desarrollando la fase preliminar del proyecto Nobleza, el emprendimiento inmobiliario de usos mixtos en Buenos Aires más importante de los próximos 20 años, que desarrollará en el predio de 16 hectáreas adquirido a IRSA en 2023. En éste se espera un desarrollo único en su tipo, con más de 600.000 metros cuadrados construibles y una inversión estimada en 600 millones de dólares en los próximos 15 años.

Fiduciario: TMF Trust Company (Argentina) S.A. se estableció en 1970 como afiliado en una empresa jurídica holandesa. En el año 2003, se independizó de su empresa madre a través de un management buy out, y realizó diversas adquisiciones que le dieron el lugar de liderazgo que hoy ostenta. En 2004, compró la división de fideicomisos del Standard Chartered Bank; en 2005, adquirió el negocio global de fideicomisos del ABN AMRO Bank N.V.; y en el año

2008, EquityFundServices, su división de administración de carteras, se fusionó con CustomHouse Global FundServices Ltd. Antes de la fusión con TMF Group, Equity Trust contaba con más de 1.200 empleados en más de 40 oficinas en todo el mundo, atendiendo a 14.000 clientes. El cambio en el control y en la estructura accionaria de Equity Trust Group, y en forma indirecta en la de Equity Trust Company (Argentina) S.A., se produjo el 14 de enero de 2011. Esto implicó el inicio de los planes de fusión de Equity Trust y TMF Group a nivel mundial, cuyo cierre se produjo el 28.06.2011 tras la obtención de las autorizaciones de autoridades regulatorias en ciertas jurisdicciones. Luego de concretada la fusión de ambas compañías, TMF Group se convirtió en el proveedor independiente en la prestación de servicios de administración de negocios complejos y de alta calidad más grande del mundo. A partir de la fecha de cierre, el grupo a nivel mundial se llamará TMF Group. No obstante, en la Argentina, TMF Trust Company (Argentina) S.A. continuará actuando con su propia estructura societaria separada, colaborando mutuamente con TMF Argentina en el desarrollo de sus negocios. La entidad se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable' como fiduciario por FIX.

Anexo I: Cuadro de amortización

Fecha de pago de capital	Amortización fija (%)	Amortización variable (%)
Ago-25	2,0%	1%
Nov-25	2,0%	1,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Feb-26	2,0%	7,0%+ Monto de pago programado variable postergado
May-26	2,0%	1,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Ago-26	2,0%	1,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Nov-26	6,5%	8,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Feb-27	6,5%	8,0%+ Monto de pago programado variable postergado
May-27	6,0%	8,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Ago-27	6,0%	1,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Nov-27	4,0%	1,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Feb-28	4,0%	4,0%+ Monto de pago programado variable postergado
May-28	4,0%	4,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Ago-28	4,0%	0,0%+ Monto de pago programado variable postergado
Nov-28	4,0%	0,0%+ Monto de pago programado variable postergado

Fuente: documentos de la emisión.

Anexo II: 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 **7 de mayo de 2025**, asigna la siguiente calificación preliminar de los Valores Representativos de Deuda (VRD) a ser emitidos bajo el Fideicomiso Financiero MilAires II:

Clase	Calificación actual	Perspectiva actual
VRD por hasta VN UVA 17.500.000	A+sf(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.

Nota: la Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva “Estable” puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a “Positiva” o “Negativa” si existen elementos que lo justifiquen. Los signos “+” o “-” podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Fuentes de información: la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el originador el 29.04.2025, de carácter privado al mes de marzo 2025 y la siguiente información pública:

- Prospecto y Contrato de Fideicomiso preliminar del Fideicomiso Milaires II, disponible en www.cnv.gov.ar
- Opinión legal preliminar sobre la constitución del fideicomiso.

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

Informes relacionados:

- [TMF Trust Company Arg.S.A.](#)
- [Construir S.A.](#)

Disponibles en www.fixscr.com

Determinación de las calificaciones: Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gov.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 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LÍDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyendo, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.