

**Sociedad Gerente**

Dracma S.A.

**Sociedad Depositaria**

Banco Comafi S.A.

**Calificación**

"A-(ccn)"

**Tipo de informe**

Preliminar

**Metodología de Calificación**

Se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Riesgos para Fondos Comunes de Inversión aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17284/14

**Analistas**

Juan Carlos Esteves,  
[jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)

Juan Manuel Salvatierra

[jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

**Fecha de calificación**

21 de septiembre de 2021

**Advertencia**

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

**Calificaciones**

La calificación asignada es "A-(ccn)"

*Nota: Debido a que el Fondo bajo calificación no se ha colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información recibida hasta el 20/09/2021. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura propuesta podría resultar en una modificación de la calificación asignada.*

**Fundamentos de la calificación**

La presente asignación de calificación, se basa en la disposición y consideración de elementos cualitativos. Al tratarse de un Fondo nuevo, no posee historia de cotización o valuación de cuotapartes, ni tampoco el mercado argentino ofrece al presente, muchos fondos comparables con información histórica relevante.

UNTREF ACR UP considera que los elementos cualitativos considerados para calificar a la Sociedad Gerente y a la Sociedad Depositaria permiten observar una estructura y gobernanza corporativa, y disciplina de inversión adecuadas. Los equipos de gestión y operaciones, tanto de Dracma S.A. (la Sociedad Gerente), como del Banco Comafi S.A. (la Sociedad Depositaria), están compuestos por profesionales con solvencia y experiencia demostrable.

**Experiencia e idoneidad de la Sociedad Depositaria (SD):** En la actualidad, Banco Comafi S.A. se desempeña como SD de un importante número de fondos comunes de inversión abiertos y en algunos cerrados.

**Buena experiencia de la Sociedad Gerente (SG):** Al presente, Dracma S.A. no posee como SG, fondos comunes abiertos ni cerrados bajo su administración. Sin embargo, son destacables tanto el posicionamiento de mercado en su zona de influencia y la experiencia operativa de la Sociedad, como los antecedentes que vinculan al socio fundador con la actividad inmobiliaria.

**Adecuado Reglamento de Gestión del Fondo (RG):** El RG cumple satisfactoriamente los requerimientos formales establecidos por la Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Contiene además, un conjunto de elementos que complementan un cuerpo normativo que establece con precisión, la actuación de la SG y las funciones de la SD, como así también, procedimientos que aseguran la transparencia en las actuaciones previstas para el funcionamiento del Fondo.

**Transparencia y control en la gestión del Fondo:** El RG contempla las funciones de un Auditor Técnico Independiente, la formación de un Comité de Inversiones y la designación de un Administrador Inmobiliario. Estos factores, constituyen elementos que concurren a la eficiencia, control y transparencia en la actividad del Fondo y de sus integrantes.

**Importantes antecedentes del Desarrollador Designado (DD):** Elyon S.A. (Grupo Elyon) será el desarrollador inicial, quien aporta experiencia con relación a los objetivos de inversión previstos. Incorpora una trayectoria de más de 15 años en la construcción y desarrollo de emprendimientos inmobiliarios de alto nivel, especialmente en la provincia de Córdoba.

**Elevada concentración en un sector de la economía y riesgo de diversificación:** Al invertir el Fondo en activos relacionados al mercado inmobiliario, se presenta una concentración de las inversiones en dicha industria. Se asumen los riesgos propios del negocio inmobiliario desde aspectos legales, permisos de obra, huelgas, hasta el incremento de los costos, entre otros. Asimismo, un proyecto inmobiliario que invierta el Fondo puede tener una participación relativa importante en el total del valor por su tamaño, por lo que la decisión de inversión puede no generar resultados estimados que puede afectar la rentabilidad del Fondo.

**Adecuado proceso de inversión y toma de decisiones:** La SG establecerá un Comité de Inversiones, cuya función principal será el análisis y la formulación de opiniones no vinculantes, respecto de la adquisición, desarrollo, inversión, seguimiento o enajenación de Activos Específicos. La mayoría de sus integrantes deberá ser elegida por su experiencia en materia inmobiliaria.

**Riesgo inherente a la pandemia COVID-19:** El impacto del COVID-19 y el ASPO sobre la industria constructora e inmobiliaria fue fuerte. Si bien se están produciendo algunas disposiciones y normativas gubernamentales, que permiten iniciar la recuperación de la actividad, los fundamentales de la misma se restablecerán con lentitud. Aún persisten futuros riesgos destacables por la incertidumbre que puede provocar el virus como así las medidas que se puedan adoptar con respecto a esta actividad.

## I. Introducción

Dracma Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario (el Fondo), se constituye de acuerdo con lo dispuesto por la Ley de Fondos Comunes de Inversión N°23.084, sus modificatorias y complementarias y las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), según Resolución General 622/2013 (texto ordenado 2013), estableciendo para su funcionamiento 5 años de duración.

A través de la RESFC-2021-21387-APN-DIR#CNV, la CNV resolvió:

- Registrar a “DRACMA FONDO COMUN DE INVERSION CERRADO INMOBILIARIO” o indistintamente a “DRACMA FCICI”, bajo el número 1.227.
- Autorizar el texto del Prospecto y Reglamento de Gestión del Fondo “DRACMA FONDO COMUN DE INVERSION CERRADO INMOBILIARIO” o indistintamente “DRACMA FCICI”.
- Autorizar el máximo de emisión del Fondo, a emitirse en distintos tramos, por un monto de hasta Valor Nominal en pesos, equivalentes a dólares estadounidenses sesenta millones (VN U\$S 60.000.000) y
- Autorizar la oferta pública de las cuotapartes a emitirse, en el marco del primer tramo de colocación del Fondo, por un monto mínimo de Valor Nominal en pesos, equivalentes a dólares estadounidenses dos millones quinientos mil (VN U\$S 2.500.000) y hasta un monto máximo de Valor Nominal en pesos, equivalentes a dólares estadounidenses quince millones (VN U\$S 15.000.000).

Actuarán en calidad de Sociedad Gerente (SG), Dracma S.A. y como Sociedad Depositaria (SD) el Banco Comafi S.A. Dracma S.A. y Banco Comafi S.A son coorganizadores de la emisión de las cuotapartes del Fondo. Dracma S.A. será el colocador de la emisión. Se ha determinado que no existen entre la SG y la SD, otras relaciones económicas, que las que se derivan de la creación y funcionamiento del Fondo.

La moneda del Fondo es el peso argentino, y se establece que la creación y emisión de las cuotapartes está condicionada por la recepción de ofertas, al día de cierre del período de licitación, por un monto no menor, al equivalente en pesos argentinos de USD 2.500.000, correspondientes al primer tramo de la emisión,

convertidos de acuerdo con la cotización vigente el día anterior al inicio del periodo de licitación, publicada por el BCRA y que corresponde a lo establecido en la comunicación "A" 3500.

Desde su creación y durante toda su vigencia (contemplando una eventual prórroga), el Fondo deberá tener un mínimo de 20 cuotapartistas, y ningún inversor tendrá una participación superior al veinticinco por ciento (25%) de las cuotapartes, de acuerdo con lo establecido en el inciso c) del artículo 206 de la ley 27.440 (Requisitos de Dispersión Mínima).

Se establece que el Fondo emitirá dos clases de cuotapartes:

Clase	Detalle
<b>Clase A: cuotapartes de condominio</b>	Por cada cuotapartista, el valor mínimo de suscripción será el equivalente en pesos argentinos, a los USD 100.000, al tipo de cambio previo al inicio del periodo de licitación, de acuerdo con la Comunicación "A" 3500 del BCRA. Corresponde a Inversores Calificados y no se podrá diferir la integración.
<b>Clase B: cuotapartes de condominio</b>	No tendrán valor mínimo de suscripción y podrán operar toda clase de inversores. No se podrá diferir la integración.

Los Cuotapartistas Clase A y B tendrán en relación a su tenencia de Cuotapartes efectivamente integrada, distintos porcentajes de honorarios de administración dependiendo a la Clase de Cuotapartes a la que pertenezcan, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento.

Se emitirán Cuotapartes de Condominio representadas a través de certificados globales, cotizables en mercados autorizados. Las mismas, al momento del vencimiento o liquidación anticipada del Fondo, darán derecho a una participación proporcional sobre el patrimonio neto del Fondo, de acuerdo con el valor nominal integrado. Se contempla la posibilidad de distribuir utilidades, cuando el Administrador entienda que existan fondos disponibles no necesarios para el cumplimiento del Plan de Inversiones. No se emitirán Cuotapartes de renta. El acápite 7.11 del Reglamento, contempla la posibilidad de ejercer rescates parciales.

La valuación de las cuotapartes del Fondo, se determinará al momento de la presentación de los estados contables y estarán respaldadas por el patrimonio del mismo y por la rentabilidad que se obtenga de los Activos Autorizados (descritos en el punto IV.1 del presente Informe). Asimismo, se recibirá un informe técnico trimestral elaborado por el Auditor Técnico Independiente, que incluirá el estado de avance de los proyectos inmobiliarios en los que hubiera invertido el Fondo. El valor de las cuotapartes se establecerá por los equilibrios alcanzados, por la demanda y la oferta, a través de las operaciones de negociación secundaria en los mercados autorizados por la CNV. Ni la SG ni la SD, garantizan los resultados de las inversiones, ni tampoco una determinada rentabilidad para el Fondo.

## II. Objetivo, Política y Plan de Inversión. Estructura del Fondo

### II.1 Objeto y Objetivos de la inversión

El Fondo tiene como objeto especial la inversión en activos de naturaleza inmobiliaria, denominados Activos Específicos (AE), de acuerdo con la enumeración prevista en el art. 206 de la Ley 27.440 y sus normas reglamentarias: (i) proyectos inmobiliarios de desarrollo de viviendas sociales y para sectores de ingresos medios y bajos; (ii) créditos hipotecarios; y/o (iii) valores negociables cuyo pago esté garantizado por créditos hipotecarios (el Objeto de Inversión).

El objetivo de la administración del Fondo será obtener la apreciación del valor del patrimonio del Fondo, principalmente mediante la inversión en AE y su posterior administración y/o enajenación. Conforme el art. 10 del Decreto 382/2019 y de acuerdo con lo enumerado en el artículo 206 de la ley 27.440 y sus normas reglamentarias, los AE representarán al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del patrimonio neto del Fondo, y deberán estar situados, constituidos, emitidos y/o radicados en la República Argentina.

## II.2 Política de Inversión

La SG procurará lograr los mejores resultados, identificando oportunidades de inversión en AE, con la pauta de elegibilidad que se indica en el Reglamento y en el Prospecto, considerando en todos los casos, las limitaciones señaladas en el art. 206 de la Ley 27.440 y sus normas reglamentarias.

## II.3 Plan de Inversión

De acuerdo con lo establecido en los objetivos de las inversiones, el Plan de Inversión (PI) contemplará el desarrollo de proyectos en ciudades de más de 50.000 habitantes localizadas en la República Argentina, las que serán definidas en el futuro. Para la ejecución del PI, la SG actuará asistida por el Comité de Inversiones, considerando los siguientes parámetros para la selección de los Proyectos Inmobiliarios (PIN):

1. Los Proyectos Inmobiliarios se ubicarán en áreas urbanas, y tendrán proximidad con las principales áreas de oficinas, comercios y entretenimiento de las ciudades objetivo.
2. Los Proyectos Inmobiliarios consistirán en la construcción de viviendas para poblaciones de ingresos medios y bajos, en el marco de lo establecido por el artículo 206 de la Ley N° 27.440 y sus normas reglamentarias.
3. Los Proyectos Inmobiliarios podrán ser financiados por el Fondo hasta el 100% del total de la inversión estimada para su terminación, comprometiéndose el Fondo a efectuar un aporte mínimo de capital por montos que aseguren al menos el 75% del costo de la obra de cada Proyecto Inmobiliario. En cualquier caso, el Fondo deberá tener, como mínimo, una participación suficiente para garantizarse el control de todas las decisiones que deba ejecutar el Desarrollador de cada Proyecto Inmobiliario. En los casos en los que el Fondo no financie el 100% del total de la inversión, la SG considerará (con los límites establecidos en el RG) la posibilidad de financiamiento externo adicional para completar la inversión total necesaria de modo de reducir el riesgo de no terminación del Proyecto Inmobiliario. Además, la SG considerará la previsión de salvaguardas contractuales en beneficio del Fondo en la documentación de las inversiones (por ejemplo, derechos de información, pagos contra avances de obra, o rescisión anticipada).
4. Se procurará la adquisición de inmuebles (de manera directa o mediante la inversión en fideicomisos, sociedades u otras estructuras jurídicas) en los términos que autoricen las Normas y en tanto resulten compatibles con lo previsto por el art. 206 de la Ley 27.440, para adquirir y/o desarrollar inmuebles con destino a su futura enajenación, o su alquiler y posterior enajenación.
5. Las inversiones del Fondo en los Proyectos Inmobiliarios se realizarán previo (i) una valuación practicada por un valuador profesional independiente, (ii) un estudio de los títulos de propiedad correspondientes y se requerirán informes de dominio, de inhabilitación de bienes, para la determinación de deudas de cualquier tipo, conforme las prácticas de mercado; y (iii) en el supuesto de que la inversión del Fondo se hiciera mediante la compra todo o de una parte de las acciones de una sociedad comercial, de una auditoría integral de compra (“due diligence”). En todos los casos se deberá contar con la opinión previa del Comité de Inversiones. Las operaciones de compra, venta y locación de bienes inmuebles podrán ser realizadas con intervención de empresas inmobiliarias y/o agentes de reconocida idoneidad en el mercado, designadas por la SG.
6. El PI se ejecutará de manera continuada durante la vigencia del Fondo, pudiendo realizarse adquisiciones y enajenaciones de Activos Específicos. Sin perjuicio de lo indicado, la SG orientará las decisiones de inversión y desinversión considerando la cercanía de la finalización del plazo de vigencia del Fondo, y la necesidad de la liquidación de los Activos Específicos a efectos de realizar los pagos correspondientes a los Cuotapartistas en oportunidad de la liquidación del Fondo, siempre en cumplimiento de lo dispuesto por el artículo 206 de la Ley N° 27.440 y sus normas reglamentarias.
7. En el caso de que el Activo Específico esté compuesto por créditos hipotecarios, deberán resultar compatibles con lo previsto por el artículo 206 de la Ley N° 27.440, y deberán contar con garantías reales y/o mecanismos de control sobre la afectación exclusiva de los fondos al Proyecto Inmobiliario elegible.

8. La inversión en valores negociables cuyo pago esté garantizado por créditos hipotecarios sólo podrá realizarse respecto de valores negociables con autorización vigente de oferta pública y negociación autorizada en Mercados Autorizados.

#### II.4 Estrategia del Fondo

A partir de acciones con origen tanto en el PEN como en la CNV, dirigidas a generar positivos impactos en la actividad de la industria de la construcción, el Fondo se orienta a posicionarse en un mercado que puede alcanzar una sostenida fase de reactivación económica.

El objeto del Fondo, consistirá en el desarrollo de proyectos inmobiliarios que contemplen lo dispuesto en el art. 206 de la ley 27.440, asociándose para tal fin a distintas empresas desarrollistas. El posicionamiento de mercado de los productos, se focaliza en el segmento de ingresos medios y bajos, para los cual se detecta un importante déficit de oferta habitacional y escaso acceso al crédito.

El Fondo garantizará con el fondeo que obtenga del mercado, un porcentaje significativo del costo de obra del proyecto, limitando la escala del mismo, esto permitirá sustentar las etapas de desarrollo del emprendimiento, fortaleciendo la realización final del mismo, con independencia de las condiciones del mercado de financiación.

UNTREF ACR UP entiende que este enfoque estratégico del negocio, puede constituir un importante factor de atracción para los productos ofrecidos, constituyéndose también en productos diferenciados, con relación a las modalidades dominantes del mercado. Asimismo, el cumplimiento del diseño financiero para la construcción del proyecto, es otro aspecto de diferenciación con relación a las métricas vigentes en el mercado inmobiliario.

UNTREF ACR UP considera que los Objetivos, la Política y el Plan de Inversión son consistentes, y se hallan claramente explicitados, tanto en el Prospecto provisorio como en el RG. Asimismo se destacan, tanto la claridad en la Estrategia del Fondo, como los procedimientos de administración y gestión previstos para el desarrollo de los proyectos.

#### II.5 Honorarios Previstos

La SG y SD, tendrán derecho a percibir un honorario inicial y por única vez, por la constitución del Fondo, por la suma de pesos argentinos equivalentes a USD 5.000 para cada uno (se le agregará el Impuesto al Valor Agregado de ser aplicable), calculado al tipo de cambio de la Comunicación "A: 3500 del BCRA correspondiente al día previo al pago.

UNTREF ACR UP entiende que es preciso y explícito, el detalle con que se presentan en el Capítulo 10 del RG, los honorarios contemplados como así también lo referido a los Gastos Ordinarios del Fondo, Comisiones de Colocación y Organización y los Gastos de Suscripción.

Adicionalmente, se establece un honorario de éxito y desempeño (*Performance Fee*) para la SG, cuyas características de cumplimiento, se hallan explicitadas en el mismo Capítulo del RG. En el RG se establece un límite global máximo de honorarios, comisiones, gastos ordinarios del Fondo y gastos de suscripción establecidos en las Secciones 1 a 6 del RG y que nunca podrán ser superiores, considerados en conjunto al 4,65% anual del patrimonio neto del Fondo a excepción del *Performance Fee*.

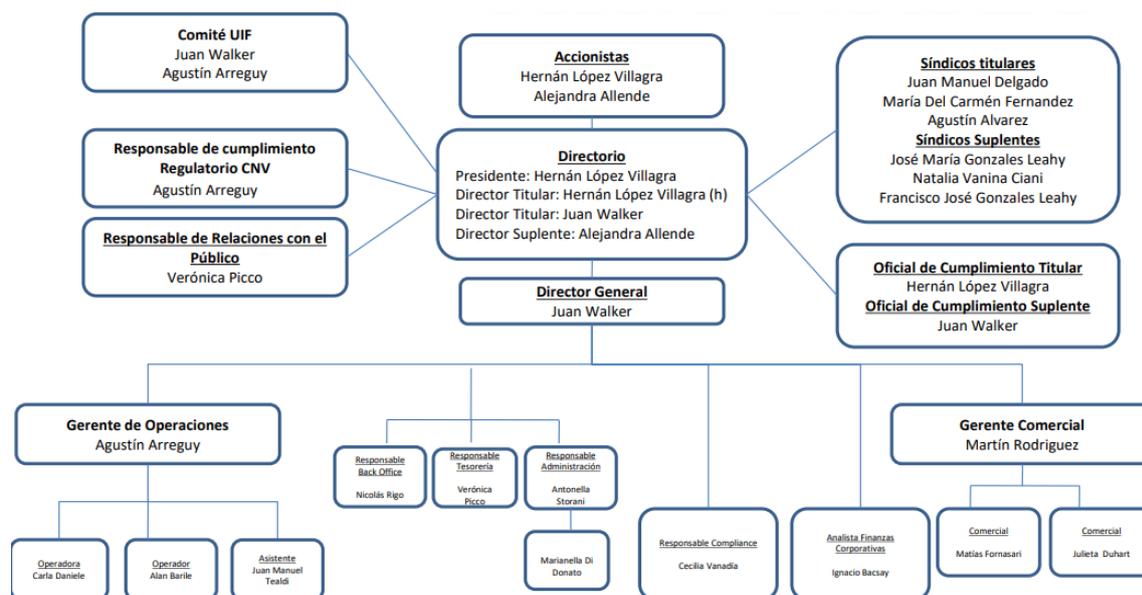
### III. Sociedad Gerente

Dracma S.A., administrador del Fondo, es una firma de servicios financieros que se fundó en el año 2004 en la ciudad de Córdoba. Presenta una fuerte inserción en el ámbito empresarial de la Provincia de Córdoba y

cuenta con más de 15 años de experiencia en brindar servicios de asesoramiento en inversiones y en financiamiento a través del mercado de capitales.

El principal accionista y socio fundador de la empresa es Hernán López Villagra, quien posee destacados antecedentes profesionales, quien cuenta con amplia experiencia en el desarrollo inmobiliario en la Provincia de Córdoba y en el Uruguay. El equipo de profesionales de Dracma S.A. (ver Figura 1) cuenta con buena experiencia profesional en el mercado de capitales local, y el Director General Juan Walker posee además amplia experiencia en finanzas corporativas, específicamente en inversiones de capital privado y en transacciones de M&A en Latinoamérica (principalmente México).

**Figura 1 – Organigrama de Dracma S.A.**



Dracma S.A. es una compañía creada con el propósito de asistir, asesorar y proveer en materia financiera, a todas las necesidades que se presentan a lo largo de la existencia de las empresas y la vida de las personas. Desde sus inicios, la firma tiene como principal objetivo lograr una fuerte inserción en el sector financiero de Córdoba, enfocándose en la mejor calidad y diversidad de servicios. Los servicios ofrecidos por Dracma pueden dividirse en tres ejes fundamentales:

- Inversiones financieras en el mercado de capitales;
- Financiamiento para empresas e instituciones;
- Banca de inversión (Fusiones y adquisiciones; valuaciones; estructuración; reestructuraciones).

Durante todos estos años, la firma desarrolló una fuerte expertise en el armado de soluciones financieras a medida para empresas del interior del país, ya sea como estructurador y colocador de deuda en el mercado de capitales, como asesor en financiamientos estructurados y transacciones de capital privado o asesoramiento en inversiones y gestión de capital de trabajo.

Para llevar a cabo su actividad, Dracma S.A. cuenta con la autorización de la CNV para actuar como Agente de Liquidación y Compensación (N°201), siendo Agente miembro del BYMA, el Mercado Argentino de Valores (MAV) y de Matba-Rofex.

En el año 2017, Dracma S.A. fue autorizada por la CNV para actuar como Agente de Administración de Productos Inversión Colectiva bajo el N°51, convirtiéndose en la primera Sociedad Gerente de Fondos de Córdoba. Actualmente, Dracma S.A. no posee bajo su administración Fondos Comunes de Inversión abiertos o cerrados. A su vez, posee 8 acuerdos de Colocación de FCI con diferentes Sociedades Gerentes.

Fuera del ámbito del mercado de capitales, Dracma S.A. también es un jugador importante en Córdoba como asesor en temas de finanzas corporativas, a través del área de Banca de Inversión. Participando como asesor

en fondos de *venture capital* (como Alaya Capital Partners), realizando valuaciones de capital accionario de distintas empresas y asesorando en procesos de venta o adquisiciones de empresas.

UNTREF ACR UP evalúa que de la lectura y consideración de la información consultada, se desprende que la Sociedad Gerente, cuenta con la infraestructura metodológica y profesional suficiente para desarrollar una gestión adecuada de la cartera de inversiones. A pesar de no contar con fondos activos en la actualidad, es un antecedente a considerar, la experiencia operativa de la firma y de su socio fundador en desarrollos inmobiliarios. La interacción con los Desarrolladores de los Proyectos del Fondo, constituirá una sinergia indispensable para fortalecer las funciones vinculadas con la administración del mismo.

Asimismo, UNTREF ACR UP mantuvo entrevistas con funcionarios con responsabilidades relevantes de Dracma S.A. como SG, y tuvo a disposición manuales (Manual de Prevención de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo y el Manual de Procedimientos de Suscripciones y Rescate) y el Código de Conducta. Las mismas permitieron alcanzar un conocimiento adicional sobre las capacidades de la SG para administrar el Fondo.

#### **IV. Sociedad Depositaria**

Banco Comafi S.A. es una entidad financiera de capital privado argentino, que posee 76 sucursales en toda la Argentina. Comenzó a operar en el año 1984, bajo la denominación Comafi S.A. como agente de mercado abierto, especializado en *trading* de títulos públicos, pases y otras operaciones financieras.

A partir de 1992, Banco Comafi inició sus operaciones como banco comercial cuando compró los activos y pasivos de la sucursal argentina del ex Banco di Napoli, obteniendo una licencia bancaria y cambiando su denominación por la actual de Banco Comafi S.A.

Según información institucional, a marzo de 2021 el Banco Comafi en sus estados contables informa que posee préstamos otorgados por casi \$30,0 mil millones, depósitos recibidos por \$119,223 mil millones, y un Patrimonio Neto de \$16,5 mil millones.

Actualmente, integra un grupo de empresas proveedoras de servicios financieros innovadores, ágiles y flexibles del cual también forman parte, entre otras: The Capita Corporation (líder en leasing de la Argentina); Provencred (especialista en financiación minorista de sectores no bancarizados, con más de 40 años de presencia en el interior del país); y la *fintech* Nubi, que ofrece servicios de cobro y recarga de dinero para operaciones online en todo el mundo.

Banco Comafi cuenta además con una vasta experiencia en la prestación de servicios fiduciarios; acumulados a partir de su desempeño como fiduciario y administrador de la mayor parte de las entidades financieras liquidadas por el BCRA desde el año 1997 al presente. Para ello cuenta con una estructura especialmente afectada como unidad de negocios a la administración integral de patrimonios de afectación.

Junto al desempeño de esas funciones también ha intervenido activamente en el asesoramiento, puesta en marcha y colocación de productos securitizados a través de oferta pública, proceso en el que interviene el propio Banco, o ha intervenido su controlada Comafi Fiduciario Financiero S.A. que a tal fin cuentan con las aprobaciones regulatorias de la CNV y las restantes reparticiones con competencia en la materia, incluyendo al BCRA en relación con Banco Comafi.

En el año 2016 adquiere el 100% de Deutsche Bank Argentina, y posteriormente se fusionó con esta entidad absorbiéndola, quedando inscripta la fusión en noviembre de 2017. Esto le permitió al Banco ampliar y reforzar su base de clientes institucionales e incorporar el capital humano de la entidad absorbida, para aprovechar las significativas oportunidades de un mercado de capitales en pleno desarrollo. Banco Comafi en la actualidad se desempeña como sociedad custodia de una gran cantidad de fondos comunes de inversión, cuyas sociedades gerentes son independientes, y al mismo tiempo continúa con la actividad de emisión de certificados de valores extranjeros conocidos como (CEDEARs), abarcando toda la gama de negocios que tenía la entidad absorbida y con la mira puesta en crecer, ampliar y diversificar los productos ofrecidos.

Los integrantes del Directorio son de idoneidad reconocida, destacándose su presidente Guillermo Cerviño con una vasta trayectoria en el sistema financiero argentino.

En la siguiente Tabla 1 se detalla la estructura accionaria de la Sociedad Depositaria:

**Tabla 1 – Distribución accionaria del Banco Comafi S.A.**

Accionista	Porcentaje (Capital)	Porcentaje (Votos)
Comafi S.A.	78.09%	90.60%
Famicer Participaciones S.A.	7.27%	3.12%
Pasman S.A.	7.08%	3.04%
Diasau S.A.	2.39%	1.02%
Depuey S.A.	1.84%	0.79%
Fliacer Participaciones S.A.	1.52%	0.65%
Pecote S.A.	1.43%	0.61%
Accionistas agrupados	0.38%	0.17%
<b>TOTAL ACCIONES</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Información a marzo 2021 del BCRA.

Actualmente, el Banco Comafi actúa como agente de custodia en varios fondos comunes de inversión abiertos y cerrados, según información disponible en la CNV. Se encuentra registrado como sociedad depositaria bajo el N° 26 en la CNV.

UNTREF ACRUP entiende que las actividades que realiza en materia de custodia, y la solvencia profesional del Banco, son antecedentes destacables para las funciones atribuibles al Banco en el Fondo establecidas en el Capítulo 9 del Reglamento de Gestión del mismo.

## V. Desarrollador Designado

Elyon S.A. (Grupo Elyon) es el Desarrollador Designado (DD) por el Fondo. El DD tendrá a su cargo llevar adelante el desarrollo de uno o más Proyectos Inmobiliarios del Fondo respecto del Primer Tramo de Emisión. Sin perjuicio de lo cual, se aclara expresamente que podrán ser designados en el futuro otros Desarrolladores distintos de Elyon S.A.

Elyon S.A. es una Sociedad Anónima constituida e inscripta en la DGIPJ de la Provincia de Córdoba en el año 2005. El objeto social comprende la construcción, reforma y reparación de edificios residenciales, la comercialización y la administración de propiedades. En estas actividades, el Desarrollador cuenta con vasta experiencia de actuación. Es una empresa fundada a partir de la iniciativa del Ing. Ernesto Bernardo Teicher, y en la cual actualmente, se hallan incorporados el Cr. Martin Ariel Teicher y el Ing. Gabriel Moisés Teicher.

La empresa opera con claras directrices, sustentadas en los principios contenidos en la Misión, Visión y Valores de la Sociedad, lo cual le ha otorgado a la misma, un destacable posicionamiento profesional y un reconocimiento social en su ámbito de actuación. Esta reunión de atributos, motivo que el Ing. Ernesto Bernardo Teicher, fuera distinguido en el año 2017 como “Empresario del Año” en su actividad como desarrollista, mención que fue otorgada por el diario “La voz del Interior”. Esto se realizó, en el marco de las premiaciones anuales que dicho periódico realiza desde el 2004, y que están dirigidas a destacar a empresarios cordobeses.

Los integrantes de los órganos de administración y fiscalización de la Sociedad, resuelta a través de Asamblea General Ordinaria del 13 de marzo de 2021, se exponen en la siguiente Tabla 3:

**Tabla 2 – Administración y Fiscalización**

Título y Cargo	Nombre	Vigencia de mandato
Director Titular y Presidente	Martin Ariel Teicher	31/12/2023
Director Titular y Vicepresidente	Gabriel Moisés Teicher	“
Directora Suplente	Dora Beatriz Grinberg	“
Síndico Titular	Leandro Oscar Gregorio	“
Síndico Suplente	Martin Diego Barbara	“

Actualmente liderando la empresa se encuentra Martín Teicher. Junto a Gabriel Teicher ambos poseen más de quince (15) años de experiencia en la industria inmobiliaria. Martín Teicher es Contador Público con una amplia experiencia en la gestión de proyectos inmobiliarios, además es vicepresidente 2º de la Cámara Empresarial de Desarrollistas Urbanos de Córdoba (CEDUC). Gabriel Teicher es ingeniero civil con una amplia experiencia en la dirección de obra de proyectos en altura.

La empresa cuenta con una vasta trayectoria en el rubro. Distinguiéndose por la calidad de las obras realizadas, así como también por el cumplimiento en la entrega de las mismas. A modo de resumen, la siguiente Figura 2 expone información resumida de su trayectoria y emprendimientos actuales.

**Figura 2 – Síntesis de la Trayectoria y emprendimientos actuales del Desarrollador inicial (Elyon S.A.)**



De acuerdo con la información disponible, se destacan en los emprendimientos, tanto la calidad de los materiales como los parámetros de innovación tecnológica y mejora continuas que utiliza la empresa para su desarrollo. Es una empresa con un sustentable posicionamiento en el mercado inmobiliario, obtenido a partir del desarrollo de las actividades señaladas anteriormente.

Con el objeto de complementar financiamiento para un emprendimiento, la empresa emitió ON Garantizadas en el año 2017, bajo el régimen contemplado por la CNV. La integración alcanzó a los 1,3 millones de dólares, duplicando el monto original previsto para la emisión. Esta deuda está próxima a su cancelación total.

UNTREF ACR UP entiende que la empresa a través de sus actuales directivos, cuenta con la capacidad profesional suficiente para continuar con las actividades de la misma.

UNTREF ACR UP considera que en el marco de la información disponible, el Desarrollador posee claras ventajas competitivas para el desempeño de sus funciones en el Fondo, constituyéndose en un factor de fortalecimiento y solidez para el mismo. Estos aspectos, deberían favorecer la calidad y profundidad de la interacción con los restantes componentes del Fondo.

## VI. Reglamento de Gestión

UNTREF ACR UP entiende que el Reglamento de Gestión proyectado (RG), cumple satisfactoriamente con los requisitos formales que establecen las Normas de la CNV. Incorpora además importantes aspectos vinculados con la gestión del Fondo, que le otorgan un consistente y transparente conjunto normativo. En los puntos siguientes, se presentan los contenidos que se estimaron como relevantes para el análisis del RG.

## VI. 1 Activos Autorizados

El RG en los Capítulos 5 y 6, establece dos clases de Activos Autorizados, los denominados Activos Específicos (AE) y las Inversiones Transitorias (IT). Los AE deberán representar al menos el 75% y hasta el 100% del patrimonio neto del Fondo y estar situados, constituidos, emitidos y/o radicados en la República Argentina.

### VI.1.1 Activos Específicos

El Fondo podrá desarrollar las siguientes inversiones inmobiliarias, consideradas desde el RG como AE:

1. Derechos reales constituidos sobre inmuebles.
2. Créditos hipotecarios y/o valores negociables cuyo pago esté garantizado por créditos hipotecarios.
3. Derechos personales relacionados con inmuebles, que sirvan de título para la adquisición de derechos reales, o que permitan el aprovechamiento económico de un inmueble (vgr. derechos económicos provenientes de cesiones de flujos de fondos que respondan a la explotación comercial de activos inmobiliarios).
4. Participación como fiduciante, beneficiario y/o fideicomisario en fideicomisos ordinarios cuyos objetos respondan a los objetivos de inversión del RG.
5. (a) Participación en acciones de sociedades anónimas cerradas, con objeto exclusivo de desarrollo inmobiliario, suscriptas en el marco de aumentos de capital: (i) cuyo uso de fondos excluya la refinanciación de pasivos y se vincule directamente con los Proyectos Inmobiliarios, (ii) cuyo activo esté integrado preponderantemente por inmuebles o derechos reales sobre inmuebles de cualquier naturaleza, o derechos personales relacionados con inmuebles de cualquier naturaleza, y (iii) cuyo objeto y actividad sea el desarrollo de inmuebles; y (b) valores fiduciarios, obligaciones negociables, valores de corto plazo y/o cualquier otro valor negociable, destinado a financiar la actividad de adquisición, administración y enajenación de Proyectos Inmobiliarios y/o que respondan a los objetivos de inversión del RG.

Respecto de los supuestos de inversión previstos en los puntos 4 y 5 precedentes, se aclara expresamente que a la fecha de emisión del presente no se ha determinado efectuar dichas inversiones mediante vehículos particulares. Sin perjuicio de lo anterior, se describen en forma indicativa los principales términos y condiciones de los fideicomisos inmobiliarios ordinarios y de las obligaciones negociables en Anexos del RG los que serán directrices a la hora de su negociación por parte de la SG. Por lo tanto, los términos y condiciones definitivos de los fideicomisos ordinarios y de las obligaciones negociables mencionados previamente no han sido determinados y dependerá de la negociación futura que realice la SG, el Desarrollador (D) y terceros involucrados. Asimismo, en estos supuestos de inversión, será condición precedente para el otorgamiento de los mismos que se hayan constituido garantías suficientes a criterio de la SG sobre inmuebles bajo titularidad de tales sociedades y/o fideicomisos inmobiliarios.

No podrán adquirirse AE pertenecientes a empresas vinculadas a la Sociedad Gerente, la SD ni a un D vinculado a la SG o a la SD, con pertenencia al mismo grupo económico.

Para la realización de las inversiones en AE y de la ejecución de la Política de Inversiones, se establece que el Fondo (a través de la actuación de la SG y/o la SD) tendrá plena capacidad para celebrar cualquier acto jurídico que sea necesario o conveniente para la ejecución del Plan de Inversión, sin otras limitaciones que las contempladas en las disposiciones legales vigentes en el RG o en el Prospecto. Las operaciones alcanzadas, comprenden a todas aquellas vinculadas con la constitución patrimonial de Activos Específicos. Estas actuaciones se realizan, en el marco de lo establecido en el RG, para el denominado Periodo de Formación de Activos Específicos.

En el punto 5.4. del RG se presenta una detallada información con relación al Periodo de Formación de los Activos Específicos, contemplando la adecuación del Plan de Inversiones del Fondo, a lo establecido en las Normas de la CNV y lo descripto en el Capítulo 1 del Prospecto.

### **VI.1.2 Inversiones Transitorias**

El RG contempla en el Capítulo 6, que el Fondo durante el período de Formación de los AE o en cualquier otro momento de la vida del Fondo, podrá realizar Inversiones Transitorias. Las mismas se hallan detalladamente descriptas en dicho Capítulo del RG, y constituyen un diversificado conjunto de valores negociables, con aptitud para ser empleados como cobertura de valor. También se regula la eventual constitución de Disponibilidades.

Luego del vencimiento del Período de Formación de Activos Específicos, el límite de porcentaje en Inversiones Transitorias, será de hasta el veinticinco por ciento (25%) del patrimonio neto del Fondo.

### **VI.2 Operaciones con derivados**

El Fondo podrá realizar operaciones de cobertura con instrumentos financieros derivados, con un límite del 25%, contando la SG del Fondo, con la experiencia y capacidad profesional para realizar esas operaciones.

### **VI.3 Endeudamiento**

Se contempla la posibilidad de que la SG contraiga deuda en representación del Fondo, con el objetivo de financiar operaciones vinculadas con la adquisición o desarrollo de los AE ya enumerados. El límite del endeudamiento no podrá superar el patrimonio neto del Fondo.

### **VI.4 Actuación de la Sociedad Gerente**

UNTREF ACR UP entiende que las funciones otorgadas a la Sociedad Gerente en el RG, pueden ser cubiertas con suficiencia por DRACMA S.A, constituyéndose esto, en una de las principales fortalezas del Fondo.

### **VI.5 Funciones de la Sociedad Depositaria**

UNTREF ACR UP entiende que el conjunto de funciones definidas para la Sociedad Depositaria en el RG, tienen un respaldo de alta solidez y profesionalidad por parte del Banco Comafi S.A, constituyendo otra fortaleza destacable.

### **VI.6 Riesgos, Responsabilidades y Otros Temas contenidos en el RG**

En el Capítulo 16 del RG, se explicitan otros aspectos de importancia. Con relación al riesgo, se hace referencia al conjunto de los mismos, explicitados detalladamente en el Prospecto provisorio, y que de acuerdo con el diverso carácter de los mismos pueden impactar sobre el capital invertido o sobre el rendimiento de las inversiones del Fondo. Ni la Sociedad Gerente ni la Sociedad Depositaria, garantizan resultados positivos para la evolución del Fondo y/o incremento patrimonial del Fondo. No establecen una determinada rentabilidad del mismo.

El RG contempla tres figuras que a criterio de la SG, podrían constituirse a los efectos de reforzar los procesos decisorios del Fondo. En todos los casos, sus actuaciones, no limitarán las facultades de la SG.

Las figuras son: el Comité de Inversiones, el Auditor Técnico Independiente y el Administrador Inmobiliario.

El primero actúa como un consejero no vinculante, para la toma de decisiones de la SG en materia de adquisición o enajenación de Activos Específicos.

El Auditor Técnico Independiente, es una importante figura prevista en el RG. El mismo es designado por la SG. Las tareas generales de esta figura, comprenden entre otras: (i) seguimiento periódico de las obras, el cual comprende el control del avance físico de obra, verificar el seguimiento de los avances de obra y control del avance físico/financiero de la obra; (ii) verificación de los certificados de avance de obra; (iii) opinión respecto a la forma de ejecución de la obra, materiales utilizados, personal encargado de los trabajos y todo aspecto, en su criterio profesional, relevante; (iv) análisis del informe periódico efectuado por la dirección de obra del Proyecto Inmobiliario; (v) comparación de las proyecciones efectuadas con la aplicación real de los

fondos a la ejecución de las obras, así como también el cálculo de desvíos y cualquier otra información relevante sobre el emprendimiento; y (vi) deberá emitir un informe trimestral sobre las tareas desarrolladas durante la vigencia de la inversión, incluyendo una conclusión respecto de los resultados arrojados, de acuerdo con lo establecido en el Art. 10 del Capítulo V del Título V de las Normas de CNV.

Cada Informe Trimestral del AT deberá ser publicado en el sitio web de la CNV, a través de la AIF.

Con relación al Administrador Inmobiliario a designar por la SG, se contempla elegir a profesionales de reconocida trayectoria y expertise en el mercado de actuación. Sus actividades se encuadran dentro de lo dispuesto en el RG. El D podrá ser Administrador Inmobiliario.

El RG prevé que el Fondo, informe a través de la Autopista de Información Financiera (Hechos Relevantes) de la CNV, sucesos y circunstancias propias de su actividad, que se establecen como obligatorias. Se destaca principalmente la referida a la publicidad, con periodicidad trimestral, de un Informe sobre el estado de avance de los proyectos. El mismo se elaborará sobre la base de lo informado por el Auditor de Obra.

UNTREF ACR UP considera que lo establecido con relación a las figuras a crear y sus funciones, son de particular importancia para transparentar y evaluar a las actividades del Fondo.

## **VII. Impacto ambiental en la ejecución del Plan de Inversión**

Las actividades a desarrollar, serán consistentes con las disposiciones previstas en el marco normativo ambiental/laboral, así como también con la legislación que regula al sector de la construcción.

### **Glosario técnico**

AE: Activos Específicos

CNV: Comisión Nacional de Valores

D: Desarrollador

DD: Desarrollador Designado

FCIC: Fondo Común de Inversión Cerrado

FCICI: Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario

IT: Inversiones Transitorias

Normas: es el texto actualizado de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T. 2013).

RG: Reglamento de Gestión

SD: Sociedad Depositaria

SG: Sociedad Gerente

## Definición de la calificación

### **Dracma Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario: “A-{ccn}”.**

La calificación “A” asignada, dentro de las escalas de la UNTREF ACR UP, corresponde a “Fondos que presentan una capacidad de desempeño y administración, capacidad operativa y rendimiento, buena, con relación a Fondos de similares objetivos de inversión”.

**Modificadores:** Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” o “-”, para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC.

**Sufijos:** Las calificaciones contienen un sufijo que identificara a la clase de Fondo calificados. El sufijo “ccn” corresponde a fondos comunes de inversión cerrados nuevos.

### Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Resolución CNV 21.387
- Prospecto de emisión presentado y autorizado por la CNV.
- Reglamento de Gestión del Fondo presentado y autorizado por la CNV.
- Información suministrada por la Sociedad Gerente Dracma S.A.
- Información del sitio institucional de Dracma S.A.: [www.dracmasa.com.ar](http://www.dracmasa.com.ar)
- Información del sitio institucional del Banco Comafi S.A.: [www.comafi.com.ar](http://www.comafi.com.ar)
- Información del sitio institucional de Elyon S.A.: [www.grupoelyon.com](http://www.grupoelyon.com)

**Manual de Calificación:** Para el análisis del presente Fondo, se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Riesgos para Fondos Comunes de Inversión aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17284/14.

### Analistas a cargo:

Juan Carlos Esteves, [jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)  
Juan Manuel Salvatierra, [jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

### Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

Fecha de la calificación asignada: 21 de septiembre de 2021.-