

Fondos Comunes de Inversión**ADBLICK GANADERIA FONDO COMUN DE INVERSION CERRADO AGROPECUARIO**

Sociedad Gerente
Supervielle Asset Management S.A.

Sociedad Depositaria
Banco Comafi S.A.

Calificación
“AA- (ccn)”

Calificación anterior
“AA- (ccn)” 29/05/2020
Preliminar

Tipo de informe
Inicial

Metodología de Calificación
Se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Riesgos 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

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

Fecha de calificación
3 de julio de 2020

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

Fondo	Calificación
Adblick Ganadería FCIC Agropecuario	“AA-(ccn)”

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. Se destaca que no existen en el mercado fondos comparables con información histórica relevante.

Solvencia profesional de la Sociedad Gerente (SG): Supervielle Asset Management S.A., pertenece al conglomerado financiero del Grupo Supervielle. Al 26/05/2020, la SG administraba 14 fondos y tenía activos bajo administración por un valor cercano a \$ 33.152 millones. Presentaba una participación de mercado de aproximadamente el 2,58 % en el sector de FCI de Argentina. Tanto el grupo económico en general, como la SG en particular, presentan una reconocida y larga trayectoria en el sistema financiero argentino.

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.

Adecuada experiencia del Asesor de Inversión (AI): ADBlick Agro S.A. inició sus actividades en 2007, siendo su campo de actuación la gestión y desarrollo de proyectos de inversión en el sector agroindustrial. Presenta experiencia en el sector de actuación del fondo bajo calificación, es una de las fortalezas destacables del mismo. Dispone de antecedentes como fiduciario en fideicomisos privados de ganadería, como así otra empresa del Grupo ADBlick es AI de un FCIC orientado a la agricultura.

Adecuada política de diversificación y atomización de riesgos de inversión: El Fondo dispondrá de políticas de diversificación, por zonas geográficas en distintos campos y zonas productivas del país y por producto, mitigando riesgos de precio a través de la diversificación de canales comerciales (producción para el mercado interno y para cuotas de exportación).

Elevada concentración en un sector de la economía: Al invertir el Fondo en el negocio de explotaciones ganaderas, se presenta una concentración específica en el mercado de ganado bovino. A pesar de ello, dentro del negocio de ganadería se podrá invertir en cría, recría y terminación en diversos campos para su posterior comercialización, y en actividades relacionadas con la producción y comercialización de mercaderías y/o productos derivados de los mismos (Ver Anexo).

Riesgo de dependencia de la SG con el AI: La SG genera dependencia con la función que cumple el AI de asesorar en el negocio ganadero, dado que depende en todo momento del dictamen favorable para poder realizar la inversión en los activos específicos, y por ser el especialista en la disciplina.

Incorporación de un Asesor Técnico (AT): La SG y la SD designarán un AT independiente. Sus funciones están descriptas en el Reglamento de Gestión y cumple un rol de relevancia en las actividades operativas del Fondo dando transparencia a las actividades, mejora la calidad de su administración, mitiga riesgos operacionales y eventuales conflictos de intereses.

Disposiciones sobre la pandemia: En el marco de la situación de pandemia provocada por el virus COVID-19, el PEN emitió el Decreto 297/2020. En el mismo, y a través de los incisos 12 y 13 del artículo 6°, determinó el carácter esencial entre otras de las industrias de la alimentación, su cadena productiva e insumos, como así también de las actividades vinculadas con la producción, distribución y comercialización agropecuaria y de pesca. Esta disposición permite, contemplando los requisitos de cuidados y normas de seguridad por la emergencia sanitaria que se establecen para estas actividades, un funcionamiento pleno de la cadena de valor, implícitamente contemplada por el Fondo calificado. Esas decisiones, permiten el desempeño de las actividades del Fondo bajo condiciones de normalidad, fortaleciendo las acciones previstas para su desenvolvimiento.

Introducción

ADBlick Ganadería Fondo Común de Inversión Cerrado Agropecuario (el Fondo), se constituye a partir de lo establecido conjuntamente, en el marco de la Ley 24.083, la Ley 26.831, las normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T. año 2013 y mod.) (CNV) y demás leyes y reglamentaciones aplicables en la Argentina, estableciéndose para su funcionamiento un periodo de duración de seis (6) años, contemplándose su prórroga en el Reglamento de Gestión. La CNV autorizó la oferta pública de las Cuotapartes del Fondo, a través de la RESFC- 2020-20696 APN-DIR#CNV de fecha 21 de mayo de 2020. El Fondo está registrado bajo el N° 1144 de la CNV.

Actúan en calidad de SG, Supervielle Asset Management S.A y en calidad de SD, Banco Comafi S.A. El Banco Supervielle S.A. e Invertir Online S.A. son los Agentes Colocadores principales y Cohen S.A actuó en calidad de Colocadores. El AI será ADBlick Agro S.A que tendrá las funciones de asesorar a la SG en las decisiones de inversión en Activos Específicos (AE).

Se ha determinado que no existen entre la SG, la SD y el AI, otras relaciones económicas y jurídicas que las que se derivan de la creación y funcionamiento del Fondo.

La moneda del Fondo es el Peso o la moneda de curso legal que en el futuro lo reemplace. Está previsto en el Prospecto de emisión, un valor global máximo de cuotas partes por hasta VN \$ 10.000.000.000, con un mínimo de VN \$ 100.000.000. En el primer tramo de colocación, se prevé un mínimo de VN \$ 100.000.000 y un máximo de VN \$ 300.000.000.

La emisión e integración concluida el 24 de junio del corriente año, alcanzó la suma de \$ 178.722.509, distribuida entre 971 cuotapartistas, cuya participación se presenta en la siguiente Tabla 1.

Tabla 1- Composición de los cuotapartistas por origen

Origen	Monto en Pesos	Participación
Personas Humanas	100.622.509	56,3%
Compañías de Seguro	52.000.000	29,1%
Otros	26.100.000	14,6%
Total del Fondo	178.722.509	100,0%

Fuente: ADBlick Ganadería FCIC Agropecuario

El Fondo emite una única clase de cuotapartes, estando expresadas las mismas en la moneda del Fondo. Las Cuotapartes son emitidas únicamente en condominio, y reconocen derechos sobre el patrimonio del Fondo. Se establece que el Fondo se integrará con clases de cuotapartes que tendrán igual derecho a voto. En el Prospecto, también se especifican limitaciones con respecto a la cantidad mínima de cuotapartistas y a su participación sobre el total patrimonial. Está contemplado el rescate anticipado de los valores de las cuotapartes, por hasta un máximo del 50% del Patrimonio del Fondo. Asimismo se especifica que, de reunirse las condiciones establecidas en el RG, se podrán distribuir utilidades.

● Objeto y Política de Inversión del Fondo

El Fondo se constituye con el objeto exclusivo de otorgar rentabilidad a los cuotapartistas mediante la inversión no menor al 75% en los (AE) que se describen el punto IV.1 del presente Informe. En el punto IV.2, se indican los Activos no Específicos que pueden constituir el resto de la posición patrimonial.

Con relación al Plan de Inversión, se contempla como actividad principal la inversión en AE, los cuales serán identificados por la SG. El proceso de inversión será validado bajo el asesoramiento y emisión de dictamen favorable por parte del AI.

● Modalidad de ejecución de las inversiones

Si bien los AE no están identificados en el Prospecto, el Fondo realizará la inversión inicial en el Fideicomiso ADBlick Ganadería (FAG). Los AE serán seleccionados, en función de aquellos que estén disponibles en el mercado durante la vida del Fondo, siempre respetando los criterios establecidos en el Prospecto y Reglamento. Al inicio de las operaciones, como se mencionó previamente se invertirá en participaciones en el FAG, que se encuentra operativo y bajo la administración fiduciaria de ADBlick Agro S.A.

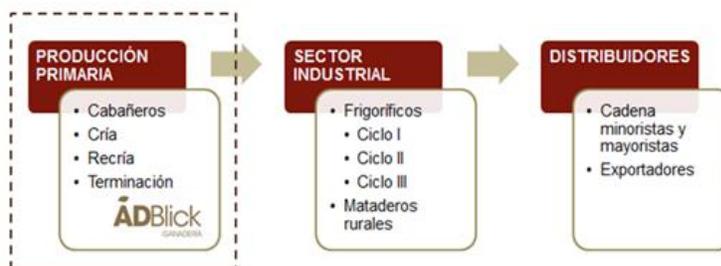
Con relación al Fideicomiso ADBlick Ganadería, el mismo está definido como un proyecto de producción y comercialización de carne, con foco en las etapas de recría y terminación. El proceso se inicia con la compra de terneros recién destetados, y continúa con el engorde a campo y la terminación a corral, con lo cual se busca obtener un producto que cumpla con las necesidades y exigencias de los socios comerciales de Grupo ADBlick (la industria frigorífica), tanto para el consumo local como para abastecer el mercado internacional.

UNTREF ACR UP destaca la calidad de los socios operadores (con destacadas cabañas y proveedores de terneros) y de los clientes, especialmente en lo referido a los frigoríficos que componen la etapa industrial del negocio.

El Fideicomiso ADBlick Ganadería, es un modelo de negocio diversificado en zonas y en producto (destino exportación y consumo interno). En el marco del mismo se busca una escala de entre 10.000 y 12.000 cabezas, lo que permite lograr acuerdos con proveedores y clientes.

En el Prospecto y en el sitio institucional del Grupo Adblick, se presenta información complementaria referida a la operatoria del Fideicomiso. Realiza operaciones en la etapa de producción primaria de la cadena de valor de la carne. En la siguiente Figura 1, se presenta un circuito completo del negocio de la ganadería bovina.

Figura 1 – Etapas de producción de la cadena de valor de la carne.



El mencionado Fideicomiso ADBlick Ganadería cuenta con un equipo de asesores con vasta experiencia en el negocio. Los mismos constituyen el Comité Asesor. Esta figura permite que el Fideicomiso, opere con un *management* que trabaja en el desarrollo y operación del plan estratégico del proyecto ganadero. Este equipo actúa como órgano de gobierno del Fideicomiso. El mismo está conformado por profesionales de distintas disciplinas, lo que facilita contar con una visión del negocio en su conjunto, abarcando las diferentes especialidades necesarias para su desarrollo.

Los integrantes del equipo son el Lic. Victor Tonelli, el Ing. Agr. Fernando Canosa y el Dr. Marcelo Paladino. De la lectura de sus antecedentes, expuestos sintéticamente en el Prospecto, UNTREF ACR UP entiende que se trata de acreditados profesionales que garantizan un manejo ajustado a las mejores prácticas utilizables para este negocio. Claramente este equipo constituye una ventaja competitiva del Fideicomiso, y le otorga un ponderable valor agregado a la gestión del mismo.

UNTREF ACR UP considera que el diseño de la política de inversión previsto para la operatoria, que contempla adecuadas políticas para la mitigación de los riesgos asociados a la actividad ganadera, resumidos en el siguiente punto, resultan en un conjunto de procedimientos que permitirían alcanzar la realización de las oportunidades de inversión detectadas. También considera que la experiencia en la administración de inversiones de activos financieros y de riesgos de la SG, y la experiencia profesional en el sector ganadero del AI, le otorgan un marco de razonable certidumbre al funcionamiento del Fondo. Asimismo, los primeros objetivos de inversión descriptos más arriba, son consistentes con los previstos para las actividades inversoras del Fondo.

Por otra parte, la sujeción del Fideicomiso ADBlick Ganadería a las normas emitidas en el marco de la actual emergencia sanitaria, tanto para su personal como para contratistas, transportistas y demás participantes de las operaciones propias de su actividad, indican que se dispusieron las acciones necesarias para que las mismas no se vean alteradas o enervadas por las actuales circunstancias.

● Riesgos y Diversificación

En el Prospecto se presenta una detallada descripción de los factores de riesgos asociados con la inversión en el Fondo, cuya ocurrencia puede tener impacto directo sobre el Patrimonio del Fondo.

Se agrupan en riesgos relacionados con Argentina en temas económicos y políticos, y riesgos directamente vinculados con el Fondo. Con relación a estos últimos, UNTREF ACR UP considera relevante el riesgo de dependencia necesario en el asesoramiento del AI en materia del negocio ganadero, asistiendo a la SG sobre las decisiones de inversión y dictaminando en forma favorable sobre las mismas. Asimismo, al poder el Fondo invertir en sociedades y/o vehículos de inversión en los que el AI forma parte, la designación de un AT independiente con reconocidas capacidades profesionales, y con importantes funciones descriptas en detalle en el RG, ayudará a garantizar la transparencia y eficiencia en el funcionamiento del proceso inversor, previéndose también su intervención, ante la ocurrencia de eventuales conflictos de intereses mediante informes técnicos.

Se señala también, con relación a la situación generada por la pandemia mundial provocada por el virus COVID-19, que sus impactos sobre el comercio internacional y los mercados de destino para las exportaciones de carnes, entre otros efectos, como así otras consecuencias colaterales, tanto internas como externas, pueden alterar el Plan de Negocios del Fondo. Asimismo, también puede afectar negativamente a los Activos Específicos y en consecuencia a la evolución patrimonial y los rendimientos del Fondo.

Por otra parte, se deja asentado en el Prospecto y en el RG, que la inversión inicial del Fondo en el Fideicomiso ADBlick Ganadería, adoptará las mismas pautas de diversificación y riesgo mínimas del mismo, las cuales se describen más abajo. A su vez dicho fideicomiso, con el objeto de mitigar los riesgos productivos, realiza contratos con cada uno de los campos operadores, los cuales garantizan índices productivos como índices mínimos de engorde y mortandad máxima.

- (1) Diversificación por zonas geográficas: realizar las diferentes explotaciones ganaderas en distintos campos y zonas productivas del país, teniendo en cuenta distintos esquemas productivos, con mayor y menor dependencia de precios de los *commodities* (maíz principalmente), pudiendo ajustar entre los mismos dependiendo la coyuntura;
- (2) Diversificación por producto: el negocio ganadero también mitigará riesgos de precio a través de la diversificación de canales comerciales. Esto implica explotar actividades y esquemas productivos que permitan aplicar a cuotas de exportación en los momentos de precios en que este lo amerite o tener como foco el consumo interno si es conveniente.

UNTREF ACR UP destaca la solidez y consistencia de las políticas de administración que se desprende de lo señalado anteriormente.

● Honorarios previstos

Los honorarios y comisiones contemplados en la operatoria del Fondo para la SG, la SD, el AI y el AT, se exponen en la siguiente tabla.

Honorarios de la Sociedad Gerente*	Honorarios de la Sociedad Depositaria*	Honorarios del Asesor de Inversiones*	Honorarios del Asesor Técnico*
hasta 1,6% anual	hasta 2,5% anual	hasta 1,0% anual	hasta el 1,0% anual

* La totalidad de los gastos ordinarios del Fondo y los honorarios de la Sociedad Gerente, la Depositaria, el Asesor de Inversión y el Asesor Técnico que corresponden al fondo, no excederán el 9,1% anual más IVA del valor del patrimonio del fondo.

La comisión que reciba el AI por retribución de sus funciones, no será percibida en el caso de que el Fondo invierta en activos específicos relacionados con ADBlick Agro S.A. y/o sus sociedades controladas y/o controlantes. UNTREF ACR UP destaca dicha imposibilidad, para evitar situaciones de conflicto de interés.

I. Sociedad Gerente

Supervielle Asset Management S.A. (en adelante SAM), quien es el administrador del fondo, pertenece al conglomerado financiero del Grupo Supervielle. Desde mayo de 2016 las acciones del mencionado grupo económico están listadas y cotizan en los mercados de valores BYMA (Argentina) y en NYSE (Estados Unidos de América) (con *ticker* de negociación SUPV).

La principal subsidiaria del grupo es el Banco Supervielle S.A., que tiene una larga trayectoria en el sistema financiero argentino con más de 130 años operando en el país, y una posición competitiva líder en ciertos segmentos del mercado. El Grupo Supervielle completa su oferta de servicios financieros y no financieros a través de Cordial Compañía Financiera (compañía financiera que opera en las tiendas de Walmart Argentina

como proveedor de servicios financieros a sus clientes), Tarjeta Automática, Supervielle Seguros, Espacio Cordial de Servicios, Sofital, MILA e InvertirOnline.

El accionista controlante del Grupo Supervielle es Julio Patricio Supervielle quien posee el 36% del capital social, mientras que el restante 64% flota en el mercado.

La sociedad gerente SAM se ha convertido en un participante activo del mercado de fondos comunes de inversión abiertos, con su familia de fondos denominados Premier. Ofrece servicios de fondos diseñados para cubrir un amplio abanico de posibilidades en objetivos de inversión y diferentes perfiles de riesgo. Los distintos fondos corresponden al segmento de *money market* (mercado de dinero), orientados a renta fija Argentina de corto plazo en pesos, fondos de renta fija y mixta Argentina en pesos, renta fija Argentina en dólares, fondo de renta variable, y un fondo de objeto de inversión específica en activos emitidos por Pymes.

Al 26/05/2020, SAM administraba 14 fondos y tenía activos bajo administración por un valor cercano a los \$ 33.152 millones. Según información proporcionada por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), la SG tiene una participación de mercado de aproximadamente el 2,58 % en el sector de FCI de Argentina, y ocupa el puesto 13 de 53 administradoras existentes en el mercado.

UNTREF ACR UP considera que la SG posee una adecuada organización, cuenta con la infraestructura profesional suficiente para desarrollar una correcta gestión de las inversiones. A pesar que la SG no posee experiencia operativa en Fondos de similar naturaleza y objeto de inversión, se considera que podrá cumplir sus funciones a desarrollar. La interacción y coordinación con el AI del Fondo, constituirá una asistencia fundamental para fortalecer las funciones vinculadas con la gestión del mismo.

II. Sociedad Depositaria

Banco Comafi S.A. es una entidad financiera de capital privado argentino, que posee 78 sucursales en toda la Argentina según información del BCRA. 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.

A diciembre de 2019, el BCRA informa que el Banco, posee préstamos otorgados por casi \$21,4 mil millones, depósitos recibidos por \$44,2 mil millones, y un Patrimonio Neto de \$7,5 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 el 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 2 se detalla la estructura accionaria de la Sociedad Depositaria:

Tabla 2 – 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%
TOTAL ACCIONES	100%	100%

Fuente: Información a diciembre 2019 del BCRA.

Actualmente, el Banco Comafi actúa como agente de custodia en más de ciento cuarenta (140) fondos comunes de inversión según información disponible en la CNV, por un valor total superior a los \$85.000 millones. 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 punto 1 del Capítulo 9 del Reglamento de Gestión del mismo.

III. Asesor de Inversiones

La figura del AI y sus funciones, descriptas en el RG, son centrales para el funcionamiento del Fondo. ADBlick Agro S.A. tendrá a su cargo esas responsabilidades. La sociedad opera desde principios de 2007, y actualmente desempeña funciones de administrador fiduciario en los Proyectos ADBlick Ganadería, ADBlick Olivos y ADBlick Biomasa. Pertenece al Grupo ADBlick, en el cual también opera ADBlick Granos S.A, que actualmente actúa con las funciones de Asesor de Inversiones, en ADBlick Granos FCI Cerrado Agropecuario. El Directorio de la Sociedad se describe en la siguiente Tabla 3.

Tabla 3 – Directorio de ADBlick Agro S.A.

Cargo	Nombre	Fecha de designación	Vencimiento del mandato
Presidente / Director Titular	José Andrés Demicheli	28/03/2017	28/03/2020
Director Suplente	Juan Pablo Carrera	28/03/2017	28/03/2020

Ambos profesionales cuentan con una extensa trayectoria en el ámbito de la agroindustria, siendo José Andrés Demicheli el fundador de la Sociedad.

ADBlick Agro S.A. cuenta además, con un equipo profesional interdisciplinario con experiencia y trayectoria en los negocios agroindustriales, los que sumados a los antecedentes de los directores de la Sociedad, constituyen una clara fortaleza para el funcionamiento de la misma. Se trata de profesionales con sólida formación. Los contactos realizados con algunos de ellos, le ha permitido a UNTREF ACR UP un conocimiento más extendido de su actuación en el sector. Se observa claridad en la estrategia para abordar los negocios sectoriales, y un ajustado enfoque profesional en su funcionamiento.

UNTREF ACR UP entiende que el conjunto de las características presentadas, habilitan a la Sociedad para desempeñar las funciones previstas en el RG del Fondo.

El Prospecto y la información institucional del Grupo ADBlick, complementan la información sobre los antecedentes de los distintos integrantes del mismo, los que cuentan con amplia experiencia en la gestión de negocios del sector primario, y un sustentable posicionamiento en su ámbito de actuación.

El Grupo desarrolla y gestiona una diversificada cartera de negocios en el sector, habiéndose puesto en operaciones proyectos por alrededor de USD 60.000.000. Actualmente se encuentran en estado operativo los siguientes:

- ◆ ADBlick Granos
- ◆ ADBlick Biomasa
- ◆ ADBlick Campos
- ◆ ADBlick Ganadería
- ◆ ADBlick Olivos
- ◆ ADBlick Hidroponía
- ◆ ADBlick Consultoría

IV. Reglamento de Gestión

Es el instrumento contractual que regula la creación, funcionamiento y desarrollo del Fondo. Contempla específicamente las funciones, los derechos y las obligaciones que cada uno de los agentes participantes deberán cumplir (SG, SD, AI y AT), extendiéndose a los Cuotapartistas que quieran invertir en este Fondo.

UNTREF ACR UP entiende que el Reglamento de Gestión (RG) aprobado por la CNV a través de la RESFC-2020-20696-APN-DIR# de fecha 21 de mayo de 2020, cumple satisfactoriamente con los requisitos formales que establece 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 han estimado como relevantes para el análisis del RG.

IV. 1 Activos Específicos

El Reglamento indica, con las limitaciones generales señaladas en el mismo, que el Fondo invertirá al menos el setenta y cinco por ciento (75%) de su patrimonio neto en los siguientes Activos Específicos (AE): hasta al 100% en: a) Derechos patrimoniales representados o no por títulos valores, con o sin oferta pública de sociedades y/o vehículos, que podrán calificar como Pymes CNV de acuerdo a lo dispuesto en las Normas de la CNV, dedicados a la explotación ganadera (ganado bovino) incluyendo aquellos en los que ADBlick Agro S.A. y sus sociedades controlantes y controladas, sean parte. En tal caso, los derechos patrimoniales adquiridos deberán prever los mecanismos de desinversión que sean adecuados y compatibles con el plazo del Fondo. b) Obligaciones Negociables con o sin oferta pública, garantizadas o no, emitidas por compañías, que podrán calificar como Pymes CNV de acuerdo a lo dispuesto en las Normas de la CNV, dedicadas a la explotación de negocios

ganaderos (ganado bovino), incluyendo a ADBlick Agro S.A. y sus sociedades controlantes y controladas. En ningún caso los plazos de dichas Obligaciones Negociables podrá exceder el plazo del Fondo respecto del cual deberán ser compatibles.

En el caso de tratarse de activos vinculados con proyectos de ADBlick Agro S.A. y/o sus sociedades controladas y/o controlantes, se requerirá un dictamen favorable del AT independiente a fin de evitar supuestos de conflicto de interés respecto de las recomendaciones de inversión del mismo como AI. Se deja asentado en el RG que podrá darse el supuesto en que el Fondo invierta en forma exclusiva en las citadas sociedades y/o vehículos de los que el AI forme parte.

Sin perjuicio de que al menos el setenta y cinco por ciento (75%) del Patrimonio del Fondo deberá estar invertido en los AE, la SG tendrá un plazo de adecuación desde la constitución del Fondo para adecuarse a dicho porcentaje. El plazo de adecuación de la cartera será de 180 (ciento ochenta) días desde la fecha de constitución del Fondo. Por cada nueva emisión de cuotas partes bajo futuros períodos de suscripción, la SG tendrá un Plazo de Adecuación adicional de 6 (seis) meses desde la fecha de colocación de las nuevas cuotas partes en el marco del nuevo período de suscripción para adecuarse al porcentaje de inversión.

IV.2 Activos no Específicos (Inversiones Transitorias)

De acuerdo con lo establecido en el RG, las sumas líquidas disponibles que a juicio de la SG, no resulten inmediatamente necesarias para solventar gastos, costos y demás obligaciones establecidas en el mismo, las cuales en ningún caso podrán exceder del veinticinco por ciento (25%) del patrimonio neto del Fondo, podrán ser invertidas hasta el cien por ciento (100%) de dichas sumas líquidas en los “Activos No Específicos” que se describen en el RG. Se establece que no se podrán realizar inversiones en FCI que tuvieran como sociedad gerente a Supervielle Asset Management S.A. Asimismo, hasta el diez por ciento (10%) del patrimonio neto del Fondo podrá mantenerse en disponibilidades en cuentas del Fondo.

IV.3 Rescate parcial de cuotas partes

El RG establece la posibilidad de realizar rescates parciales con una periodicidad anual, los días posteriores al cierre del ejercicio del Fondo. Dichos rescates parciales se realizarán sin alterar la paridad y tratamiento entre los Cuotapartistas ni afectar la consecución de los objetivos y las políticas de inversión del Fondo. Se prevé un límite máximo del cincuenta por ciento (50%) del patrimonio del Fondo en cada oportunidad de rescate parcial de Cuotas partes. En el RG se encuentran los pasos a seguir por la SG para llevar a cabo dichos rescates.

La Agencia Calificadora de Riesgos considera oportuna la implementación del mencionado procedimiento para aquellos casos en que el Administrador considere pertinente permitir rescates parciales, dando la opción a los Cuotapartistas de salir del Fondo, y considerando la falta de liquidez que podrían tener las cuotas partes.

IV.4 Funciones de la Sociedad Gerente

UNTREF ACR UP entiende que las funciones otorgadas a la SG en el RG, pueden ser cubiertas ampliamente por Supervielle Asset Management S.A., constituyéndose esto, en una de las fortalezas del Fondo.

IV.5 Funciones de la Sociedad Depositaria

UNTREF ACR UP entiende que el conjunto de funciones definidas para la SD en el RG, tienen un respaldo de solidez, profesionalidad y experiencia de actuación, por parte del Banco Comafi S.A, y constituye una de las fortalezas destacables del Fondo.

IV.6 Funciones del Asesor de Inversión

El RG establece una actividad relevante para el AI, centrada en la asistencia a la SG en las decisiones de inversión de los AE debiendo emitir un dictamen favorable en ocasión de la adquisición de los mismos sin el cual las operaciones de inversión no se podrán realizar. Se establece que esto no limitará la actuación de la SG, por fuera

de las decisiones de inversión. Oportunamente en este informe, se ha señalado la capacidad profesional en el negocio ganadero, contenidos en los antecedentes del AI.

IV.7 Funciones del Asesor Técnico

Puede emerger un riesgo de dependencia por parte de la SG con el AI, ya que este último cumple con la importante función de asistir y validar mediante dictamen sobre las oportunidades de inversión del Fondo. A efectos de mitigar este riesgo, el Reglamento contempla la designación desde la SG y la SD, de un profesional que deberá revestir la calidad de independiente y gozar de un reconocido prestigio en el desarrollo de su actividad, el que actuará bajo el marco de lo dispuesto en el RG, con el carácter de AT y con funciones claramente especificadas. Es importante destacar que esta figura, también comprende a la emisión de informes trimestrales y los informes especiales emitidos ante eventos en que podría verificarse un eventual conflicto de interés, a través de la AIF como Hechos Relevantes, conteniendo información sobre la evolución de las actividades del Fondo.

En opinión de UNTREF ACR UP, los puntos anteriores son de particular importancia para transparentar las actividades operativas del Fondo, mejorar la calidad de su administración, mitigar riesgos operacionales, eventuales conflictos de intereses y definir la posibilidad de ocurrencia de riesgos sistémicos y su impacto sobre las operaciones del fondo.

V. Impacto ambiental en la ejecución del Plan de Inversión

En el Prospecto se realiza una detallada presentación de los compromisos de ADBlick Agro S.A, con relación al cumplimiento de los diversos requerimientos de carácter medioambiental.

Anexo - Perfil del negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas

Los negocios en ganadería donde podrá invertir el Fondo mediante los AE, pueden ser en cría, recría y terminación de ganado vacuno en diversos campos para su posterior comercialización, y en actividades relacionadas con la producción y comercialización de mercaderías y/o productos derivados de los mismos.

Dichas actividades comprenden la compraventa, permuta, importación, exportación, corretaje, comisión, distribución, representación y consignación, de ganado y mercaderías y/o productos derivados de los mismos.

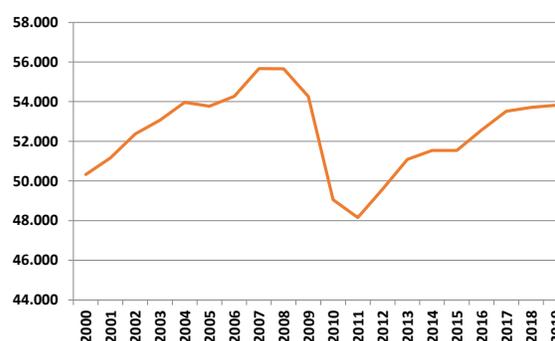
Argentina mantiene un stock ganadero aproximado de 50 millones de cabezas desde hace 50 años. Entre los años 2008 y 2011 se produjo la mayor caída del stock de la historia (por diversos motivos como las restricciones para exportar, cupos, retenciones, conflictos del sector con el gobierno y altos precios de *commodities* agrícolas) (Figura 2). A partir de entonces, con la recuperación de los precios del novillo se comienza a recuperar el stock ganadero y actualmente se encuentra en la media de las últimas cinco décadas. Asimismo, en los últimos años se ve una estabilización en los niveles de faena y en la producción medida en toneladas (Ver Tabla 4). Nuestro país presenta como fortaleza la marca carne Argentina, que con la coyuntura actual vuelve a reposicionarse nuevamente en el mediano y largo plazo como uno de los principales jugadores mundiales del mercado de la carne. Este aspecto debería conservar validez, aun reconociendo la existencia de factores externos o internos, que cíclicamente pueden afectar tanto la evolución de las cantidades, de los precios o de ambos.

Tabla 4 – Serie de indicadores referenciales (Período 2014 a mayo 2020).

Año	Faena	Produccion (TN)	KG Gancho	Consumo Kg/hab/año
2014	12.100.977,00	2.674.096,00	220,98	57,63
2015	12.156.605,00	2.726.827,00	224,31	58,58
2016	11.720.348,00	2.644.413,00	225,63	55,32
2017	12.605.681,00	2.841.859,00	225,44	57,45
2018	13.425.246,00	3.059.745,00	227,91	56,50
2019	13.904.511,00	3.131.894,00	225,24	50,95
2020	5.536.656,00	1.244.890,00	224,85	49,95

Fuente: Serie de indicadores, elaborado por el Instituto de Promoción de Carne Vacuna de Argentina (IPCVA).

Figura 2 – Existencia de vacunos en miles de cabeza (Período 2000 al 2019).



Fuente: Elaboración propia en base a United States Department of Agriculture (USDA).

Considerando el período 2014-2018, el consumo interno de la producción ganadera representó en promedio el 90% del total y el mercado externo el 10% en promedio. Sin embargo, las exportaciones argentinas de carne vacuna en 2019 se ubicaron en volúmenes récord cercanos a las 844 mil toneladas equivalente res con hueso (aproximadamente 568 mil toneladas peso producto) representando un valor cercano al 30% del total producido, por un valor cercano a USD 3.100 millones.

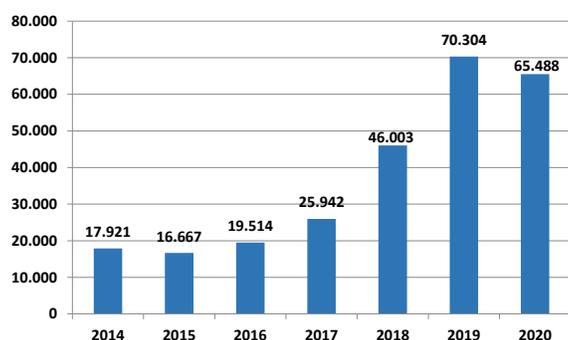
Asimismo, si se toman dichas exportaciones acumuladas a lo largo del último año (junio 2019 a mayo 2020), se ubicaron en volúmenes cercanos a las 896 mil toneladas equivalente res con hueso; por un valor cercano a USD 3.215 millones.

Las exportaciones mencionadas durante el 2019, mostraron un crecimiento de un +54% en volumen; y un +59% en valor comparadas con el año 2018. Desagregando, el volumen exportado mensual promedio del año 2019 se ubicó en 70,3 mil toneladas res con hueso, muy superior al volumen promedio mensual del año 2018 (46 mil toneladas res con hueso) (Figura 3).

En cambio, en los primeros cinco meses del año 2020, el volumen exportado mensual promedio fue de 65,5 mil toneladas res con hueso, que resulta una caída del -6,9% al volumen promedio mensual del año 2019 (70,3 mil toneladas res con hueso).

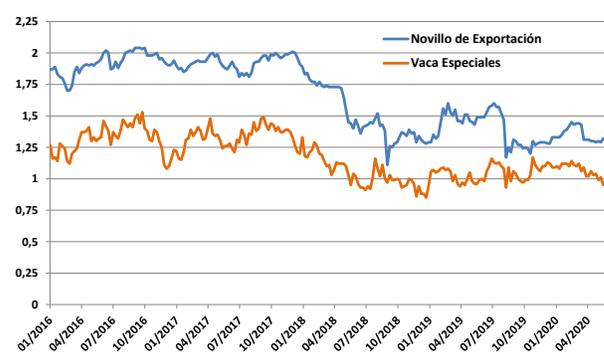
El precio promedio de las exportaciones de carne bovina del año 2019 se ubicó un +3,3% por encima del registrado a lo largo del año 2018. Por su parte, el precio promedio de exportación a mayo 2020 es inferior en un -17,8% en comparación a mayo 2019, mostrando una caída del -3,1% m/m, con relación al registrado en abril 2020.

Figura 3 – Exportaciones de carne vacuna de Argentina (volumen promedio mensual - TN res con hueso) (Período 2014 a mayo 2020)



Fuente: Informe Argentina Exportaciones de Carne Vacuna

Figura 4 – Precios en pie en Argentina de novillo de exportación y vaca especiales en dólares (Período 2016 a 06/2020)



Fuente: Elaboración propia en base a serie estadística del IPCVA.

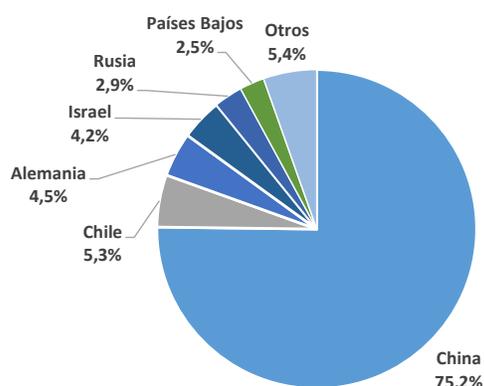
El precio FOB promedio por tonelada en dic-2019 fue aproximadamente de USD 7.925 para los cortes enfriados sin hueso; y cercano a los USD 5.725 para los cortes congelados sin hueso. Estos precios han sido moderadamente superiores (+3,4%), a los registrados durante el mes de dic-2018 para los cortes enfriados; y resultaron casi un +37% superiores a los de dic-2018 en el caso de los cortes congelados. El precio promedio de dic-2019 mejora levemente con respecto a nov-2019 (+2,0%), y crece significativamente con respecto a dic-2018 (+18,2%).

Por su parte, precio FOB promedio por tonelada para mayo 2020 fue de aproximadamente USD 6.765 para los cortes enfriados sin hueso; y levemente superior a los USD 4.275 para los cortes congelados sin hueso. Los precios han sido significativamente inferiores (-25,9%), a los registrados durante mayo 2019 para los cortes enfriados y resultaron un -5,3% inferiores a los de mayo 2019 en el caso de los cortes congelados. El precio promedio de mayo de 2020 cayó moderadamente con respecto a abril 2020 un -3,1%), y cayó de manera significativa con respecto a mayo 2019 (-17,8%).

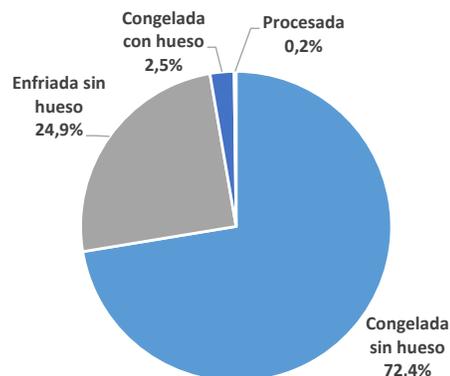
El principal mercado por volumen exportado durante el año 2019 ha sido China, que representó un 75,2% del total exportado de carne vacuna enfriada, congelada y procesada, seguido por Chile (5,3%) y Alemania (4,5%) ver la siguiente Figura 5.a. Asimismo, en los primeros cinco meses del año 2020, también China fue el principal destino en volumen para la carne vacuna argentina, con un 76,2%, luego hacia Chile en un 5,8% e Israel 4,8%.

Figura 5 – Principales destinos de las exportaciones argentinas de carne vacuna y tipos de productos (Año 2019).

a. Exportaciones 2019 - Participación en el volumen por destino



b. Principales productos exportados en valor (Año 2019)



Fuente: Informe Argentina Exportaciones de Carne Vacuna Diciembre 2019, elaborado por el área de información económica y estadística –IPCVA. Enero de 2020

Según los últimos informes del IPCVA, la dependencia del mercado chino para las exportaciones de carne bovina de Argentina se ha vuelto determinante. En el mes diciembre 2019, representaron más de un 81% de los envíos y a mayo 2020 cerca del 89% de los mismos. UNTREF ACR UP considera una debilidad latente, la concentración en China como principal destino de las exportaciones de carne.

Por su parte, las variables macroeconómicas que afectan su desenvolvimiento son la relación entre inflación de sus costos, la evolución del tipo de cambio, las variaciones en los precios de comercialización internos y externos de los productos generados, dependientes entre otros factores de la evolución de la oferta y demanda mundial (como los efectos de la pandemia COVID-19) y de factores propios de la Argentina. Como así la variación de los precios de los *commodities* agrícolas como el maíz, que inciden directa o indirectamente en los costos de la producción ganadera.

UNTREF ACR UP considera que cambios en la regulación del sector ganadero, podría afectar el precio y la producción de los productos objeto de los activos del Fondo.

Glosario técnico

FCIC: Fondo Común de Inversión Cerrado

FCI: Fondo Común de Inversión

CNV: Comisión Nacional de Valores

AIF: Autopista de Información Financiera

BYMA: Bolsa y Mercados Argentinos

SG: Sociedad Gerente

SD: Sociedad Depositaria

AT: Asistente Técnico

AI: Asistente de Inversión

RG: Reglamento de Gestión

AE: Activos Específicos

IT: Inversiones Transitorias

NYSE: New York Stock Exchange (Bolsa de valores de Nueva York)

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

Definición de la calificación

ADBlick Ganadería Fondo Común de Inversión Cerrado Agropecuario: “AA- (ccn)”.

La calificación “AA” 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, muy 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:

- Prospecto de emisión .
- Reglamento de Gestión del Fondo.
- Información cualitativa y cuantitativa de Supervielle Asset Management S.A suministrada por la sociedad.
- Información del sitio institucional de Supervielle Asset Management S.A con su familia de fondos Premier, del Banco Supervielle y del Grupo Supervielle: www.fondospremier.com.ar, www.supervielle.com.ar/institucional y www.gruposupervielle.com
- Información del sitio institucional del Banco Comafi S.A.: www.comafi.com.ar
- Información del sitio institucional de ADBlick Agro S.A.: www.adblickagro.com
- Información disponible en CNV: www.cnv.gob.ar
- Información disponible en BCRA: www.bcra.gob.ar

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

Juan Manuel Salvatierra, jmsalvatierra@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación asignada: 3 de julio de 2020