

Fondos Comunes de Inversión

DRACMA FONDO COMUN DE INVERSION CERRADO INMOBILIARIO

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

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

Fecha de calificación
29 de marzo 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 provisoria recibida hasta el 23/03/2021 y no se cuenta con la documentación definitiva. 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 (en trámite de aprobación), 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.

Importantes antecedentes del Desarrollador (D) inicial: Elyon S.A. (Grupo Elyon) será el desarrollador para el proyecto inmobiliario 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.

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

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.

Plan de Negocios sustentables: El Fondo presenta objetivos claros con relación a la administración del primer Proyecto a desarrollar, como así también con respecto a las directrices para los futuros emprendimientos. El diseño financiero presenta consistencia con relación a los objetivos y planes de inversión del Fondo. La diferenciación de producto y la focalización en específicos segmentos de mercado, es otro aspecto relevante del Plan.

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, y podrán participar terceros en el comité.

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.

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), texto ordenado 2013, estableciendo para su funcionamiento 5 años de duración. La oferta pública de las cuotapartes del Fondo, se hallan bajo solicitud de autorización ante la CNV.

Actuarán en calidad de Sociedad Gerente (SG), Dracma S.A. (SD), como Sociedad Depositaria el Banco Comafi S.A. y en carácter de Desarrollador (D) en el proyecto inmobiliario inicial, Elyon 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, la SD y el D, 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: a) la aprobación de la oferta pública por parte de la CNV, b) la autorización para la negociación de las cuotapartes en mercados autorizados por la CNV y c) a la recepción de ofertas, al día de cierre del período de licitación, por un monto no menor, al equivalente en pesos argentinos o de otras monedas, de entre USD 2.500.000 y USD 15.000.000, correspondientes al primer tramo de la emisión, convertidos de acuerdo con la cotización vigente el día previo al inicio del periodo de licitación, publicada por el BCRA y que corresponde a lo establecido en la comunicación "A" 3500. Se contempla un máximo de emisión, equivalente en pesos argentinos, o de otras monedas, a los USD 60.000.000.

Desde su creación y durante toda su vigencia (contemplando una eventual prórroga), el Fondo deberá tener un mínimo de 5 cuotapartistas y ningún cuotapartista podrá mantener directa o indirectamente, una

participación que exceda el cincuenta y uno por ciento (51%) de los votos a que den derecho las cuotapartes (Requisitos de Dispersión Mínima).

Se establece que el Fondo emitirá dos clases de cuotapartes:

Clase	Derechos	Detalle
Clase A: cuotapartes de condominio	Derechos políticos y económicos similares a las de Clase B	Por cada cuotapartista, el valor mínimo de suscripción será el equivalente en pesos argentinos, a los USD 250.000, 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.
Clase B: cuotapartes de condominio	Derechos políticos y económicos similares a las de Clase A	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.

En el RG se contemplan circunstancia y condiciones que permitirían a la SG, reintegrar el valor de las Cuotapartes del Fondo en especie, es decir con Activos Autorizados, los cuales deberán ser debidamente individualizados.

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. 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.

● **Objetivos y Política de Inversión. Estructura del Fondo**

▪ **Objetivos de inversión**

El Fondo tiene como objeto especial, invertir los recursos obtenidos en la primera emisión en el proyecto inmobiliario que se detalla en el Anexo A del Prospecto y en los proyectos inmobiliarios que se definirán en el futuro, de acuerdo con lo que contemple el Plan de Inversiones. El objetivo de la administración del Fondo, es obtener la apreciación del valor del patrimonio del mismo, mediante la inversión en Activos Específicos de ese origen, y su posterior administración y/o enajenación. Se establece que los Activos Específicos representarán al menos el 75% del patrimonio neto del Fondo, y deberán estar situados, constituidos, emitidos y/o radicados en la República Argentina.

▪ **Política de Inversión**

La SG procurara lograr los mejores resultados económicos, identificando oportunidades de inversión en Activos Específicos, con las pautas de elegibilidad que se indican en el RG y en el Prospecto provisorio, y ejecutando el Plan de Inversión.

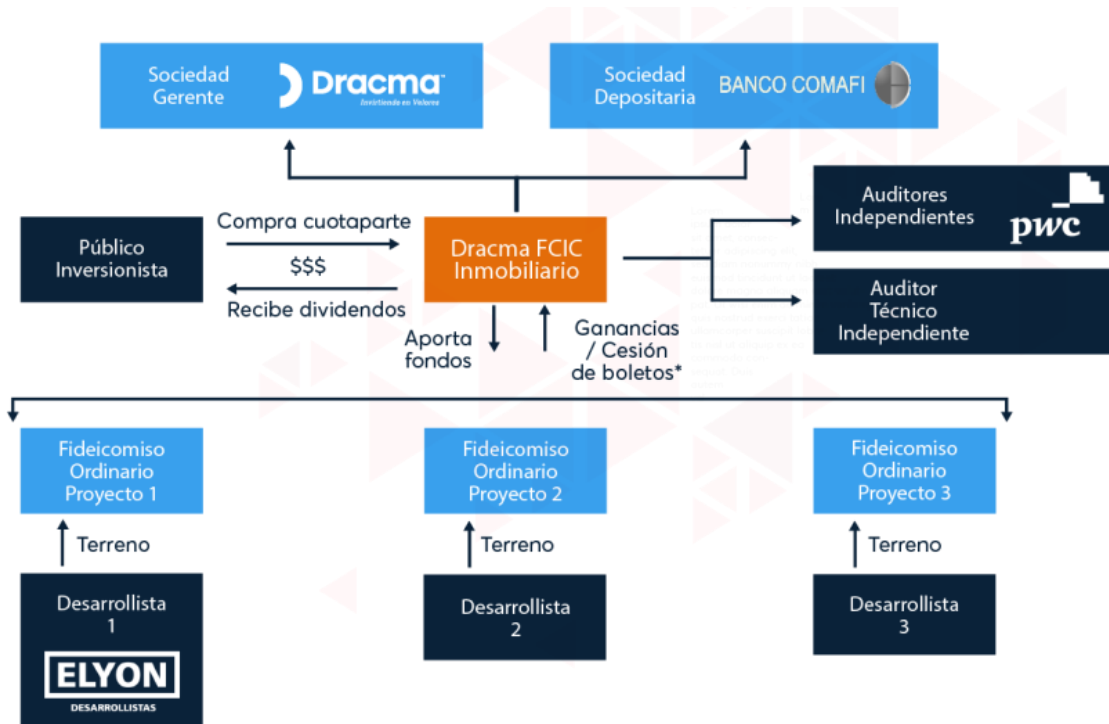
▪ **Plan de Inversión**

Se define como objetivo de inversión, a los proyectos inmobiliarios a ser desarrollados en ciudades con más de 50.000 habitantes y situadas en el territorio nacional. Entre otras características se destaca que:

- a) los proyectos inmobiliarios se desarrollarán en áreas urbanas, con proximidad a oficinas, comercios y oferentes de actividades de entretenimiento.
- b) los proyectos vinculados a vivienda y loteo para uso residencial, tendrán como objetivo comercial a los sectores de ingresos medios, medios altos y altos. Se contempla que determinados incentivos específicos, puedan re-direccionar recursos de inversión, hacia proyectos dirigidos a sectores de menores ingresos.
- c) los proyectos podrán se enteramente financiados con recursos del Fondo, con los límites establecidos en el RG.
- d) la ejecución del Plan de Inversión, se realizara a través de la adquisición de inmuebles, de manera directa o a través de la inversión en fideicomisos, sociedades u otras estructuras jurídicas, con el objetivo de desarrollar proyectos inmobiliarios, dirigidos a su enajenación o, a su alquiler y posterior enajenación.

▪ **Estructura del Fondo**

Figura 1 – Participantes y estructuración del Fondo



Como se aprecia desde la estructura anterior (Figura 1), el Fondo no invertirá directamente en activos inmobiliarios, sino que lo hará a través de fideicomisos inmobiliarios ordinarios, en calidad de fiduciante-beneficiario de dichos fideicomisos.

El fiduciario de estos fideicomisos será un tercero (relacionado a Dracma o no) y la SG tendrá poderes de veto o mayorías en las decisiones tomadas por este fiduciario para tener mayor control.

Al igual que al Fondo, cada uno de los fideicomisos serán auditados por PwC Argentina, esto brinda mayor control y permite al auditor tener una visión global de todo el negocio.

El Objetivo principal de inversión, es invertir los recursos obtenidos en la primera emisión en el proyecto inmobiliario que se detalla en el Anexo A del Prospecto ubicado en la ciudad de Córdoba (Argentina) y en los proyectos inmobiliarios que se definirán en el futuro, de acuerdo con lo que contemple el Plan de Inversiones.

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

● 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 (tales como edificios residenciales, condominios, loteos de barrios, etc.) asociándose para tal fin a distintas empresas desarrollistas. El posicionamiento de mercado de los productos, se focaliza en el segmento de clase media, para el cual se detecta un importante déficit de oferta habitacional y escaso acceso al crédito.

El Fondo se asociará, a través de la constitución de fideicomisos inmobiliarios, con diferentes desarrolladores, contemplando un desarrollista por cada proyecto y por cada fideicomiso. Esta modalidad permite aislar los riesgos por proyecto, mejorando las directrices para su administración. El primer fideicomiso corresponderá al proyecto descrito más adelante, que constituye la primera inversión en Activos Específicos (AE) del Fondo.

De acuerdo con lo manifestado por el Fondo en los documentos de la emisión, antes de la colocación del mismo, se pondrán en conocimiento del mercado los distintos proyectos a desarrollar en el futuro, contemplando tal como en el caso del primer proyecto, la participación de acreditados desarrollistas.

Debido a que el Fondo garantizará con el fondeo que obtenga del mercado, hasta el 75% del costo de obra del proyecto, limitando la escala del mismo, no se utilizará la modalidad de preventa como principal origen de fondos para la financiación de la construcción. Esto permitirá sustentar las etapas de desarrollo del emprendimiento, fortaleciendo la realización final del mismo, con independencia de las condiciones del mercado de financiación.

Otro aspecto de diferenciación del Fondo, es ofrecer productos con tickets de venta (unidades) de hasta U\$S 150.000, y ofrecer a los clientes finales financiamiento con plazos de hasta 5 años. En el mercado de actuación del Fondo dichos plazos no exceden los dos años, existiendo también, una escasa oferta de créditos hipotecarios en el sistema financiero argentino.

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.

● Los Proyectos

De acuerdo con lo establecido en el Prospecto provisorio, el fondeo que se obtenga en la colocación de la primera etapa del Fondo, estará aplicado a la financiación del Proyecto presentado en el Anexo A del mencionado Prospecto.

El Proyecto contiene el desarrollo de un edificio y local comercial, situado en la Avenida Vélez Sarfield, con proximidad al Shopping Patio Olmos de la ciudad de Córdoba (Argentina). Estará localizado en el barrio de Nueva Córdoba que junto al centro de la ciudad, constituyen asentamientos de dinámicos sectores de las actividades económicas, culturales y de recreación. Por otra parte, es el área urbana más cotizada de la ciudad.

Esta ubicación es altamente demandada y el segmento de mercado objetivo del proyecto, lo constituyen los estudiantes y familias jóvenes. La proximidad con la Ciudad Universitaria y con el principal polo gastronómico de la Ciudad, ubicado en el barrio Güemes, y también la cercanía con el centro de la ciudad, constituyen características de atracción para el segmento de mercado señalado.

El edificio tendrá una superficie total de 6.512 m², incluyendo 1.760 m² de cocheras. Contará con 110 departamentos de uno y dos dormitorios, contemplando agregación de valor a partir de la incorporación de amenities, las cuales están orientadas al perfil del segmento de mercado seleccionado.

Se informa que actualmente el valor del metro cuadrado en esa localización, estaría alrededor de los USD 1.300. La firme demanda y dicha cotización, serían de acuerdo con lo manifestado por el Desarrollador, factores determinantes para recibir una respuesta positiva del mercado. El Desarrollador cuenta con la experiencia de estar construyendo un edificio en la vecindad del Proyecto, habiendo obtenido una intensa demanda para las unidades ofrecidas.

Dracma S.A. está estructurando un fideicomiso ordinario de inversión en dólares. El mismo, tiene por objetivo a clientes que prefieren productos de inversión en dólares. Este fideicomiso podría invertir en el Proyecto, la totalidad o parte de sus recursos, en términos y condiciones similares a las del Fondo, para el caso que se requieran fondos adicionales para finalizar la obra. Esta figura fortalece las directrices de financiamiento para el Proyecto, asegurando las etapas de finalización de las obras.

UNTREF ACR UP considera que el Proyecto se halla claramente identificado, con segmento de mercado definido, con diferenciación de producto y con adecuadas métricas de financiamiento.

● Honorarios Previstos

La SG y SD tendrán derecho a percibir un honorario inicial por única vez por la constitución del Fondo por una suma de pesos argentinos equivalente a la suma de USD 5.000 cada uno (se le agregará el Impuesto al Valor Agregado de ser aplicable), calculado al tipo de cambio del día previo al pago. Como así, ambas sociedades tendrán derecho a percibir por única vez un honorario de finalización o liquidación del Fondo por el mismo monto mencionado.

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.

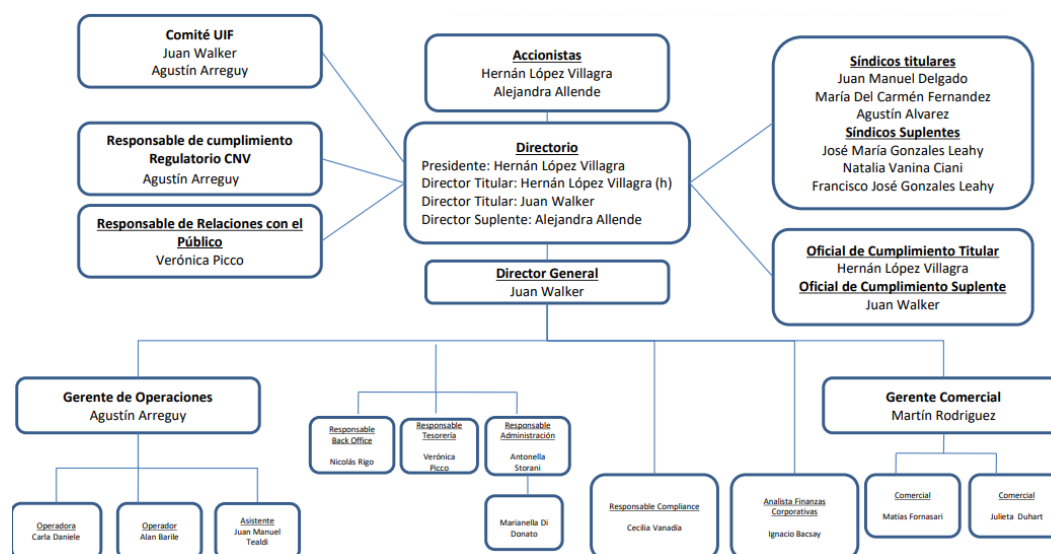
Adicionalmente, se establece un honorario de éxito y desempeño (*Performance Fee*) para la SG, cuyas características de cumplimiento, se hallan explicitadas en el mismo Capítulo del RG. En el RG se establece un límite global máximo de honorarios, comisiones, gastos ordinarios del Fondo y gastos de suscripción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

I. 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 Lopez 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 2) 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 2 – 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.

II. 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.

A septiembre de 2020, el Banco Comafi en sus estados contables informa que posee préstamos otorgados por casi \$28,9 mil millones, depósitos recibidos por \$69,3 mil millones, y un Patrimonio Neto de \$11,3 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 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%
TOTAL ACCIONES	100%	100%

Fuente: Información a agosto 2020 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.

III. Desarrollador

Elyon S.A. (Grupo Elyon) es el Desarrollador del Proyecto inicial del Fondo. 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, quienes son los accionistas del capital social (Tabla 2).

Tabla 2 - Estructura de participación en el capital social.

Accionistas	Participación
Ernesto Bernardo Teicher	33,33%
Martin Ariel Teicher	33,33%
Gabriel Moisés Teicher	33,33%

Los integrantes de los órganos de administración y fiscalización de la Sociedad se exponen en la siguiente Tabla 3:

Tabla 3 - 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	"
Director Titular	Ernesto Bernardo Teicher	"
Directora Suplente	Dora Beatriz Grinberg	"
Síndico Titular	Síndico Titular	"
Síndico Suplente	Síndico Suplente	"

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.

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 3 expone información resumida de su trayectoria y emprendimientos actuales.

Figura 3 - 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 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.

IV. 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.

IV. 1 Activos Autorizados, Específicos e Inversiones Transitorias

El RG en los Capítulos V y VI, 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 realizarse en la República Argentina. El Fondo podrá desarrollar las siguientes inversiones inmobiliarias, que desde el RG se consideran Activos Específicos:

1. Derechos reales sobre inmuebles.
2. Derechos personales relacionados con inmuebles, que sirvan de título para la adquisición de derechos reales, o que permitan el aprovechamiento económico de la renta de un inmueble.
3. Participaciones en fideicomisos de desarrollo inmobiliario como fiduciante y/o beneficiario o fideicomisario.
4. Acciones de sociedades anónimas, valores fiduciarios, obligaciones negociables, valores de corto plazo y/o cualquier otro valor negociable, con o sin oferta pública destinado a financiar la actividad de desarrollo y/o locación de inmuebles.
5. Derechos de crédito relacionados con la enajenación total o parcial de inmuebles.
6. Derechos de crédito relacionados con la locación total o parcial de inmuebles.

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.

El RG contempla en el Capítulo VI, 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.

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.

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.

IV.2 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.

IV.3 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.

V. Riesgos, responsabilidades y Otros Temas

En el Capítulo XVI 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 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, es una importante figura prevista en el RG. El mismo, será designado por la SG. Las tareas generales de esta figura, comprenden entre otras: 1) seguimiento mensual de obras, tanto en lo relativo al avance físico, al comportamiento del flujo de fondos aprobado de la obra; 2) verificación y aprobación en tiempo y forma los certificados de avance de obra; 3) verificar la realización de los aportes a la seguridad social; 4) formular objeciones respecto a la forma de ejecución de la obra, materiales utilizados, personal encargado de los trabajos y todo aspecto que pueda afectar los desarrollos; y 5) analizar el informe periódico efectuado por la dirección de obra de los desarrollos.

Con relación al Administrador Inmobiliario, se designará a profesionales de reconocida trayectoria y expertise en el mercado de actuación. Sus actividades, se encuadran dentro de lo dispuesto en el RG.

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.

VI. 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

FCl: Fondo Común de Inversión

FCIC: Fondo Común de Inversión Cerrado

FCICI: Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario

CNV: Comisión Nacional de Valores

RG: Reglamento de Gestión

SG: Sociedad Gerente

SD: Sociedad Depositaria

D: Desarrollador

RG: Reglamento de Gestión

AE: Activos Específicos

IT: Inversiones Transitorias

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

PEN: Poder Ejecutivo Nacional

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:

- Borrador del prospecto de emisión presentado a la CNV al 03/03/2021.
- Reglamento provisorio de Gestión del Fondo presentado a la CNV
- Información suministrada por la Sociedad Gerente Dracma S.A.
- Información obtenida de la Sociedad Depositaria en el BCRA a marzo de 2021
- Información del sitio institucional de Dracma S.A.: www.dracmasa.com.ar
- Información del sitio institucional del Banco Comafi S.A.: www.comafi.com.ar
- Información del sitio institucional de Elyon S.A.: 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
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: 29 de marzo de 2021.-