

Sociedad Gerente

Allaria Ledesma Fondos
Administrados SGFCI 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

7 de junio de 2019

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 29/03/2019 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.

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, cultura y disciplina de inversión, destacables. Los equipos de gestión y operaciones, tanto de Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A (la Sociedad Gerente), como del Banco Comafi S.A. (la Sociedad Depositaria), están compuestos por conjuntos profesionales de destacable experiencia y solvencia.

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.

Fundamentos de la calificación

Si bien no se registran antecedentes conjuntos por parte de ambas sociedades, en la administración de esta clase de productos, los componentes organizativos y de gestión de ambas entidades, las habilitarían para un sólido desempeño profesional con relación a los objetivos previstos por el Fondo.

Al presente, Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A. desempeña funciones de Sociedad Gerente en tres fondos inmobiliarios desde el año 2016 denominado Allaria Residencial CasasARG I FCICI Ley 27.260, Allaria Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro FCICI Ley 27260 y Allaria Residencial I FCICI.

El Reglamento de Gestión del Fondo (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 Sociedad Gerente y las funciones de la Sociedad Depositaria, como así también, procedimientos que aseguran la transparencia en las actuaciones previstas para el funcionamiento del Fondo.

El Desarrollador, Americas Real Estate Advisory S.R.L. (Casa Campus) incorpora una amplia experiencia con relación a los objetivos de inversión previstos, constituyendo además sus antecedentes

profesionales, una fortaleza del Fondo. Asimismo, la marca Casa Campus, es la primera empresa en la región dedicada al desarrollo y operación de viviendas de coliving⁽¹⁾ para universitarios y jóvenes profesionales, confiriéndole una destacable ventaja competitiva.

Las modalidades de operación y desarrollo de los eventuales Proyectos del Fondo, son las siguientes: (a) *Compra y desarrollo*: Compra del terreno, desarrollo del edificio, venta de las unidades funcionales y (b) *Compra y reciclaje*: Compra del edificio y remodelación, venta de las unidades funcionales. Ambas están acompañadas, por una precisa identificación del segmento de mercado al que se dirigen.

⁽¹⁾ La modalidad inmobiliaria de coliving, identifica a edificios que cuentan con espacios comunes (con diversas funcionalidades) que motivan las actividades en grupo, favoreciendo la interacción entre los habitantes de los mismos. Este diseño combina espacios privados con espacios comunes. Es una innovadora tendencia inmobiliaria, con creciente inserción en estudiantes y profesionales jóvenes, pero que también puede comprender a personas de otros grupos etarios. Básicamente, comprende flexibilidad y atmósfera de comunidad, en un ámbito edilicio común.

Introducción

Allaria Casa Campus FCICI (el Fondo), se constituye a partir de lo establecido en el marco de la Ley 24.083 con sus modificatorias y las Normas de la CNV, estableciendo para su funcionamiento cinco (5) años de duración, contemplándose su prórroga en el Reglamento de Gestión. La oferta pública de las cuotapartes del Fondo, se encuentra bajo solicitud de autorización ante la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Actuará en calidad de Sociedad Gerente, Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A., en calidad de Sociedad Depositaria, Banco Comafi S.A. y en el carácter de Desarrollador, Americas Real Estate Advisory S.R.L. (Casa Campus). Asimismo, Allaria Ledesma & Cía. S.A. es el colocador principal y el organizador.

Se ha determinado que no existen entre Sociedad Gerente, Sociedad Depositaria y Desarrollador, otras relaciones económicas, que las que se derivan de la creación y funcionamiento del Fondo. Sin perjuicio de la actuación de la Sociedad Depositaria en tal carácter en otros fondos comunes de inversión gestionados por la Sociedad Gerente.

La moneda del Fondo es el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, y se establece que la creación y emisión de las cuotapartes está condicionada a i) la suscripción e integración de por lo menos U\$S 10.000.000 (dólares estadounidenses diez millones); (ii) la autorización y vigencia de la autorización de oferta pública por parte de la CNV; (iii) la autorización y vigencia de la autorización de negociación para las Cuotapartes por parte de un mercado autorizado por la CNV; y (iv) el cumplimiento de los requisitos de dispersión establecidos en la Normas.

Se establece que el Fondo se integrará con una única clase de cuotapartes, contarán con un monto mínimo de suscripción de U\$S 1.000 (dólares estadounidenses mil) y se integrarán en su totalidad en la fecha de liquidación, integración y emisión.

Está previsto en el prospecto de emisión, un valor global máximo de cuotapartes por hasta VN U\$S 50.000.000, con un mínimo de VN U\$S 10.000.000.-

Se emitirán únicamente Cuotapartes de Copropiedad representadas a través de certificados globales. 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.

El Fondo deberá tener un mínimo de cinco (5) cuotapartistas y ninguno de ellos podrá mantener directa o indirectamente una participación que exceda el 51% de los votos a que den derecho el total de las Cuotapartes emitidas. El prospecto de emisión prevé un plazo de seis (6) meses y mecanismo de regularización para el incumplimiento de los mencionados requisitos de dispersión.

La valuación de las Cuotapartes del Fondo, se determinará en oportunidad de la presentación de los estados contables requeridos por las Normas y estarán respaldadas por el patrimonio del mismo y por la rentabilidad que se obtenga de los Activos Autorizados. El valor de mercado de las Cuotapartes depende de la oferta y demanda de la negociación secundaria de las Cuotapartes en los mercados autorizados por el regulador. Ni la Sociedad Gerente ni la Sociedad Depositaria garantizan los resultados de las inversiones, ni tampoco una determinada rentabilidad esperada para el Fondo.

El Fondo podrá constituirse con Activos Específicos e Inversiones Transitorias, que en conjunto representan a los Activos Autorizados. Los primeros constituyen el objeto especial del Fondo, y están básicamente compuestos por activos procedentes de las actividades inmobiliarias, en tanto los segundos, se corresponden con las inversiones transitorias que se realizan, durante el denominado Periodo de formación de Activos Específicos, el cual se especifica en el Reglamento de Gestión.

El objetivo primario de la administración del Fondo, es obtener la apreciación del valor del patrimonio del Fondo, principalmente mediante la revalorización de los Activos Específicos (objeto especial de inversión en activos inmobiliarios), y los ingresos corrientes y ganancias de capital que se sigan de su adquisición y enajenación, o de la renta producida por los Activos Específicos.

En el Prospecto provisorio, se presenta una detallada descripción de los riesgos asociados con la inversión en el Proyecto.

El Plan de Inversión del Fondo contempla como actividad principal la identificación de oportunidades para el desarrollo de inmuebles llevando a cabo una estrategia diversificada de inversión, por medio de la financiación de proyectos residenciales para estudiantes y jóvenes profesionales en distintas zonas geográficas en la República Argentina. Transitoriamente se podrán alquilar los inmuebles desarrollados, cuando no fuere factible o conveniente su enajenación, según lo resuelva la Sociedad Gerente, con la opinión del Comité de Inversiones, de corresponder.

● Los Proyectos

Los Proyectos se desarrollarán en la zona de influencia de universidades de renombre o núcleos corporativos en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en ciudades del interior de la Argentina, como Córdoba, Rosario, La Plata, o Mendoza, entre otras.

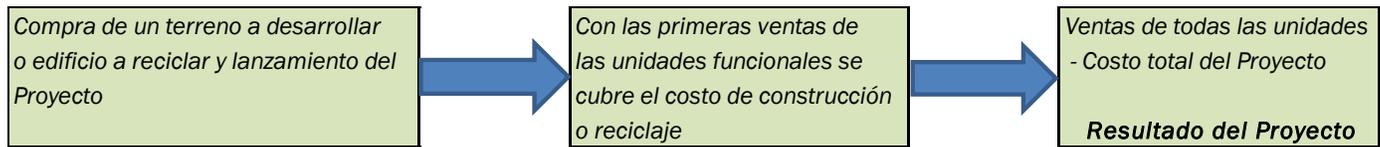
Aparecen como destacables las localizaciones de los emprendimientos. Las mismas, están asociadas con los diversos convenios de cooperación que la empresa ha realizado con importantes universidades privadas de la Ciudad de Buenos Aires, tales como la Universidad Torcuato Di Tella y la Universidad de San Andrés. También, como parte de la estrategia asociativa, desarrolla acciones de colaboración con la Universidad de Palermo y el Instituto Tecnológico Buenos Aires, entre otros. Estas iniciativas son consistentes con el desarrollo del segmento de mercado de Casas Campus.

Los terrenos donde se desarrollan los proyectos, tendrán una capacidad constructiva superior a 2.000 metros cuadrados (m²) en unidades funcionales de entre 15 y 45 m², con más de 60 unidades funcionales por edificio. Se destaca la importante superficie destinada a la modalidad de coliving, que es un elemento de

relevancia en la diferenciación de producto propuesto por la empresa.

El funcionamiento del Fondo, se presenta en el siguiente Diagrama 1

Diagrama 1: **Funcionamiento del Fondo**



En la primera etapa, la asignación de recursos del Fondo (inversión inicial), se aplicará a la compra de terrenos, donde se desarrollarán los proyectos de edificios, o a la compra de edificios para reciclar, y al pago de los costos iniciales, iniciándose la primera etapa del proyecto.

En la segunda etapa, los recursos obtenidos por las primeras ventas de unidades funcionales y la inversión inicial del Fondo, estarán destinados a cubrir los costos de construcción o reciclaje.

Finalmente, con todas las unidades vendidas, los ingresos de las mismas, deducidos los costos totales de los proyectos, será el margen de beneficio que capitalizará el Fondo.

Diagrama 2: **Etapas del proceso de desarrollo de los proyectos**



La etapa (1) comprende básicamente a las acciones de inteligencia de mercado, búsqueda de oportunidades, análisis de factibilidad y adquisición de terrenos. En la (2) se trabaja en el anteproyecto y su diseño arquitectónico, comprendiendo al interior privado y la optimización de la eficiencia y comodidad de los espacios comunes, que son la característica distintiva de estas unidades. En la etapa (3) se contempla la administración de inversores existentes y la incorporación de potenciales inversionistas. La promoción de ventas y el seguimiento de los contratos de compraventa, completan la etapa. Finalmente, la última etapa (4) considera la planificación, supervisión, control de gastos y control de calidad, culminando con la entrega de las unidades funcionales.

Se señala también que el equipo de desarrollo de Casa Campus, está analizando actualmente un conjunto de activos, constituidos por terrenos o edificios, que podrían ser elegibles para la implementación de los proyectos del Fondo.

UNTREF ACR UP considera que los antecedentes profesionales y la experiencia de la empresa, en el segmento de mercado de actuación, indican que Casa Campus podrá desarrollar con solvencia el esquema propuesto para el funcionamiento del Fondo. Asimismo, se observa una adecuada diversificación de la cartera de activos, consistente con la normativa vigente.

● Honorarios Previstos

Los honorarios contemplados en la operatoria del Fondo para la Sociedad Gerente y la Sociedad Depositaria, se exponen en la siguiente Tabla 1. También se contempla un honorario de éxito que incluye al Desarrollador, el cual se expone a continuación de dicha tabla.

Tabla 1 **Honorarios**

Honorarios Sociedad Gerente*	Honorarios Sociedad Depositaria*
hasta 1,5% anual	hasta 0,65% anual

*El porcentaje máximo indicado se calcula sobre el patrimonio neto del Fondo, percibiéndose trimestralmente (o con la periodicidad que corresponda en el caso de períodos irregulares menores) dentro de los diez (10) días de aprobados los correspondientes estados contables del Fondo, y se le agregará el Impuesto al Valor Agregado de ser aplicable.

Asimismo, la Sociedad Gerente y el Desarrollador, percibirán un honorario de éxito de hasta el 20% (más el Impuesto al Valor Agregado de ser aplicable) calculado sobre el resultado final del Fondo ⁽²⁾, que se calculará y pagará al momento en que se lleve a cabo la liquidación del patrimonio del Fondo. Será condición para la exigibilidad del honorario de éxito que la rentabilidad acumulada del Fondo, desde su creación y hasta la liquidación, sea superior al 12% total acumulado (medido en dólares estadounidenses), computándose a tal fin las distribuciones de utilidades que se hubieran realizado (Rentabilidad Acumulada).

En caso de que la Rentabilidad Acumulada supere el 12%, luego de satisfecha la misma, en el Reglamento del Fondo, se exponen las alternativas de distribución previstas para esta clase de honorarios sobre el exceso y cómo se aplica entre los distintos participantes.

La Agencia entiende que es relevante y explícito, el detalle con que se presentan en el Prospecto y en el Reglamento del Fondo, la existencia de factores de riesgo de diversa naturaleza, además de los que alcanzan a los Activos Específicos, que pueden afectar negativamente a la evolución del valor de las cuotapartes.

⁽²⁾ Calculado como: $((\text{Valor patrimonial neto al cierre} - \text{valor patrimonial neto al inicio} + \text{Dividendos pagados}) / \text{valor patrimonial neto al inicio}) - \text{Rentabilidad Acumulada} = \text{Retorno total acumulado del fondo, neto de dividendos pagados}$.

I. Sociedad Gerente

Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A, administrador del Fondo bajo análisis, es una sociedad que cuenta con una amplia trayectoria en el mercado de capitales, y es el resultado de una asociación de un conjunto de especialistas, con probada capacidad y experiencia en el mercado de capitales. Su actual presidente es el señor Néstor De Cesare y Juan Francisco Politi el vicepresidente, siendo también ambos accionistas.

Allaria Ledesma & Cía. S.A. es el socio mayoritario. Ernesto Allaria es su actual presidente, y desde el año 2017 también cumple similares funciones en la entidad Bolsas y Mercados Argentinos S.A (BYMA). Desde 1995, los Señores De Cesare y Politi se incorporaron como miembros de tal sociedad. El permanente crecimiento de los negocios impulsó cambios de estructura organizativa, los que contribuyeron al perfeccionamiento de su operatoria, y a la obtención de una posición líder en el mercado. Es entonces que, a partir del año 2008, Allaria Ledesma & Cía. S.A. mancomunado con un conjunto de acreditados profesionales en la gestión de activos financieros, constituyen Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A, con el objetivo de operar en el mercado de Fondos Comunes de Inversión.

El grupo económico, actúa en todos los negocios que se desarrollan en el mercado de capitales, tanto local como internacional. Cuenta con una dotación de recursos tecnológicos y humanos, constituidos por más de 100 profesionales con destacada experiencia de actuación. Específicamente en el mercado de Fondos Comunes de Inversión abiertos, las actividades de la empresa en ese mercado, comprenden la administración de 18 Fondos a fines de abril de 2019 con activos bajo administración próximos a los 12.200 millones de pesos, detallados en la siguiente Tabla 2:

Tabla 2 **Patrimonio de los Fondos**

FONDO	PATRIMONIO EN PESOS	PARTICIPACIÓN %
ABIERTO PYMES	1.547.827.460,74	12,7%
AHORRO PLUS	429.619.325,22	3,5%
ALL DIVERSIF	81.816.263,35	0,7%
AHORRO FCI	3.283.179.362,84	26,9%
ESTRATEGICO	171.108.555,20	1,4%
ESTRUCTURADO	1.093.798.583,20	9,0%
GESTION	1.767.780.651,09	14,5%
RENTA DÓLAR	700.364.362,28	5,7%
SINCERAMIENTO	1.211.602.915,10	9,9%
DOALRES PLUS	70.141.603,40	0,6%
BALANCEADA I	183.851.735,68	1,5%
BALANCEADA II	350.501.551,70	2,9%
DESARROLLO ARG	11.120.519,20	0,1%
LATAM	482.975.810,68	4,0%
RENTA FIJA	479.787.795,77	3,9%
RENTA MIXTA	27.331.285,15	0,2%
RENTA MIXTA II	194.183.374,86	1,6%
RENTA VARIABLE	103.959.734,18	0,9%
TOTAL	12.190.950.889,64	100,0%

Fuente: Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A.

Por otro lado, gestiona 3 fondos comunes cerrados inmobiliarios por un valor de poco más de 8.000 millones de pesos.

Tanto los accionistas como el órgano de administración de Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A. está compuesto por personas de reconocida trayectoria en el mercado de capitales de Argentina. En la siguiente Tabla 3 se detalla la estructura accionaria de la Sociedad Gerente:

Tabla 3 **Distribución accionaria**

Accionista	Porcentaje
Allaria Ledesma & Cía. Sociedad de Bolsa S.A.	45%
Néstor De Cesare	14%
Juan Francisco Politi	14%
Ernesto Allaria	10%
Enrique Alfredo Martí	10%
Hugo Omar Serra	7%

Los procesos ejecutados por la firma para sus operaciones, cuentan con sólidos respaldos técnicos y de procedimientos. Las acciones administrativas, se operan dentro de lo establecido para este tipo de productos de inversión colectiva.

Las operaciones se realizan con referencia a lo establecido en:

- a) Manual de gestión de los Fondos Comunes de inversión
- b) Política de inversiones vigente
- c) Los límites que establece los Reglamentos de Gestión y Prospecto de emisión
- d) Los análisis técnicos que emite el auditor de obra

Las decisiones de inversión se determinan en el ámbito del Comité de Inversiones, basando sus políticas de inversión en un profundo análisis del mercado, a partir de enfoques que: a) tomando como punto de partida a las variables globales (locales y externas) para descender hasta las más específicas (*top-down*) y b) se fundamentan en el análisis de las oportunidades de inversión, con independencia de las perspectivas de las variables globales o de los sectores particulares en su conjunto (*bottom-up*).

La administración del riesgo se instrumenta a partir de emplear las pautas para su determinación, que están contenidas en el Manual de Procedimientos para el Tratamiento del Riesgo. Los objetivos de reducción o moderación del mismo, se implementan a través de disciplinados procedimientos de gestión y de mecanismos de control.

Las actividades de gestión, contemplando las clases de riesgo presentes en las operatorias financieras, indican la existencia de un sólido conjunto de procedimientos, que aseguran un razonable cumplimiento de los objetivos señalados más arriba.

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 muy buena gestión de la cartera de inversiones. Es un antecedente destacable, la experiencia operativa de la Sociedad en Fondos de similar naturaleza. La interacción con el Desarrollador del Fondo, constituirá una sinergia indispensable para fortalecer las funciones vinculadas con la administración del mismo.

II. Sociedad Depositaria

Banco Comafi S.A. es una entidad financiera de capital privado argentino que se encuentra dentro de los primeros 10 bancos privados, y posee 65 sucursales en toda la Argentina. Comenzó a operar en el año 1984, bajo la denominación Comafi SA 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 febrero de 2019, el Banco posee Préstamos otorgados por casi 22,3 mil millones de pesos, Depósitos recibidos por 41,9 mil millones, y un Patrimonio Neto de 5,3 mil millones de pesos.

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 depositaria 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 4 se detalla la estructura accionaria de la Sociedad Depositaria:

Tabla 4 **Distribución accionaria**

Accionista	Porcentaje (Capital)	Porcentaje (Votos)
Comafi S.A.	78.09%	90.60%
Pasman S.A.	7.08%	3.04%
Pecote S.A.	1.43%	0.61%
Depuey S.A.	1.84%	0.79%
Diasau S.A.	2.39%	1.02%
Fliacer Participaciones S.A.	1.52%	0.65%
Famicer Participaciones S.A.	7.27%	3.12%
Charles B. Baker	0.10%	0.04%
Gregory L. Baker	0.10%	0.04%
John Favia	0.19%	0.08%
TOTAL ACCIONES	100%	100%

Actualmente, el Banco Comafi actúa como agente de custodia en más de ciento diez (110) fondos comunes de inversión según información disponible en la CNV, por un valor total cercano a los \$ 50.000 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 6 del Reglamento de Gestión del mismo.

III. Desarrollador

American Real Estate Advisory S.R.L. (Casa Campus) se fundó en el año 2013 con el objetivo de convertirse en la plataforma de Co-Living más importante de Latinoamérica. En esa dirección, Casa Campus ha conseguido un posicionamiento de mercado destacado. La estrategia de la empresa, con objetivo en un segmento de mercado constituido por estudiantes, jóvenes profesionales y turistas, viene evidenciando un sostenido desarrollo en sus negocios. La marca está firmemente posicionada en el mercado, a partir del reconocimiento a la racionalidad y eficiencia de sus propuestas inmobiliarias, la flexibilidad y adaptabilidad de sus modelos de negocios, y la calidad y excelencia que acompaña a sus emprendimientos.

Es parte relevante de esa estrategia, la vinculación que estableció con la Universidad Austral y el IAE Business School, perteneciente al mismo grupo educativo. Las necesidades de las entidades educativas, básicamente de alojamiento para sus estudiantes, profesores y visitantes, y la propuesta de la empresa, pudieron materializarse en un convenio de cooperación, que se tradujo en el primer desarrollo inmobiliario en Pilar hacia 2014. Participaron del mismo, más de 50 inversores propietarios de las 60 unidades en las que se desarrolló el modelo de hábitat y utilización de espacio propuesto por Casa Campus. El resultado positivo de esa experiencia, motivó el desarrollo de otro emprendimiento, en las proximidades del primero, que se inauguró en enero de 2018. Esta iniciativa, fue acompañada por otros más de 60 inversores.

La simultánea expansión en las vinculaciones con otras entidades educativas produjo que hacia el 2015, y a través de la asociación con un desarrollador inmobiliario, se dispusiera de dos edificios, en las zonas de San Telmo y Congreso. Luego del proceso de acondicionamiento al perfil de hábitat propuesto por la empresa, los mismos iniciaron su operación durante el segundo trimestre de 2018.

En todos los casos, se observa un importante grado de ocupación de las unidades. Los proyectos realizados por Casa Campus, alcanzan a un monto de inversión de U\$S 25 millones, aportados a través de inversores. En tanto que 2.200 usuarios han participado de la propuesta de la empresa. El siguiente Cuadro 1 presenta información destacada sobre los emprendimientos.

Cuadro 1: Desarrollos inmobiliarios y sus características

Denominación	Localización	Unidades	Estado	Superficie para coliving	Ocupación
Casa Pilar/Suites I	Pilar (Bs.As.)	60 departamentos	En actividad	690 m ²	95% de ocupación
Casa Pilar/Araucarias	Pilar (Bs.As.)	75 departamentos	En actividad	517 m ²	95% de ocupación
Casa San Telmo/Balcarce	San Telmo (CABA)	50 departamentos	En actividad	340 m ²	95% de ocupación
Casa Congreso/Mitre	Congreso (CABA)	50 departamentos	En actividad	1.550 m ²	95% de ocupación
Casa Palermo/Cabrera	Palermo (CABA)	70 departamentos	En desarrollo	640 m ²	-
Casa ST/Independencia	San Telmo (CABA)	133 departamentos	En desarrollo	400 m ²	-

UNTREF ACR UP considera que además de la experiencia en el segmento de mercado, Casa Campus presenta dos atributos destacables. El primero, es la diferenciación de producto que ha obtenido a partir del diseño de hábitat y espacio de coliving propuestos. El concepto de vivienda privada y la utilización de espacios comunes, para actividades de los habitantes del edificio, conlleva un modelo con creciente aceptación en grupos etarios compuestos principalmente por estudiantes y jóvenes profesionales. El segmento elegido y sus vinculaciones con universidades, principalmente privadas, identifican un *target* que además cuenta con importantes

respaldos económicos. A modo de síntesis, se presenta el siguiente Cuadro 2, en el cual se destacan la disposición de los elementos que concurren a la diferenciación de producto señalada más arriba.

Cuadro 2: Comparativo por modos de vivienda o alojamiento

Características	Departamento tradicional	Air BnB*	Hotel	Hostel	Residencia estudiantil	Casa Campus
Todo incluido		▲	▲	▲	▲	◇
Amoblado		▲	▲	▲	▲	◇
Contrato flexible		▲				◇
Múltiples áreas comunes			▲	▲	▲	◇
Acceso a la comunidad					▲	◇
Actividades organizadas			▲		▲	◇
Cruce generacional	▲		▲	▲		◇
Seguridad			▲	▲	▲	◇

Como se observa, la propuesta de Casa Campus cubre una variedad de características que solo son satisfechos, de manera parcial, por algunos de los modos presentados en el Cuadro 2.

El segundo atributo lo constituye la ventaja competitiva de la empresa, a partir de su inserción en el mercado de este tipo de propuestas inmobiliarias. Su posicionamiento casi exclusivo (a través de la marca Casa Campus), le otorga claras ventajas en el mercado, en tanto, también por el dinamismo de este segmento y la experiencia operacional alcanzada por la empresa, le otorgan confiabilidad profesional y técnica para el desarrollo de nuevos proyectos.

La siguiente Tabla 5 presenta el órgano de administración del Desarrollador, asimismo se informa que la sociedad prescinde del Órgano de Fiscalización.

Órgano de Administración del Desarrollador

Tabla 5: **Estructura del Órgano de administración**

Nombre	Posición	Vencimiento del mandato *
Fahad Zia Siddiqui	Gerente Titular	31/12/2018
Juan Pastor Mora	Gerente Titular	31/12/2018

*La empresa informa que los Gerentes Titulares permanecerán en sus cargos, hasta que la reunión de socios considere los estados contables correspondientes al ejercicio 2018

La sociedad cuenta con un Comité Ejecutivo, en el cual entre otros miembros, participan los actuales Gerentes Titulares. Se destaca la experiencia de los integrantes, en los aspectos referidos al mercado de actuación de Casas Campus. Los antecedentes de los mismos, indican una sólida formación profesional. Asimismo, también se integra a las actividades de la empresa un denominado Consejo Asesor de Casa Campus. Los integrantes del mismo, reúnen características similares a las presentadas en el punto anterior.

Toda la información referida a los antecedentes de los integrantes, se describe con detalles en el Prospecto del Fondo.

UNTREF ACR UP entiende que los antecedentes profesionales y de realizaciones de Casa Campus en el mercado inmobiliario, y la experiencia de actuación en el segmento de mercado al que se dirige el emprendimiento, le otorgan al Fondo un sólido factor de sustentabilidad.

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 (Sociedad Gerente, Sociedad Depositaria, Desarrollador, etc.), extendiéndose a los Cuotapartistas que quieran invertir en este Fondo.

UNTREF ACR UP entiende que el Reglamento de Gestión proyectado (el Reglamento), 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 han estimado como relevantes para el análisis del Reglamento.

IV. 1 Activos Autorizados, Específicos e Inversiones Transitorias

El Reglamento 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 Reglamento, 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 Activos Específicos y de la ejecución de la Política de Inversiones, se establece que el Fondo (a través de la actuación de la Sociedad Gerente y/o la Sociedad Depositaria) 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 Reglamento o en el Prospecto. Las operaciones alcanzadas, comprenden a todas aquellas vinculadas con la constitución patrimonial de Activos Específicos.

El RG contempla 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. Se consideran Inversiones Transitorias: (i) Cédulas y letras hipotecarias; (ii) Obligaciones negociables; (iii) Valores representativos de deuda de fideicomisos financieros; (iv) Valores de corto plazo y pagarés emitidos de acuerdo con las Normas; (v) Cuotapartes de fondos comunes de inversión, en los términos que reglamenten las Normas; (vi) Títulos de deuda pública nacional, provincial y municipal, letras del tesoro, y títulos emitidos por otros entes, u organismos, descentralizados o autárquicos pertenecientes al sector público (incluyendo el BCRA), cumpliendo en su caso con las reglamentaciones pertinentes; (vii) Cheques de pago diferido, y letras de cambio negociables en mercados

auto-rizados por la CNV, (viii) depósitos a plazo fijo en entidades financieras autorizadas por el BCRA, distintas de la Sociedad Depositaria; (ix) Inversiones a plazo emitidas por entidades financieras autorizadas por el BCRA (distintas de la Sociedad Depositaria) en virtud de la Comunicación "A" 2482, sus modificatorias o normas que la complementen o reemplacen; (x) Operaciones activas de pase o cauciones admitiéndose la tenencia transitoria de los valores negociables afectados a estas operaciones, y operaciones de préstamo de valores negociables, como prestamistas o colocadores, sobre los valores negociables que compongan la cartera del Fondo y que cuenten con oferta pública autorizada y negociación en la República Argentina.

Asimismo, el Fondo podrá disponer de saldos en cuentas corrientes bancarias, abiertas en entidades financieras supervisadas por el BCRA, hasta el 100% del Patrimonio neto del Fondo, en cualquier momento de la vida del Fondo en caso de que la Sociedad Gerente así lo decida en miras de la protección de los intereses de los Cuotapartistas.

El Fondo podrá realizar operaciones de cobertura con instrumentos financieros derivados, contando la Sociedad Gerente del Fondo, con la experiencia y capacidad profesional para realizar esas operaciones.

Se contempla la posibilidad de que la Sociedad Gerente contraiga deuda en representación del Fondo, con el objetivo de financiar operaciones vinculadas con la adquisición o desarrollo de Activos Específicos ya enumerados. El límite del endeudamiento es de hasta el 50% del patrimonio neto del Fondo, al momento de celebrarse la operación de crédito, y las condiciones contractuales del endeudamiento mencionado, y toda otra documentación que involucre obligaciones con cargo al patrimonio del Fondo, deberán indicar claramente que la financiación no tiene ninguna garantía ajena al patrimonio del Fondo, no pudiendo el acreedor del Fondo, bajo ninguna circunstancia, reclamar saldos insolutos contra los Cuotapartistas, la Sociedad Gerente o la Sociedad Depositaria.

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 solvencia por Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI 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 cláusulas varias

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. La elección de los activos en que invertirá el Fondo, y la elección de los terceros que intervendrán en la ejecución de las actividades vinculadas con los Activos Específicos, son responsabilidad exclusiva de la Sociedad Gerente, quien deberá ajustar su conducta, conforme a los parámetros objetivos habituales para este tipo de funciones.

El Reglamento contempla dos figuras que a criterio de la Sociedad Gerente, podrían constituirse a los efectos de reforzar los procesos decisorios del Fondo. En ambos casos sus actuaciones, no limitaran las facultades de la Sociedad Gerente señaladas en el párrafo anterior.

Las figuras son: el Comité de Inversiones y el Auditor de Obra. El primero actúa como un consejero, no vinculante, para la toma de decisiones de la Sociedad Gerente en materia de adquisición o enajenación de Activos Específicos.

El Auditor de Obra, es una importante figura prevista en el Reglamento. El mismo, será habilitado por la Sociedad Gerente, previo un proceso licitatorio a realizar entre acreditados profesionales del mercado. 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.

El Reglamento 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.

En opinión de UNTREF ACR UP este punto mencionado precedentemente y los anteriores, son de particular importancia para la transparentar las actividades del Fondo.

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

Rentabilidad acumulada: desde la creación del Fondo y hasta la liquidación, sea superior al 12% total acumulado (medido en dólares estadounidenses), computándose a tal fin las distribuciones de utilidades que se hubieran realizado.

Retorno total acumulado del fondo (neto de dividendos pagados) = ((Valor patrimonial neto al cierre - valor patrimonial neto al inicio + Dividendos pagados) / valor patrimonial neto al inicio) - Rentabilidad Acumulada

FCl: Fondo Común de Inversión

CNV: Comisión Nacional de Valores

BCRA: Banco Central de la República Argentina

RG: Reglamento de Gestión

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

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

Definición de la calificación

Allaria Casa Campus 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
- Reglamento provisorio de Gestión del Fondo presentado a la CNV
- Información suministrada por la Sociedad Gerente y Sociedad Depositaria
- Información obtenida de la Sociedad Depositaria en el BCRA a abril de 2019
- Estados Contables auditados de Allaria Ledesma Fondos Administrados Sociedad Gerente de FCI S.A. a diciembre de 2018 y 2017.
- Información del sitio institucional de Allaria Fondos: <https://allariafondos.com.ar/>
- Información del sitio institucional del Banco Comafi: <https://www.comafi.com.ar/>
- Información del sitio institucional de Casa Campus: <https://www.casacampus.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:

Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación asignada: 7 de junio de 2019