

Fondos Comunes de Inversión

ALLARIA RESIDENCIAL CASASARG I FONDO COMÚN DE INVERSIÓN CERRADO INMOBILIARIO - LEY 27.260

Agente de Administración

Allaria Ledesma Fondos
Administrados SGFCI S.A

Agente de Custodia

Banco de Valores S.A

Calificación

A- (ccn)

Calificación anterior

"A-(ccn) UNTREF ACR UP

Preliminar

04/10/2016

Tipo de informe

Inicial

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

Esteban Marx
emarx@untref.edu.ar

Fecha de calificación

17 de noviembre de 2016

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.

Calificación

A- (ccn)

La calificación "A- (ccn)" 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.

Fundamentos de la calificación

La presente asignación de calificación, se basa en la consideración de elementos cualitativos analizados a la fecha. Al tratarse de un Fondo nuevo, creado en el marco de una legislación recientemente sancionada, no posee historia de cotización o valuación de cuotas partes, ni tampoco el mercado argentino ofrece al presente, fondos comparables con información histórica relevante

UNTREF ACR UP considera que los elementos cualitativos considerados para calificar al Administrador y al Custodio, 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 (El Administrador), como del Banco de Valores S.A (El Custodio), están compuestos por conjuntos profesionales de destacable experiencia y solvencia.

Si bien no se registran antecedentes recientes 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.

El Reglamento de Gestión del Fondo (en trámite de aprobación), cumple satisfactoriamente los requerimientos formales establecidos por la Comisión Nacional de Valores (CNV), a través de la Resolución 672/2016. Contiene además, otros elementos que perfeccionan un conjunto normativo que establece con precisión, la actuación del Administrador y las funciones del Custodio, como así también, procedimientos que aseguran la transparencia en las actuaciones previstas para el funcionamiento del Fondo.

Finalmente, Pando Asesores S.A (El Desarrollador) incorpora una adecuada experiencia con relación a los objetivos de inversión previstos por el Fondo.

A través de la Resolución CNV N° 18.321/16, se autorizó la oferta pública de las cuotapartes a emitirse por parte del Fondo. Complementariamente y a solicitud de la emisora, la Resolución CNV N° 18.388/16, estableció para la emisión, un valor mínimo de U\$S 20.000.000 y hasta un monto máximo de U\$S 400.000.000. El Fondo ha sido registrado bajo el número 880.

El registro del Fondo y la autorización para la oferta pública, estarán condicionados a la previa presentación y conformidad parte de la CNV, del Prospecto definitivo y del Reglamento de Gestión, adecuados ambos a las observaciones formuladas por parte de distintas instancias administrativas del Organismo.

Introducción

El Fondo Allaria Residencial CasasArg I Fondo Común de Inversión Cerrado Inmobiliario Ley 27.260 (el Fondo), se constituye a partir de lo establecido en el marco de la Ley 27.260, sus reglamentaciones, la resolución CNV N° 672/2016, con 5 años de duración, contemplándose su prórroga en el Reglamento de Gestión. La oferta pública de las cuotapartes del Fondo, se hallan bajo solicitud de autorización ante la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Actuará en calidad de Agente de Administración, Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A, en calidad de Agente de Custodia, el Banco de Valores S.A y en carácter de Desarrollador, Pando Asesores S.A.

Se ha determinado que no existen entre Administrador, Custodio y Desarrollador, otras relaciones económicas, que las que se derivan de la creación y funcionamiento del Fondo.

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 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 a los U\$S 20.000.000, no pudiendo ser la integración menor a los U\$S10.000.000. Al menos 10 inversores deberán suscribir cuotapartes. Está previsto en el prospecto de emisión, un valor global máximo de cuotapartes por hasta U\$S 400.000.000

Se establece que el Fondo se integrará con tres clases de cuotapartes:

Clase A: Los inversores que hayan adherido al Régimen de Sinceramiento Fiscal contemplado en la Ley 27.260. El monto mínimo de suscripción es de U\$S 250.000 y un monto máximo de suscripción de U\$S 10.000.000, integradas en su totalidad. Para este origen, el hecho destacable es que los inversores de esta clase gozarán de la exención del impuesto especial previsto por la Ley señalada. Es un importante atractivo, por su impacto sobre la eficiencia fiscal para esta clase de inversores.

Clase B: Cualquier inversor no contemplado en a) y c) con monto mínimo de U\$S 250.000 y sin máximo de suscripción, debiendo realizarse la suscripción en su totalidad, integradas al menos en el 25% y completada la integración total, dentro de los 12 meses posteriores a la suscripción inicial. La integración diferida estará sujeta al avance de obra y según lo determine el Administrador.

Clase C: Administración Nacional de la Seguridad Social y/o el Fondo de Garantía y Sustentabilidad, y/o cualquier otro organismo del estado nacional, provincial y/o municipal, con las mismas condiciones de suscripción e integración de la Clase B.

Se emitirán 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. 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.

Se establece que la distribución de utilidades, cuando existiesen fondos disponibles no necesarios para el Plan de Inversiones, no deberá alterar el propósito establecido en el artículo 42 inciso b) de la Ley 27.260, y se habilitará, a partir de la existencia de un dictamen profesional determinando la procedencia de esa distribución.

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. 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 el Administrador ni el Custodio garantizan los resultados de las inversiones, ni tampoco una determinada rentabilidad para el Fondo.

El Fondo podrá constituirse con Activos Específicos y no Específicos, que en conjunto representan a los Activos Autorizados. Los primeros constituyen el objeto especial del Fondo, constituidos básicamente por activos procedentes de las actividades inmobiliarias, en tanto los segundos, se corresponden con las inversiones transitorias que se realizan, durante el denominado Período de Formación de Activos Específicos, que se especifica en el Reglamento de Gestión.

El objetivo del Fondo, es obtener la apreciación del valor del patrimonio del Fondo, principalmente mediante la revalorización de los Activos Específicos, 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..

Se señala como objetivo primario del Plan de Inversiones, la identificación de oportunidades para el desarrollo de inmuebles residenciales, dirigidos preponderantemente a los segmentos de ingresos medios. Se considerarán para estas acciones, la opinión del Comité de Inversiones, que es una instancia de análisis contemplada en el Reglamento de Gestión. Un factor que tendrá gravitación en la dirección de la evolución del Plan, es la existencia y estabilidad de un mercado de crédito, con profundidad y adecuadas condiciones financieras para los prestatarios, tanto desarrolladores como adquirentes de unidades de vivienda, como así también, la existencia de equilibrios macroeconómicos que permitan el funcionamiento más eficiente de los mercados y una formación de expectativas más acordes con los plazos del negocio inmobiliario.

Las inversiones del Fondo deberán contar como mínimo, con 3 proyectos vinculados al desarrollo y renta inmobiliaria. La inversión en cada proyecto, no podrá representar más del 50% del patrimonio neto del Fondo. Los modelos inmobiliarios contemplados, comprenden a unidades de 1,2 y 3 ambientes. En la actualidad, el Fondo contaría con proyectos de inversión precalificados. Complementariamente, el Prospecto expone de manera detallada, los componentes de la estrategia y de las actividades previstas para el funcionamiento del Fondo. La siguiente tabla, presenta los honorarios contemplados para el Administrador y el Custodio.

Honorarios del Administrador *	Honorarios del Custodio *
0,6% anual hasta U\$S 100.000.000	0,3% hasta los U\$S 100.000.000
U\$S 600.000 anuales + el 0,5% anual por el monto adicional entre U\$S 100.000.001 y U\$S 150.000.000	0,25% desde los U\$S 100.000.001 hasta los U\$S 150.000.000
U\$S 850.000 anuales + 0,4% anual por el monto adicional entre U\$S 150.000.001 y 200.000.000	0,2% desde los U\$S 150.000.001 hasta los U\$S 200.000.000
U\$S 1.050.000 anuales + 0,35 anual, por el monto igual o superiores a U\$S 200.000.001	0,18% desde los U\$S 200.000.001 en adelante

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

Asimismo, el Administrador, el Custodio y el Desarrollador, percibirán un honorario de éxito del 25%, que se calculará sobre el resultado final del Fondo **(1)**, descontados gastos o pasivos del Fondo. La distribución de este honorario comprenderá una distribución de: 75% para el Desarrollador, 10% para el Administrador, 10% para el Colocador Principal y el 5% restante para el Custodio. Se establece que este honorario, será exigible a partir de que se presente una rentabilidad acumulada, desde la creación del Fondo y hasta la liquidación del mismo, igual o superior al 6% anual en dólares estadounidenses, computando las distribuciones de utilidades realizadas.

Se destacan detalladamente 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 la evolución del valor de las cuotas partes.

(1) 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 Agente de Administración

Allaria Ledesma y Cía. S.A es el socio mayoritario de Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A, Administrador del Fondo bajo análisis. Ernesto Allaria su actual presidente, desde el presente año, también cumple similares funciones en el Mercado de Valores de Buenos Aires.

La mencionada sociedad, cuenta con una dilatada trayectoria en el mercado de capitales, y es el resultado de una asociación de un conjunto de especialistas, con dilatada trayectoria y experiencia en la operatoria del mercado de capitales. A partir de 1995, los mismos se incorporaron como miembros de la 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.

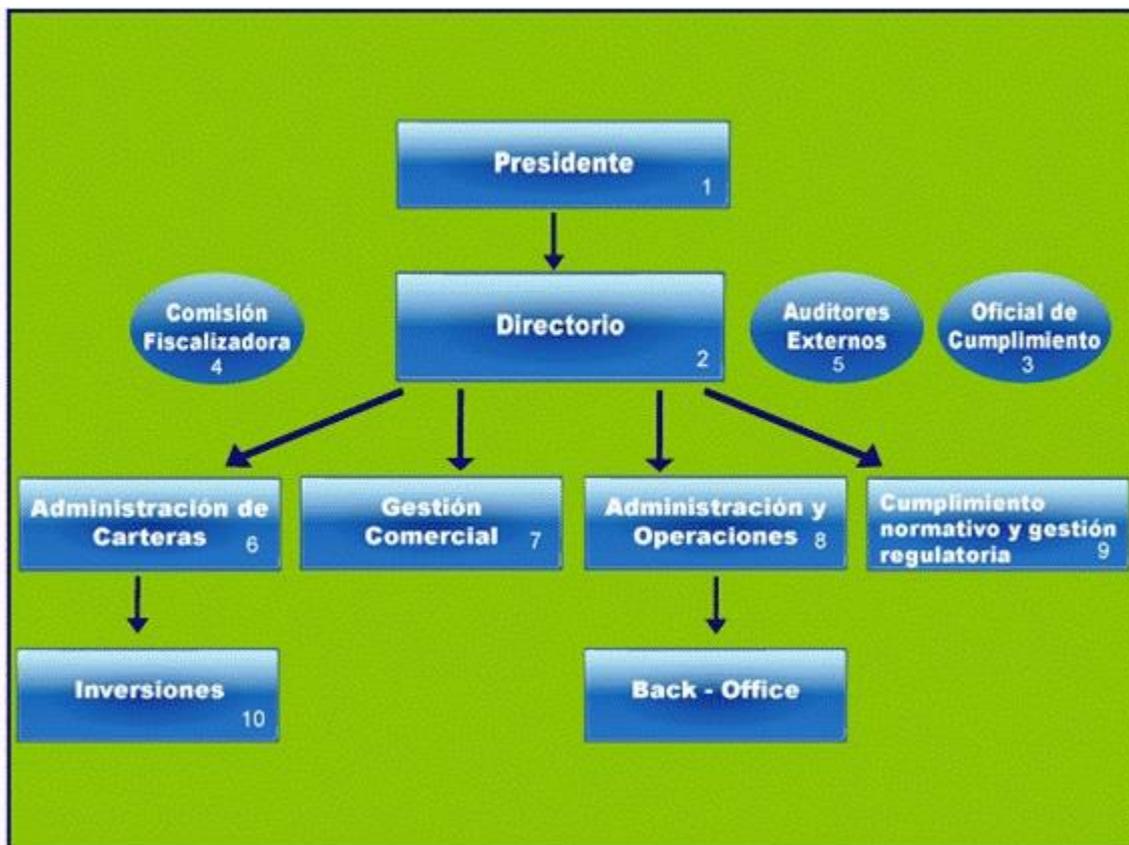
A partir del año 2008, Allaria Ledesma y Cía. mancomunado con un conjunto de acreditados profesionales en la gestión de activos financieros, constituyen Allaria Ledesma Fondos Administrados SGFCI S.A, con el objetivo de operar en el mercado de Fondos Comunes de Inversión.

La sociedad, 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, las actividades de la empresa en ese mercado, comprenden la administración al 31 de Octubre de 2016, de un monto patrimonial de más de 3.200 millones de pesos, detalladas en la siguiente tabla:

AL RENTA VARIABLE FCI	41.655.319,46
AL AHORRO FCI	551.927.754,05
AL ABIERTO PYMEs FCI	435.962.678,70
AL RENTA MIXTA II FCI	76.146.607,32
AL AHORRO PLUS FCI	1.324.280.962,82
AL DESARROLLO ARGENTINO FCI	136.647.752,66
AL RENTA FIJA FCI	292.105.009,70
AL RENTA MIXTA FCI	119.665.156,06
AL RENTA BALANCEADA I FCI	68.633.918,88
AL RENTA BALANCEADA II FCI	153.874.172,17
ALLARIA RENTA DÓLAR LEY 27.260 FCI	3.789.301,34
TOTAL PN PESOS	3.204.688.633,16

El siguiente organigrama ilustra sobre la organización de la sociedad, como así también la presentación del núcleo de su cuerpo directivo y profesional.



1. Néstor Osvaldo De Cesare
2. Néstor Osvaldo De Cesare-Juan Francisco Politi-Ernesto Allaria-Lorena B. Alba-Christian Hejeij-Soledad López-Enrique A.Marti-Hugo O.Serra
3. Soledad López
4. Claudio O.Feced Abal-Gastón Rodríguez-Rafael Carlos Monsegur-Daniel Oscar Morales Ponce-Federico Ezequiel Camauer-Miguel Ángel Castiglia
5. Claudio O.Feced Abal
6. **Comité de Inversiones:** Néstor Osvaldo De Cesare-Paula Bujia-Christian Hejeij-Tomás Rebagliati-Damian Morales Ponce

Comité de Riesgos: Juan Francisco Politi-Néstor Osvaldo De Cesare- María Cecilia Muiña-Martin Rodríguez

7. Paula Bennati-Jorge Podestá-Alfredo Marin
8. María Cecilia Muiña
9. Martín Rodríguez-Ayelen Froiz De Francesco
10. **Head Portfolio Managers:** Paula Bujia-Christian Hejeij

Portfolio Managers y operadores: Tomás Rebagliatti-Damian Morales Ponce

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

Las operaciones se realizan con referencia a los 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
- d) Los análisis técnicos
- e) Las disponibilidades de recursos y
- f) La evolución presente y futura de los flujos de fondos

Las decisiones se determinan en el ámbito del Comité de Inversiones, examinando las distintas alternativas que se presentan en los mercados. Se gestionan a partir de los enfoques que consideran a las decisiones de inversión: a) tomando como punto de partida a las variables globales (locales y externas) para descender hasta las más específicas (top-down) y b) desde el análisis de las oportunidades de inversión, con independencia de las perspectivas de las variables globales o de los sectores particulares en su conjunto (botton-up).

El tratamiento del riesgo, se instrumenta a partir de emplear las pautas para su tratamiento, 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 ACRUP evalúa que de la lectura y consideración de la información consultada, se desprende que el Administrador, cuenta con la infraestructura metodológica y profesional adecuada para una muy buena gestión de cartera de inversiones. Si bien es de considerar la particular naturaleza de los activos involucrados en el Fondo, que no son ámbitos de las actividades del Administrador, se aprecia que los fundamentales con los que opera en la administración de activos financieros, deberían permitirle una adecuada performance operativa. La interacción con el Desarrollador del Fondo, en su carácter de asesor inmobiliario del Administrador, constituye una sinergia indispensable para fortalecer las funciones de administración.

II Agente de Custodia

El Banco de Valores S.A (el Banco) desempeñara las funciones de Agente de Custodia del Fondo. El Banco comenzó sus operaciones hacia finales de 1978, constituyéndose en la entidad financiera del Sistema Bursátil. Su capital está compuesto en un 99,9% por el Mercado de Valores de Buenos Aires y el resto lo compone la Cámara de Agentes y Sociedades de Bolsa. El Banco presenta una creciente evolución patrimonial, acompañada de elevados niveles de rentabilidad. Todas las referencias del Banco, sean

contables, económicas ó financieras, reflejan solidez y sustentabilidad. Posee la nota de A1 (el mejor riesgo crediticio) para los depósitos en moneda local.

El Código de Gobierno Societario, refleja la disciplina integral con la que el Banco gestiona todos los riesgos, permitiendo asegurar criterios de solvencia y seguridad con relación a sus operaciones.

El Banco es la entidad con mayor especialización en actividades vinculadas con operaciones en el mercado de capitales, con alta especialización en estructuración y colocación de valores negociables y como Agente de Custodia de Fondos Comunes de Inversión. El Banco cuenta y opera, con adecuados sistemas informáticos.

El cuerpo directivo lo constituyen personas con extendida y destacada trayectoria en el mercado, en tanto la estructura gerencial, la integran funcionarios con vasta experiencia y alta formación profesional.

Cargo	Funcionarios
Presidente	Juan Ignacio Nápoli
Vicepresidente	Norberto Dante Alejandro Mathys
Secretario	Ricardo Juan Lorenzo Fernández
Directores Titulares	Victor Alejandro Marina Miguel Bedit
Directores Suplentes	Fernando Luis Giannoni Alberto Hugo Ubertone Alejandro Jorge Schiafino
Síndicos Titulares	Rúben Segal Carlos Javier Piazza Alberto Federico Citati
Síndicos Suplentes	Alejandro Almarza Bruno Gabriel Tola

Según se informa institucionalmente, el Banco en su carácter de principal fiduciario financiero del mercado realizó, al 30 de septiembre de 2016, más de 1113 operaciones por un monto de \$85.573.000. De acuerdo con la información contable al 30 de junio de 2016, administra activos fideicomitidos por un valor de \$ 21.963.039

En su actuación como fiduciario, está calificado con la nota de TQI.ar, la más alta del mercado, evidenciando su sólida estructura organizativa, sustentada en un equipo de administración experimentado y de un alto nivel profesional. Se destacan los claros procedimientos de monitoreo y de originación y protección con los que opera.

El Banco asimismo, es el primer Agente de Custodia del Mercado. En ese carácter, y de acuerdo con información al 30 de septiembre de 2016, tenía bajo su custodia productos de inversión colectiva de más de 120 fondos comunes de inversión, por un total equivalente a los \$73.043.000

UNTREF ACRUP entiende que ambas actividades son antecedentes destacables, desde la perspectiva de las funciones del Banco en el Fondo, establecidas en el punto 1 del Capítulo 6 del Reglamento de Gestión del Fondo.

III Desarrollador

La sociedad Tayron Capital, especializada en inversiones y desarrollo de tierras, cuenta desde 2002 con una importante experiencia de gestión. Sus acciones se han desarrollado en el exterior (Uruguay y USA) y en la Argentina. A partir de 2016 y en asociación con Pando Asesores S.A., se constituye la sociedad CasasARG S.A. El objetivo de la sociedad, es la detección y desarrollo de iniciativas inmobiliarias, que repliquen negocios similares a los emprendidos en Uruguay, y que fueron desarrolladas por la sociedad CasasURU S.A. Ambas sociedades, Tayron Capital y Pando Asesores, poseen los mismos socios mayoritarios.

En la estructura de actividades previstas para el Fondo, Pando Asesores S.A además de su actividad como desarrollador, cumple con el relevante rol de actuar como asesor inmobiliario del Administrador.

Dicha Sociedad cuenta con un Órgano de Administración, compuesto por Sebastian Sommer en carácter de Director Titular y Presidente y de Gabriela Levin como Directora Suplente. De acuerdo con lo previsto en el artículo 284 de la Ley General de Sociedades N° 19.550, el Desarrollador prescinde del Órgano de Fiscalización

Los antecedentes de CasasURU S.A fundada en 2011, están focalizados en el desarrollo de viviendas para los sectores de ingresos medio y medio/bajo de la población. La sociedad en el año 2013, se posicionó como líder del mercado, con un 20% de participación en el mismo, a través de las siguientes acciones:

- a) 500.000 m2 de bancos de tierra
- b) 20.000 m2 desarrollados en 5 ciudades y
- c) 50.000 m2 actualmente en desarrollo

Opera con un entorno de más de 300 colaboradores directos e indirectos. Al presente, CasasURU S.A, cuenta con un programa de inversiones de más de U\$S 35.000.000.

En 2015 la sociedad originó y emitió un fideicomiso con oferta pública en el mercado uruguayo. El monto emitido alcanzó a UI 140.500.000, en tanto las solicitudes de suscripción recibidas alcanzaron a los UI 435.000.000. El objeto de la emisión, fue obtener financiamiento para el desarrollo de 798 viviendas para el segmento poblacional señalado. La emisión fue calificada con grado de inversión BBB Uy.

El objetivo de la creación de CasasARG, se dirige a operar en el mercado de desarrollo residencial para sectores medio y medio/bajo. Se está en presencia para el segmento señalado, de un déficit estimado de 3.500.000 hogares. Se prevé que los mayores rendimientos para las inversiones inmobiliarias, se presentaran en este segmento del mercado, con bajo nivel de atención durante los últimos años.

De confirmarse la actividad y profundidad de distintas modalidades crediticias, de reciente aparición en el mercado, la demanda de ese segmento puede potenciarse con energía. El rango de ingresos familiares considerado, para el sector objetivo, se establece entre los 22.500 y 82.500 pesos mensuales.

Se establece asimismo, que aún no hay desarrolladores privados con especialización en ese segmento inmobiliario, por lo que UNTREF ACRUP estima que, puede convertir a la experiencia de la sociedad, en una

importante ventaja competitiva. Asimismo, las características del mercado inmobiliario de los últimos años, favorecieron la actividad hegemonizada por desarrolladores inmobiliarios con productos dirigidos a los segmentos de altos ingresos.

La estrategia de inversión de Tayron Capital en el mercado local, se concentra en:

- a) Identificación de tierras y lotes aptos para los desarrollos inmobiliarios de la empresa,
- b) Aplicación de soluciones llave en mano que optimicen la relación con proveedores, permitiendo un mejor control de la evolución de la obra,
- c) El empleo de tecnologías constructivas como las operadas actualmente por la empresa, que producen claros beneficios en la relación precio final/costo de la unidad habitacional. Favoreciendo además, la velocidad de entrega y la rotación. Son tecnologías que cuentan en países tales como Brasil, Chile y Uruguay, con destacables niveles de utilización y
- d) Un proceso comercializador sustentado en los criterios de venta gestionada, con favorables resultados en la reducción de los costos transaccionales, a través de la promoción del contacto directo entre el cliente y el desarrollador.

Actualmente, y en el marco del plan de inversiones para desarrollar con el Fondo, se destaca la identificación de un banco de tierras, con implementación de compra y canje de terrenos, en las zonas de Caballito, Parque Chacabuco, Liniers y Villa Devoto, en la Ciudad de Buenos Aires; y Avellaneda, Don Torcuato y Pilar en la provincia de Buenos Aires. Asimismo se encuentran en implementación, acuerdos de co-desarrollo con operadores locales de las provincias de Santa Fe, Salta y Mendoza

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 (Administrador, Custodia, Desarrolladores, etc.), extendiéndose a los Cuotapartistas que quieran invertir en este Fondo.

Untref Acrup entiende que el Reglamento de Gestión proyectado (el Reglamento), cumple satisfactoriamente con los requisitos formales que establece la CNV a través de la Resolución 672/2016, la cual reglamentó lo dispuesto en el artículo 42 inciso b) de la Ley N° 27.260 y con la Ley 24.083. En los puntos siguientes, se presentan los contenidos que se han estimado como relevantes para el análisis del Reglamento.

IV.1 Creación del Fondo, Objetivos y Política de Inversión

La creación del Fondo se establece a partir de la suscripción e integración de al menos U\$\$ 20.000.000. El plazo de duración del Fondo alcanza a los 5 años, con opción de prórroga a partir de que lo decida una Asamblea de Cuotapartistas.

En opinión de UNTREF ACRUP los contenidos que hacen referencia a los objetivos, política y plan de inversión (señalados en la Introducción de este Informe), están claramente presentados y son consistentes con la naturaleza del Fondo. Con relación a los **Objetivos de Inversión**, se destaca que el objetivo primario, es obtener la apreciación del valor del patrimonio, básicamente a través de la revalorización de los denominados Activos Específicos, más adelante detallados en este Informe, y de los ingresos corrientes y ganancias de capital que se obtengan a través de su adquisición y enajenación, o de la renta producida por esos Activos Específicos. Este punto es central para la consideración del eventual rendimiento del Fondo, dado que la fuente de los mismos, dependerán del cumplimiento de estos objetivos, no estableciéndose por lo tanto, un compromiso de rendimiento asegurado para el Fondo.

Con relación a la **Política de Inversión**, el Administrador, que cuenta con plenas facultades otorgadas desde el Reglamento, procurará la obtención de los mejores resultados, básicamente a través de la identificación de las mejores oportunidades de inversión en Activos Específicos, considerando las pautas y grados de diversificación de activos, contemplados en el Reglamento y en el Prospecto.

Las acciones comprendidas se dirigirán a la adquisición de terrenos, en los cuales se desarrollarán los inmuebles residenciales, activos que constituyen la principal inversión del Fondo, con el objetivo de obtener utilidades a través de su enajenación.

Para adquisición de inmuebles, eventualmente se considerará la opinión del Comité de Inversiones, más adelante definido en este Informe. Adicionalmente, y en caso de adquirir participaciones en sociedades u otras estructuras jurídicas, se realizará el correspondiente due diligence considerando también, las opinión del Comité de Inversiones.

Si no fuese conveniente la venta o enajenación de los inmuebles desarrollados, se contempla la posibilidad de obtener rentas a través del alquiler de los mismos. También aquí se receptorá la opinión del Comité de Inversiones.

IV.2 Activos Autorizados, Específicos y no Específicos

El Reglamento establece dos clases de Activos Autorizados, los denominados **Activos Específicos** y los **no Específicos**. Con relación a los primeros, su constitución responde a lo establecido en el artículo 42 inciso b) de la Ley 27.260. Los AE con las excepciones que prevé el propio Reglamento, deben representar 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 permitan la adquisición de derechos reales o que permitan el aprovechamiento económico de la renta de un inmueble
- 3) Participación en fideicomisos de desarrollo inmobiliario, como fiduciante y/o beneficiario
- 4) Participaciones en acciones de sociedades anónimas, suscriptas en el marco de un aumento de capital, y cuyo activo esté compuesto preponderantemente por inmuebles, tanto a través de derechos reales como personales, y cuyo objeto y actividad principal, sea el desarrollo de inmuebles. El uso de los fondos excluye la refinanciación de pasivos, debiendo estar aplicados los mismos, en forma directa, al financiamiento de los proyectos.
- 5) Derechos de crédito relacionados con la locación o enajenación total o parcial de inmuebles, y que a través de titularidad directa o indirecta, pertenezcan al patrimonio del Fondo.
- 6) Hasta el 25% del patrimonio neto del Fondo, podrá estar constituido por acciones con régimen de oferta pública, y que constituyan colocaciones con el objetivo de aumentar el capital de sociedades con objeto y actividad principal, vinculadas a la actividad inmobiliaria.
- 7) Hasta el 25% del patrimonio neto del Fondo, podrá invertirse en obligaciones negociables emitidas bajo el régimen de oferta pública, y que pertenezcan a emisores con similares características a las señaladas en el punto anterior, y que tengan por objetivo la utilización de los fondos a la financiación de nuevos desarrollos inmobiliarios.

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 del Administrador y/o el Custodio) tendrá plena

capacidad para celebrar cualquier acto jurídico que sea necesario o conveniente, 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 Reglamento contempla una clase de **Activos no Específicos**, los cuales constituyen los activos de cartera durante el período de formación de **Activos Específicos**, pudiendo también ser objeto de inversión a partir de la existencia de disponibilidades financieras. Los activos considerados se refieren a dos clases de fondos comunes de inversión: a) abiertos, creados según lo dispuesto por la Ley 27.260 y la Resolución General CNV 672/2016 y b) hasta un 25% del patrimonio neto, en fondos encuadrados en lo dispuesto en el artículo 4 inciso b) de la Sección II del Título V de las Normas de la CNV.

Asimismo el Fondo, podrá disponer de saldos en cuentas corrientes bancarias, abiertas en entidades financieras autorizadas por el BCRA, con un máximo del 10% del Patrimonio del Fondo. Las mismas, deberán estar vinculadas con inversiones en **Activos Específicos**, o con el cumplimiento de obligaciones a cargo del Fondo.

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

Se contempla la posibilidad de que el Administrador endeude al Fondo, con el objetivo de financiar operaciones vinculadas con la adquisición o desarrollo de **Activos Específicos** que comprendan la constitución de: a) adquisición de derechos reales sobre inmuebles, b) derechos personales dirigidos a la adquisición de derechos reales, c) participación en fideicomisos de desarrollo inmobiliario y c) participación en acciones de sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, constituidas con el objetivo del desarrollo de inmuebles. El límite del endeudamiento es de hasta el 50% del patrimonio neto del Fondo, y será garantizado solo con activos integrantes del mismo, bajo la forma de garantías hipotecarias u otras garantías.

La valuación de los Activos Autorizados y los estados contables se elaborarán aplicando las normas contables emitidas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E.) y aprobadas por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (C.P.C.E.C.A.B.A.), con excepción de las normas contenidas en la Resolución Técnica N° 26 "Adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad".

IV.3 Actuación del Administrador

Entre algunos de los aspectos de mayor relevancia, el Reglamento establece que el Administrador tendrá amplias facultades para administrar el patrimonio del Fondo, debiendo ajustar su conducta a normas de prudencia y con la diligencia de un buen hombre de negocios en el exclusivo beneficio de los intereses colectivos de los Cuotapartistas, ejecutando la Política de Inversión del Fondo previstas en el Reglamento y las Normas de la CNV. Será su competencia exclusiva, la elección y ejecución de los proyectos e inversiones relacionados con los Activos Específicos y no Específicos, sin la participación del Custodio. Los actos de administración de los activos comprendidos, alcanzan a los de conservación, venta, hipoteca o constitución de otros derechos reales, arrendamientos o similares.

Particularmente, cabe señalar que el Administrador es el encargado de llevar la contabilidad del Fondo, registrando debidamente sus operaciones, confeccionando sus estados contables y determinando el valor del patrimonio neto y de las Cuotapartes.

Por otra parte, será también el Administrador quien ejercerá la representación judicial o extrajudicial de los Cuotapartistas, en lo relacionado con sus intereses respecto del patrimonio del Fondo, no pudiendo ellos actuar de manera individual.

El Reglamento contempla el control por parte del Administrador de las actuaciones del Custodio, en tanto está previsto también, que podrá renunciar a sus funciones y ser sustituido por otro Administrador. Se deberá preavisar al Custodio con no menos de 90 días corridos de la fecha de renuncia. La misma, se efectiviza al momento de la autorización de la CNV para la operación del nuevo Administrador.

IV.4 Funciones del Custodio

Las funciones del Custodio son relevantes en lo que concierne al mantenimiento y conservación de los Activos que integren el patrimonio del Fondo. El Custodio será el encargado de custodiar los Activos, actuando con funciones de fiduciario, tal como lo establece el art.14 de la ley 24.083, respecto de los inmuebles, derechos de anticresis y créditos hipotecarios que integren el patrimonio del Fondo.

Se establece que el Custodio, tendrá a su cargo el procesamiento de los cobros y pagos que se realicen por cuenta del Fondo, incluyendo en las cuentas la nominatividad del Custodio y el aditamento del nombre del Fondo. Los registros de las cuotapartes se realizarán con la intervención de la Caja de Valores.

UNTREF ACRUP entiende que este importante conjunto de funciones, tienen un respaldo de alta solidez, profesionalidad y expertise por parte del Banco de Valores S.A, dotando al funcionamiento del Fondo de una fortaleza destacable.

Se contemplan también para este Agente y de manera similar que para el Administrador, funciones de control cruzado y eventualidad de renuncia a sus funciones. Asimismo, para la transferencia de los Activos se deberá contar con el asentimiento expreso del Administrador.

V Riesgos, responsabilidades y cláusulas varias

Ni el Administrador ni el Custodio, 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 del Administrador quien, deberá ajustar su conducta conforme a los parámetros objetivos habituales para este tipo de funciones tal como quedó expuesto en el primer párrafo del apartado IV3.

El Reglamento contempla dos instancias que a criterio del Administrador, podrían constituirse a los efectos de reforzar los procesos decisorios del Fondo. En ambos casos, y ante su constitución, no limitan las facultades del Administrador señaladas en el párrafo anterior atento que, por tener funciones meramente técnicas y consultivas, sus dictámenes no son vinculantes para el Administrador.

Las figuras son: el Comité de Inversiones y el de Seguimiento. El primero actúa como un consejero, no vinculante, para la toma de decisiones del Administrador. Y el segundo, asesora en lo relativo al avance y circunstancias que acompañen a las inversiones en Activos Específicos. Se destaca que puede cumplir funciones asignadas al denominado Auditor de Obra.

El Auditor de Obra, es una importante figura prevista en el Reglamento. El mismo, será habilitado por el Administrador, previo un proceso licitatorio a realizar entre acreditados profesionales del mercado. Las tareas generales de esta figura, comprenden entre otras: a) seguimiento mensual de obras, tanto en lo relativo al avance físico, al comportamiento del flujo de caja aprobado de la obra, b) control y aprobación de los certificados de avance de obra, c) presentar objeciones con relación a la forma de ejecución de la obra, y con respecto a los recursos humanos y materiales empleados en las obras y d) analizar los informes que produzca la dirección de la obra. En caso de establecerse un Comité de Seguimiento, el Auditor participará en el mismo.

También se contempla la eventual participación de un Asesor de Inversiones, el cual asistirá al Administrador en las actividades vinculadas con la ejecución del Plan de Inversiones. Se establece que podrá participar en el Comité de Inversiones, y con la misma función no vinculante señaladas para los comités descriptos más arriba.

Finalmente, 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 ACRUP, este punto es de particular importancia para la transparencia de las actividades inversoras del Fondo.

Definición de la calificación

“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 contendrán un sufijo que identificara a la clase de Fondo calificados. Así es como los Cerrados tendrán (cc) . Cuando se trate de un Fondo nuevo el sufijo aplicado será (n).

Nota: Debido a que el Fondo bajo calificación, aún no se ha colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisoria y no se cuenta con la documentación definitiva. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura propuesta para el Fondo, podría resultar en una modificación de la calificación asignada.

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
- .Resolución CNV 18.321/16
- .Resolución CNV 18.333/16
- .Información suministrada por el Desarrollador
- .Información suministrada por el Administrador
- .Información de los sitios: allaria.com.ar y allariafondos.com.ar
- .Información del sitio: bancodevalores.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

Esteban Marx, emarx@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público:

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

Fecha de la calificación: 17 de noviembre de 2016