

## Consultatio Inmobiliario FCI Cerrado Ley 27.260

**Calificación** FI2(arg)  
**Perspectiva** Estable

### Perfil

Consultatio Inmobiliario FCI Cerrado Ley 27.260 es un Fondo Cerrado Inmobiliario denominado en dólares estadounidenses. Su objetivo es la valorización del capital mediante la inversión en Activos Específicos para su posterior comercialización. El Fondo invierte en desarrollos inmobiliarios destinados a uso residencial, comercial o usos mixtos. El patrimonio a sep'18 asciende a U\$D 26.9 mill. Su plazo es de 5 años, prorrogable hasta los 10 años.

### Fundamentos de la calificación

**Calificación:** La calificación del Fondo responde principalmente a una Administradora considerada fuerte en su evaluación cualitativa y la experiencia del asesor de inversiones Consultatio S.A. en desarrollos inmobiliarios. A su vez la calificación incorpora que el Fondo no posee track-record suficiente, su estructura y la estrategia de inversión conservadora que posee Consultatio a lo largo de su historia.

**Fuerte posicionamiento:** Consultatio Asset Management S.A. es una Administradora independiente cuyo único vínculo con Consultatio S.A es su accionista mayoritario, la misma cuenta con más de 25 años de trayectoria en el mercado local. La Administradora gestionaba a octubre 2018 un patrimonio cercano a los \$20.4 mil millones (3.7% de market-share) mediante 21 fondos abiertos que mantiene operativos. En tanto que, Consultatio S.A. es uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país.

**Consistencia en el Proceso de Inversión:** El Fondo posee un sólido proceso de inversión. El Asesor (Consultatio S.A) es el encargado de acercar los distintos proyectos en donde el Fondo invertirá su patrimonio. Presentando un informe detallado que debe ser analizado por el Comité de Inversiones. Éste deberá emitir un dictamen que manifieste si ha sido aprobado o rechazado. El Fondo ha realizado tres inversiones a lo largo sus primeros dieciocho meses lo que le permitió alcanzar el 34.2% del patrimonio invertido.

**Recursos apropiados para la gestión:** Consultatio Asset Management y Consultatio S.A., poseen el mismo accionista mayoritario y presidente, Sr. Eduardo Costantini, quien a su vez lidera ambas compañías. El encargado de administrar y llevar adelante los desarrollos inmobiliarios será Consultatio S.A., calificada en AA(arg) Perspectiva Estable por FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings). La Desarrolladora posee, a jun'18, bajo administración más de 3.100 hectáreas y lleva construidos más de 389.668m<sup>2</sup>.

**Marco operacional:** El agente de custodia es Banco de Valores, entidad calificada en A1+(arg) por FIX para el endeudamiento de corto plazo. Además, dispondrá de un Comité de Control, que emitirá opinión sobre posibles conflictos de interés y de Auditores de Proyectos que controlarán el estado de avance de las obras.

**Escasa trayectoria:** El desempeño del Fondo no fue considerado debido al escaso track record que posee el Fondo y como consecuencia de que aún se encuentra en proceso de conformación de cartera bajo el Plan de Adecuación previsto.

### Sensibilidad de la Calificación

**Conformación de Cartera:** FIX SCR podría subir la calificación del Fondo, una vez que el mismo cuente con los proyectos a ser ejecutados, asimismo se evaluará la posibilidad de cumplir con los plazos de realización establecidos en los documentos del Fondo.

**Incumplimiento de los Plazos y Proceso de Desinversión:** La falta de cumplimiento del Fondo con los plazos preestablecidos, como así también presentar dificultades para hacerse de liquidez al cabo del período de vigencia del Fondo podrían derivar en una baja de su calificación.

### Criterios relacionados

[Metodología de calificación de Calificaciones de Fondos Cerrados, registrada ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

### Analistas

**Analista Principal**  
 Yesica Colman  
 Analista  
 (+5411) 5235 - 8151  
[yesica.colman@fixscr.com](mailto:yesica.colman@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Gustavo Avila  
 Director  
 (+5411) 5235 - 8100  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)

**Responsable del Sector**  
 María Fernanda López  
 (+5411) 5235 - 8100  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)

## Perfil

Consultatio Inmobiliario FCI Cerrado Ley 27.260 es un Fondo Cerrado Inmobiliario denominado en dólares estadounidenses. Su principal objetivo será la valorización del capital mediante la inversión en Activos Específicos para su posterior comercialización. Particularmente el Fondo invertirá en desarrollos inmobiliarios destinados a uso residencial, comercial o usos mixtos. El patrimonio mínimo del Fondo será de USD10 millones y como máximo podrá ser de USD 200 millones. Su plazo es de 5 años, ampliable hasta los 10 años mediante prorrogas no inferiores al año que deben ser aprobadas por la Asamblea de Cuotapartistas.

Como resultado de su colocación en mar'17, el Fondo recibió suscripciones por USD 45 mill., de los cuales el 92% correspondieron a suscripciones indirectas a través del Fondo Parking Consultatio mediante la transferencia de cuotas partes y el restante a suscripciones por fuera de dicho régimen. A la fecha de análisis (sep'18), el patrimonio del Fondo ascendía a USD 26.9 millones.

## Administración del Fondo

### Compromiso Estratégico y Experiencia de la Administradora

Consultatio Asset Management S.A. es una Administradora independiente que pertenece al Grupo Consultatio, la misma cuenta con más de 25 años de trayectoria en el mercado local. La Administradora gestionaba a octubre 2018 un patrimonio cercano a los \$20.4 mil millones mediante 21 fondos abiertos que mantiene operativos. Dicho patrimonio le otorga una participación de mercado 3.7%.

El Grupo Consultatio posee dos grandes áreas de negocios: la administración de fondos líquidos, la cual es llevada adelante por la Administradora, y el desarrollo inmobiliario mediante Consultatio S.A., quien se desempeña como el Asesor de Inversiones del Fondo.

El Sr. Eduardo Constantini es no sólo el accionista mayoritario tanto del Administrador como del Asesor sino que también es el Presidente de ambas entidades. El mismo cuenta con una vasta experiencia en el mercado de desarrollos inmobiliarios. Además de él, el Grupo cuenta con profesionales con una extensa trayectoria tanto en el mercado de capitales como en el mercado inmobiliario.

Consultatio se posiciona como uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país, y en los últimos años ha encarado proyectos en Estados Unidos y en Uruguay. La empresa opera tres mercados diferentes: Urbanizaciones, Edificios Residenciales y Torres Corporativas. La estrategia comercial en cada uno consiste en la adquisición de reservas de tierras únicas en áreas de fuerte crecimiento poblacional y en el desarrollo de proyectos de gran escala focalizados en mercados de elevado poder adquisitivo, manteniendo una estructura financiera conservadora. En el segmento de Torres corporativas Consultatio busca localizarse en áreas de alta demanda de oficinas triple A, para su alquiler o venta.

La empresa desarrolla actualmente los siguientes proyectos inmobiliarios dentro de sus distintas líneas: Urbanizaciones (Nordelta; Puertos y Las Garzas Blancas), Edificios residenciales (Oceana Puerto Madero, Oceana Key Biskayne, Oceana Bal Harbour, Oceana Nordelta y Proyecto Huergo) y por ultimo las torres corporativas (Catalinas Plaza, Alem Plaza, Catalinas Norte y Proyecto Catalinas II). Las ventas remanentes totales alcanzan los USD 3.913 millones.

Dentro de los emprendimientos más destacados de la empresa se encuentran:

- **Nordelta:** Lanzado en 1999, se constituye en el primer complejo urbano construido bajo el concepto de “Ciudad-pueblo” en Argentina y uno de los más grandes de América Latina. Abarca una superficie de aprox. 1.700 hectáreas (750 hectáreas vendibles), y se estiman ventas proyectadas totales por USD2.433MM.
- **Puertos:** El proyecto abarca una superficie de 1.440 hectáreas (650 hectáreas vendibles) y comprende el desarrollo de un complejo urbano sobre la base del modelo de Nordelta. A fines de 2010 se produjo el lanzamiento de los primeros barrios y en ene’14 se realizaron las primeras entregas. Se estiman ventas proyectadas totales por USD1.938MM.
- **Oceana Key Biscayne:** El complejo residencial de alta gama se desarrolla en un terreno de 4.2 hectáreas en Key Biscayne, Miami, y su construcción se finalizó en 2014. El proyecto consta de 154 unidades, y 45.000M2, y a Jun’18 se ha firmado boletos de compra venta por USD617MM (resta solo una unidad).
- **Oceana Bal Harbour:** A Jun’18 se han firmado boletos de compra venta por USD964MM (181 unidades). En abr’14 la compañía obtuvo una línea de crédito por un total de USD332 MM que le asegura el financiamiento del total del proyecto, el mismo ya fue cancelado.
- **Edificios de oficina:** Consultatio posee pisos en las torres de oficinas Catalinas Plaza, finalizada en 1995 por 2.400m2 y Alem Plaza, construida en 1998, por 793m2. En Diciembre de 2016, la compañía finalizó con el desarrollo del proyecto Catalinas Norte, y se han vendido 33 pisos. La ocupación de las tres torres es del 100% y produce ingresos por USD 5,3 MM. Recientemente la compañía adquirió tres lotes en Catalinas por USD 140MM, donde se encuentra en diseño un nuevo de torres que podría generar un ingreso anual a partir de 2023 de USD 45 MM al año en concepto de alquileres, en el caso que se destinen toda la capacidad a alquiler.
- **Las Garzas:** La compañía se encuentra desarrollando un centro residencial turístico exclusivo de alrededor de 474 lotes en un terreno de 240 hectáreas (130 hectáreas vendibles) sobre el mar en la costa de Rocha, Uruguay, a 20 km de José Ignacio. En 2008 lanzó la primer preventa. Actualmente, la empresa realizo el 80% de las inversiones y género ventas por USD55 MM (40% de avance).
- **Oceana Puerto Madero:** Se adquirió un terreno de aproximadamente 12.000 m2 por un valor de USD 44MM. Se construirán dos edificios por un total de 26.000 m2 vendibles por un valor de USD 226MM y una inversión total de aproximadamente USD 172MM. A Jun’18 se han firmado boletos de compra venta por USD77MM (80 unidades).
- **Oceana Nordelta:** Se adquirió un terreno de aproximadamente 23.080 m2 por un valor de USD 13MM. El proyecto contara con 17.966 m2 vendibles por un valor de US\$ 89MM y una inversión total de aproximadamente USD 72MM. Se encuentra en etapa comercial y de aprobación.
- **Proyecto Huergo:** Se adquirió un terreno de 3.920 m2 por un valor de USD 20MM. El proyecto contara con 26.045 m2 vendibles por un valor de US\$ 126MM y una inversión total de aproximadamente USD 64MM. En la actualidad el proyecto se encuentra en etapa de diseño y se espera que el proyecto sea mayoritariamente residencial y el resto espacios comerciales.

## Proceso de Inversión

El Fondo posee un sólido proceso de inversión. El Asesor (Consultatio S.A) es el encargado de acercar los distintos proyectos en donde el Fondo invierte su patrimonio. Cada vez que el Asesor propone un proyecto, presentará un informe sobre el mismo que debe contener:

- a. El detalle del Proyecto Elegible.
- b. El cumplimiento de los criterios de elegibilidad expuestos en el Plan de Inversión.
- c. Sus características arquitectónicas, implantación urbanística, estatus de aprobaciones de entes gubernamentales y empresas proveedoras de servicios públicos.
- d. Un dictamen de estatus urbanístico, grado de avance de obra (si lo hubiera) con certificación firmada.
- e. Un detalle del flujo del Proyecto Elegible y sus ventas proyectadas.
- f. Información relativa al estudio de títulos y propietarios del terreno.
- g. Un flujo de fondos proyectado.
- h. Un cómputo y presupuesto de la inversión a realizar por el Fondo.

Dicho informe deberá ser analizado por el Comité de Inversiones, el cual estará conformado por una persona designada por el Asesor, con poder de veto, dos personas seleccionadas por el Administrador y dos participantes elegidos por el Custodio. Una vez analizado el proyecto, el Comité deberá:

- a. Emitir un dictamen sobre si el proyecto ha sido aprobado o rechazado, con los fundamentos en los que se basa la decisión.
- b. El monto mínimo y máximo a invertir en dólares.
- c. Las distintas inversiones elegibles para canalizar la inversión
- d. El plazo del que dispondrá el Administrador para realizar la inversión

El método de aprobación de los distintos proyectos es con mayoría simple de los miembros del Comité de Inversión.

El Administrador delega en el Asesor la toma de decisiones y el control de los aspectos considerados relevantes para llevar adelante un desarrollo inmobiliario. Éste es el encargado de realizar la inteligencia de mercado en busca de oportunidades, así como también, el responsable de gestionar la adquisición de los terrenos en donde se edificarían los inmuebles, los cuales podrán ser adquiridos tanto por el Asesor como por el Fondo. Para realizar la elección del terreno a adquirir, se realiza un análisis que contempla la revisión de información de mercado, financiera y técnica, y la tasación de dos profesionales independientes y reconocidos del sector inmobiliario (en caso de efectuar la compra a una parte relacionada al Administrador y/o Asesor). La ubicación de los Proyectos Elegibles se escoge en base al comportamiento histórico y expectativas de la zona en relación a la rentabilidad presentada, la posibilidad de acceder a la infraestructura necesaria, la aptitud topográfica para el emprendimiento previsto, la probabilidad de obtener todas las licencias y otras aprobaciones regulatorias necesarias para el desarrollo del proyecto.

La adquisición de dichos terrenos puede realizarse en efectivo o en forma financiada. De optarse por la segunda de ellas, el dueño del terreno puede hacer entrega del mismo y obtener como contrapartida una hipoteca a su favor, la cual garantiza la obligación del desarrollador de entregar unidades futuras una vez finalizado el proyecto. O bien, el dueño de la parcela podrá optar por

financiar al Desarrollador, y obtener su remuneración una vez que las preventas del proyecto sean suficientes para abonar el valor del terreno.

Asimismo, el Asesor es el encargado de las demás cuestiones que conciernen al desarrollo de proyectos inmobiliarios como ser: planificación del desarrollo, gestión de licencias y permisos gubernamentales, etc.

El siguiente gráfico describe el proceso de desarrollo de los proyectos

Adquisición de terrenos	Diseño del proyecto	Comercialización y ventas	Desarrollo y construcción
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inteligencia de mercado</li> <li>• Búsqueda de oportunidades</li> <li>• Análisis</li> <li>• Adquisición de terrenos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Plan director, diseño arquitectónico y construcción</li> <li>• Paisajismo</li> <li>• Diseño interior</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administración de clientes existentes y potenciales</li> <li>• Preparación de ventas</li> <li>• Promoción de ventas</li> <li>• Seguimiento del contrato de compraventa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Planificación</li> <li>• Supervisión</li> <li>• Control de gastos</li> <li>• Control de calidad</li> <li>• Entrega de oficinas y viviendas (departamentos)</li> </ul>

### **Selección de la empresa constructora**

Si bien el Asesor ha manifestado que no posee un proceso de selección formal de empresa constructora, Consultatio se ha caracterizado por haber trabajado históricamente con constructoras de primera línea tanto a nivel local como a nivel internacional.

La selección de la empresa constructora siempre se hace privilegiando tres pilares fundamentales. El primero de ellos es la calidad de construcción que ofrece cada compañía, luego se contempla el tiempo de ejecución de obra y por último se tiene en cuenta el monto presupuestado por cada empresa.

Para el proyecto Oceana Puerto Madero, la compañía constructora seleccionada fue Caputo S.A., entidad con extensa trayectoria dentro del rubro.

### **Recursos de la Administradora**

Como ya fue mencionado, Consultatio Asset Management forma parte del Grupo Consultatio, quien está liderado por el Sr. Eduardo Constantini, socio mayoritario y presidente de las dos sociedades que conforman el grupo. El CEO de la Administradora de Fondos es Cristian López y el Head Portfolio Manager es Gabriel Arguissain, ambos poseen más de 15 años de experiencia en el mercado de capitales.

El encargado de administrar y llevar adelante los desarrollos inmobiliarios es Consultatio S.A. entidad calificada en AA(arg) Perspectiva Estable por FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings). La Desarrolladora posee, a jun'18, bajo administración más de 3.100 hectáreas y lleva construidos más de 389.668m2, los que le permiten posicionarse como una de las desarrolladoras más importantes de la Argentina.

El Asesor, siempre ha llevado adelante una conservadora estrategia operativa lo que le permite minimizar su exposición al riesgo de la actividad de desarrollo inmobiliario. Asimismo, posee bajos niveles de endeudamiento dado su estrategia de financiar sus proyectos principalmente mediante preventas y sólo en ciertos casos puntuales el terreno es financiado con préstamos bancarios con

garantía real. Esto resulta en una importante flexibilidad financiera, lo que le permite administrar la velocidad de comercialización según el dinamismo de la demanda y aprovechar las oportunidades de inversión.

Por otro lado, en los últimos años la compañía ha comenzado un proceso de diversificación geográfica llevando a cabo proyectos en Estados Unidos y Uruguay, este hecho junto con el nicho de mercado al cual están enfocados sus proyectos (clientes con alto poder adquisitivo) le permiten mitigar los efectos de la histórica volatilidad macroeconómica que exhibe la Argentina.

## Características del Fondo y Cumplimiento Objetivo

FIX considera que el Fondo presenta una adecuada claridad y precisión de su objetivo de inversión definido en el prospecto de inversión.

De acuerdo con su prospecto de emisión, desde la fecha de emisión de las cuotas partes el Fondo contó con un período de 12 meses para haber invertido al menos un 33% de su patrimonio en Proyectos Elegibles, 24 meses para alcanzar al menos un 66% y 36 meses para alcanzar el 75%. Cumplidos con los primeros 12 meses de inicio de operaciones, el Fondo alcanzó satisfactoriamente la primer etapa mencionada, logrando invertir un 33.9% del patrimonio inicial del Fondo.

Como se mencionó precedentemente, el Fondo invierte en desarrollos inmobiliarios destinados a uso residencial, comercial o usos mixtos destinados a sectores socioeconómicos medios y altos. La inversión total será de USD 44.9 mill. respetando el máximo de inversión del 50% del patrimonio del Fondo en un único proyecto.

Los criterios de elegibilidad de los proyectos se basan en la ubicación, el plazo total y la superficie a ser construida. Todos los proyectos seleccionados deben llevarse adelante en zonas urbanas de la República Argentina que posean 2.000 o más habitantes. El plazo de desarrollo de los mismos no deberá ser superior a los 50 meses y como mínimo deberán contar con 5.000m<sup>2</sup> de superficie construible.

En este sentido, a la fecha de análisis el Fondo poseía participación en los siguientes proyectos:

- 1) 20% en el negocio conjunto "Consultatio Argentina S.A.U.- Consultatio Inmobiliario Fondos Común de Inversión Cerrado Ley 27.260- Proyecto Puerto Madero- Unión Transitoria" (Oceana Puerto Madero).
- 2) 50% en el negocio conjunto "Consultatio Argentina S.A.U.-Consultatio Inmobiliario Fondo Común de Inversión Ley 27.260- Proyecto Nordelta- Unión Transitoria" (Oceana Nordelta)
- 3) Un territorio adquirido en condominio con Consultatio Argentina S.A.U. (Proyecto Huergo) que será destinado al desarrollo de uno de los proyectos inmobiliarios previstos en el correspondiente Prospecto de Inversión del Fondo, el donde el FCI mantiene una participación del 30% sobre el mismo.

De acuerdo con lo mencionado precedentemente, a la fecha de análisis el Fondo cumple con el máximo del 90% establecido dentro del prospecto como titular de cada uno de los proyectos, siendo el porcentaje restante propiedad del Asesor y de los socios estratégicos, lo que es considerado por FIX SCR como una fortaleza.

## **Análisis de la Cartera de Inversiones**

A sep'18 el Fondo cuenta con 3 inversiones en cartera. En primer lugar y con mayor grado de avance, el Proyecto Oceana Puerto Madero, cuya inversión se realizó en forma conjunta con Consultatio Argentina S.A.U. (sociedad controlada por Consultatio S.A.) a través de la constitución de una Unión Transitoria, donde el Fondo mantiene un 20% de participación sobre el proyecto.

El Proyecto Oceana Puerto Madero trata de un complejo residencial "high-end" de aprox. 26.000 m2 vendibles divididos en dos parcelas. A sep'18, la UT percibió anticipos de clientes por un total de \$954 mill. de los cuáles el 96.4% fueron en pesos ajustables por UVA, mientras que el restante en moneda extranjera. Asimismo, a la fecha de análisis la UT posee anticipos pendientes de recibir por un monto de \$1.424 mill. en donde el 7% se percibirá dentro del próximo año y en dólares, un 38.2% en pesos ajustables por UVA y el 54.8% restante en un plazo mayor al año y en pesos ajustables por UVA. Adicionalmente, y a fin de mitigar el descalce de moneda la UT buscó lograr cobertura de los contratos suscritos con clientes e indexados en Unidad de Valor Adquisitivo mediante la suscripción de contrato con el constructor bajo la misma unidad de valor. La fecha de inicio de obra fue en jul'18, la fecha estimada finalización de la misma es dic'20, mientras que la fecha estimada de la entrega de unidades es jul'21.

En segundo término se encuentra el Proyecto Oceana Nordelta, cuya inversión se realizó en forma conjunta con Consultatio Argentina S.A.U. a través de la constitución de una Unión Transitoria y en donde el Fondo posee un 50% de participación sobre dicha adquisición. El Proyecto Oceana Nordelta trata de un complejo residencial en el segmento medio-alto/alto de aprox. 17.966 m2 vendibles.

Tanto en el caso de Oceana Puerto Madero como Oceana Nordelta, ya se encuentran seleccionados los estudios de arquitectura que llevarán a cabo el diseño de los mismos. En el caso de Oceana Nordelta, se concluyó con la etapa de diseño y su fecha de lanzamiento comercial se encuentra bajo análisis.

La tercera inversión en cartera lo constituye el Proyecto Huergo, cuya participación se realiza en forma conjunta con Consultatio Argentina S.A.U. y el Fondo posee el 30% de dicha adquisición. Se trata de una parcela de 3.920 m2 obtenida por subasta pública y ubicada en Macrocentro. El proyecto contará con una superficie aprox. de 26.045 m2 y, de forma similar a los anteriores, se tratará de un complejo residencial, cuyo desarrollo se estima que dure 5 años. En la actualidad, el proyecto se encuentra en etapa de diseño y el estudio de arquitectura ya fue seleccionado.

Los proyectos tendrán tres fuentes de financiamiento principales. La primera de ellas será la preventa de las unidades. Históricamente Consultatio S.A. ha financiado sus proyectos bajo esta modalidad, exhibiendo un muy alto nivel de preventas. Asimismo, el Fondo aportará fondos provenientes de su patrimonio. Y en todos los casos el Asesor participará de las inversiones no sólo con la gestión de los desarrollos sino también mediante aportes de capital.

Cabe mencionar que el Fondo mantiene inversiones temporarias, sumas líquidas, que representa el 0.1% del PN a sep'18. Asimismo, posee inversiones en un fondo común de inversión abierto de elevada liquidez administrado por Consultatio Asset Management, y cumple con lo establecido en el Reglamento de Gestión para el período de adecuación del Plan de Inversiones.

## **Estructura del Fondo**

De acuerdo con lo manifestado por el Asesor y las inversiones realizadas a la fecha de emisión del presente informe, los proyectos se concentran principalmente en Capital Federal y Gran Buenos

Aires, específicamente en Zona Norte. Este hecho acarrea un cierto grado de riesgo por distribución geográfica, el cual es mitigado por el segmento al cual apunta las inversiones de Consultatio S.A.

El reglamento del Fondo contempla la posibilidad de llevar adelante el proceso de inversión hasta el vencimiento del plazo de vigencia del mismo. Cuando el Fondo ingrese en proceso de liquidación cesarán las inversiones en Proyectos Elegibles. A partir de ese momento comenzará el proceso de liquidación de las inversiones, el cual no puede ser superior a los dos años. En un primer momento las mismas se subastarán entre los cuotapartistas del Fondo. De no concretarse la venta total de las inversiones, el Administrador en un primer momento las ofrecerá de forma privada a terceros y finalmente procederá a ofertarlas en subasta pública.

Durante el plazo de vigencia del Fondo el Asesor podrá proponer al Comité de Inversiones la liquidación de las inversiones que considere pertinentes. De todos modos será el Comité quien decidirá si es conveniente llevar adelante dicha operación.

### **Evaluación del Endeudamiento**

El Fondo no prevé tomar préstamos bancarios. En caso de no contar, en principio, con el capital propio necesario para llevar adelante algún proyecto será Consultatio S.A. quien aportará los fondos requeridos para poder afrontar la inversión, lo que vendrá a complementar los ingresos generados con la venta.

### **Evaluación del Desempeño Financiero**

A la fecha de análisis, el rendimiento anual del Fondo Consultatio Inmobiliario FCI Cerrado Ley 27.260 fue de -36.6%, mientras que el rendimiento trimestral fue del -16.9%. No obstante, dada la valuación contable de los activos a costo de adquisición y bajo el actual escenario de devaluación, dicho rendimiento podrá ser considerado una vez que las Inversiones Elegibles hayan finalizado y comercializado.

### **Análisis Operacional**

FIX considera que el Fondo presenta buenos mecanismos de control.

El agente de custodia es Banco de Valores S.A. (Banco de Valores), entidad calificada en A1+(arg) por FIX para el endeudamiento de corto plazo. Banco de Valores nació en el año 1978, para desarrollar las actividades de banco comercial y aquellas que son propias de la banca de inversión.

Banco de Valores se focaliza en operaciones del mercado de capitales y la banca de inversión. Su control accionario lo detenta el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (99.99%). La entidad es un participante destacado en el mercado de operaciones estructuradas, en operaciones de fideicomisos financieros privados y como Agente de Custodia de Fondos Comunes de Inversión. Banco de Valores es el principal agente de custodia de productos de inversión colectiva de fondos comunes de inversión de Argentina, actuando como custodio en más de 206 fondos que totalizan \$158.791 millones a junio de 2018. Adicionalmente, el Banco ha participado como agente de custodia en gran parte de los fondos comunes cerrados constituidos en Argentina.

El Fondo cuenta con un Comité de Control compuesto por Cushman & Wakefield S.A. y Cooliers Badino S.A., quienes reemplazaron, a partir de julio 2017, a CBRE Argentina S.A. y Deloitte & Co. S.A. por no revestir el carácter de miembros independientes de acuerdo con lo establecido en el Artículo III, Inciso g.i) del Reglamento de Gestión.

Dado que tanto el presidente como el vicepresidente de la Administradora ocupan idénticos cargos en la administración del Asesor, podrían surgir eventuales conflictos de interés. Por este motivo, el Comité de Control deberá aprobar mediante opinión fundada toda operación que realice el Fondo en la cual estén vinculados el Administrador, el Asesor y los desarrolladores o titulares de los inmuebles de los Proyectos Elegibles. Las decisiones tomadas por el Comité deben ser adoptadas de forma unánime.

Asimismo cada proyecto en los cuales invierte el Fondo posee un Auditor de Proyecto seleccionado por el Asesor. A la fecha de análisis, los proyectos en los cuales el FCI posee inversiones, contaban con el Estudio Arturo Beccar Varela y Asociados como Auditor.

Dentro de los 42 días corridos de finalizado cada trimestre el Administrador debe poner a disposición de los Cuotapartistas:

- a. Un informe técnico elaborado por los Auditores de valuación de las Inversiones Elegibles
- b. Un informe técnico elaborado por los Auditores de Proyectos acerca del desarrollo y ejecución de cada Proyecto Elegible y el estado de origen y aplicación de los fondos.

El servicio de auditoría al Fondo es brindado por Deloitte & Co., estudio que actualmente realiza las auditorías de los Fondos Abiertos administrados por el Administrador y del Asesor.

## Consideraciones Adicionales

El Fondo se encuentra alcanzado por diversos impuestos que disminuyen su rendimiento y deben ser considerados.

De acuerdo con lo requerido por el ente de contralor, las diferencias de cambio generadas como consecuencia de las suscripciones integradas en moneda extranjera en los Fondos Comunes de Inversión Cerrados colocados bajo el marco de la Ley de Sinceramiento Fiscal N° 27.260 no son distribuibles (artículo 42 inciso b) de la ley 27.260), por lo tanto los cuotapartistas deberán mantener invertidos los aportes por un lapso no menor a cinco años a partir de la fecha de suscripción, pudiéndose distribuir únicamente aquellos resultados que excedan el aporte de capital. De acuerdo con lo mencionado, al sep'18 los resultados estimados no distribuibles en concepto de diferencia de cambio ascenderían a \$1.146 mill. En tanto, podrán distribuirse utilidades cuando –a criterio del Administrador– existieran fondos disponibles que no resulten necesarios para el cumplimiento del Plan de Inversión, y sobre ganancias líquidas y realizadas determinadas en estados contables auditados del Fondo. Las utilidades no distribuidas serán reinvertidas en el Fondo. Para la distribución de utilidades deberá contarse con dictamen favorable de auditor independiente, con certificación profesional, del balance que se utilice para la distribución, y un dictamen con similares características sobre la procedencia de la distribución.

## Determinación de la Calificación

La calificación del Fondo responde principalmente a una Administradora considerada Fuerte en su evaluación cualitativa, considerando la experiencia del Asesor de inversiones Consultatio S.A. en desarrollos inmobiliarios. A su vez la calificación incorpora que el Fondo no posee track record, su estructura y la conservadora estrategia de inversión manifestada por Consultatio a lo largo de su historia. Asimismo, FIX considera relevante el hecho de que Consultatio S.A., entidad calificada en AA(arg) Perspectiva Estable por FIX, participe aportando fondos en todos los proyectos que vaya a desarrollar, lo que genera una alineación de intereses entre el Asesor y el Administrador.

## Anexo I

### Dictamen

#### **Consultatio Inmobiliario FCI Cerrado Ley 27.260**

El consejo de calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, en adelante FIX, reunido el 28 de noviembre de 2018, ha decidido confirmar(\*) la calificación **FI2(arg) Perspectiva Estable** al presente Fondo.

**Categoría FI2(arg):** Fondos que demuestran, en la opinión de FIX, altos estándares para cumplir en el largo plazo con los objetivos de inversión del Fondo, considerando la capacidad de gestión de la Administradora y las características del Fondo.

La calificación del Fondo responde principalmente a una Administradora considerada Fuerte en su evaluación cualitativa, considerando la experiencia del Asesor de Inversiones Consultatio S.A. en desarrollos inmobiliarios, calificado en AA(arg) por FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings). A su vez la calificación incorpora el escaso track record del Fondo, su estructura y la conservadora estrategia de inversión manifestada por Consultatio a lo largo de su historia.

Nuestro análisis de la situación del Fondo se basa en los estados contables intermedios al 30.09.2018, con revisión limitada por parte a cargo de Deloitte & Co. S.A., que opina que no se han presentado circunstancias que hicieran pensar que los mencionados estados contables intermedios no están presentados en forma razonable, en todos sus aspectos significativos, de conformidad con las normas de la Comisión Nacional de Valores y las normas contables profesionales argentinas.

(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

#### **Fuentes de información**

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado, entre ellas:

- Información de gestión recibida el 13-11-18

Asimismo, se consideró la siguiente información de carácter público:

- Balance Trimestral Auditado (último 30.09.2018), disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Información estadística del Administrador al 31-10-2018, extraída de la Cámara Argentina de FCI, disponible en [www.cafci.org.ar](http://www.cafci.org.ar).
- Reglamento de gestión, 20-02-2017, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Prospecto de emisión disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

## Anexo II

### Glosario

- Track Record: Historia Significativa
- Head of Asset Management
- Management: Administración/Gerencia
- Partner: Socio
- Head of Portfolio Management: Jefe de Administración de Activos
- Retail: Minorista
- AIF: Autopista de Información Financiera
- Laundry: Lavadero
- Amenities Servicios/Instalaciones/Comodidades
- Curtain Wall: Muro Cortina
- Certificación LEED (Leadership in Energy & Environmental Design): reconocimiento a aquellas construcciones que demuestran ser sustentables en cuanto a diseño, métodos constructivos, y métodos operativos.
- High-End: Alta gama

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. **Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.