

Fideicomiso Financiero

Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia de Chaco

Fiduciante, Emisor y Agente

de Cobro: Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Provincia de Chaco

Fiduciario Financiero

Nación Fideicomisos S.A.

Calificación anterior del 29/09/2015

VRD Serie I "A+(ff)"

VRD Serie II "A+(ff)"

Tipo de informe

Seguimiento

Metodología de Calificación

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.283/14

Analistas

Verónica Saló,

vsalo@untref.edu.ar

Jorge Dubrovsky,

jdubrovsky@untref.edu.ar

Fecha de calificación

15 de diciembre de 2015

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.

Fundamentos de la calificación

La calificación "A+(ff)" asignada a los Valores Representativos de Deuda (VRD) Serie I por un VN \$280.000.000 y a los VRD Serie II por un VN \$13.700.000, dentro de la escala de la UNTREF ACR UP, corresponde a "emisiones o emisores calificados en "A" nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena siendo más sensible ante cambios en las condiciones económicas, del sector o del emisor, que aquellas con más alta calificación"

La calificación se fundamenta principalmente en:

Buenos niveles de cobertura de los servicios: se realizaron distintos escenarios de estrés a los flujos proyectados del fideicomiso, resultando los niveles de cobertura de los servicios de los VRD Serie I y II adecuados para la calificación asignada.

Cesión en garantía: se encuentra cedido a un fideicomiso en garantía la totalidad de los derechos de los recursos del FONAVI correspondientes a la Provincia de Chaco.

Fondo de reserva: el fideicomiso cuenta con un fondo de reserva equivalente a los 2 próximos pagos de interés y el próximo pago de amortización de capital, para afrontar los pagos de los servicios en caso de insuficiencia de fondos.

Fiduciante y Agente de Cobro: El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda (IPDUV) fue creado por la ley provincial 2.194 como entidad autárquica de derecho público y es el órgano competente del ámbito jurisdiccional de la Provincia del Chaco a todos los efectos de la ley nacional 21.581. Recibe como transferencia los fondos recaudados por el FONAVI a nivel nacional y que en forma automática se transfiere a las diferentes provincias según la Ley 24.464. El IPDUV recibe como transferencia los fondos recaudados por el FONAVI a nivel nacional y que en forma automática se transfieren a las diferentes provincias según la Ley 24464. En el caso de la provincia del Chaco es un 4.6% del total de los mismos, siendo estos montos destinados a la programación y construcción de viviendas económicas tratando como lo expresan sus misiones y funciones el de propiciar proyectos y planes que impulsen el uso racional edilicio de los espacios y el mejoramiento del hábitat. Se observa claramente que entre 2012 y agosto 2015 los fondos totales recaudados por el IPDUV se han incrementado de manera importante en términos reales, 185% nominalmente. Una parte muy importante de los incrementos se corresponden con las transferencias y aportes realizados por el sector público nacional para programas específicos como: Programa Manos a la Obra, Mejor Vivir, Solidaridad Habitacional. Techo Digno, Emergencia Habitacional, los cuales representan en promedio alrededor de un 70% del total de ingresos y habiendo crecido un 389% nominalmente durante el período analizado.

Señalamos también el fuerte incremento del Programa de Mejoramiento de Barrios (PROMEBA) financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que ya en 8 meses de 2015 ha recibido más fondos que todo el año 2014. Los fondos recaudados por el FONAVI, se incrementaron en el período en aproximadamente un 88% y representaron en el 2014 un 19,3% sobre el total de ingresos, (si bien en el 2012 representaron un 29,1%). Los mismos se corresponden con la alícuota del 4,6% que recibe la provincia de los fondos que se recaudan nacionalmente por el FONAVI.

Los egresos también se han incrementado en un porcentaje importante, entre 2012 y agosto 2015, aproximadamente un 185%. Sin embargo debe señalarse que en la información recibida por la entidad existe una evidente subestimación de los egresos tanto los correspondientes al 2015 en el rubro aranceles y gastos administrativos ya que los 8 meses del 2015 no se incluyen fondos egresados y similarmente en el rubro Rec vs IPDUV para 2014 y 2015 que tampoco incluyen montos.

UNTREF ACRUP entiende que el importante incremento en ingresos y egresos a lo largo del período analizado se viene realizando con una política que no subestima el resultado financiero (ingresos totales – egresos totales) que muestra una tendencia al superávit durante el período analizado, aunque insistimos que al no estar completas las cifras correspondientes a los egresos, ello implicaría que el superávit sea sensiblemente menor.

Análisis y desempeño de los activos

Los bienes fideicomitidos corresponden a: i) la recaudación proveniente de los créditos derivados de la adjudicación de las viviendas bajo el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas, existentes a la fecha de emisión y generados con posterioridad, ii) los derechos de beneficiario bajo el fideicomiso de garantía, iii) los créditos actuales y futuros que el fiduciante, como titular de las cuentas recaudadoras, tenga contra el banco recaudador, iv) los fondos líquidos e inversiones permitidas, v) los derechos correspondientes a los seguros de vida contratados respecto de los deudores de los créditos existentes mediante el endoso de la póliza colectiva y sobre los seguros de vida que contrate respecto de los deudores de los créditos que se originen en el futuro, vi) los derechos que correspondan al fiduciante sobre los seguros de incendio contratados respecto de los deudores de los inmuebles a los que se refieren los créditos existentes, mediante el endoso de las pólizas correspondientes y sobre los seguros de incendio que contrate respecto de los inmuebles a los que se refieren los créditos que se originen en el futuro y vi) demás activos que en el futuro resuelva incorporar el fiduciante.

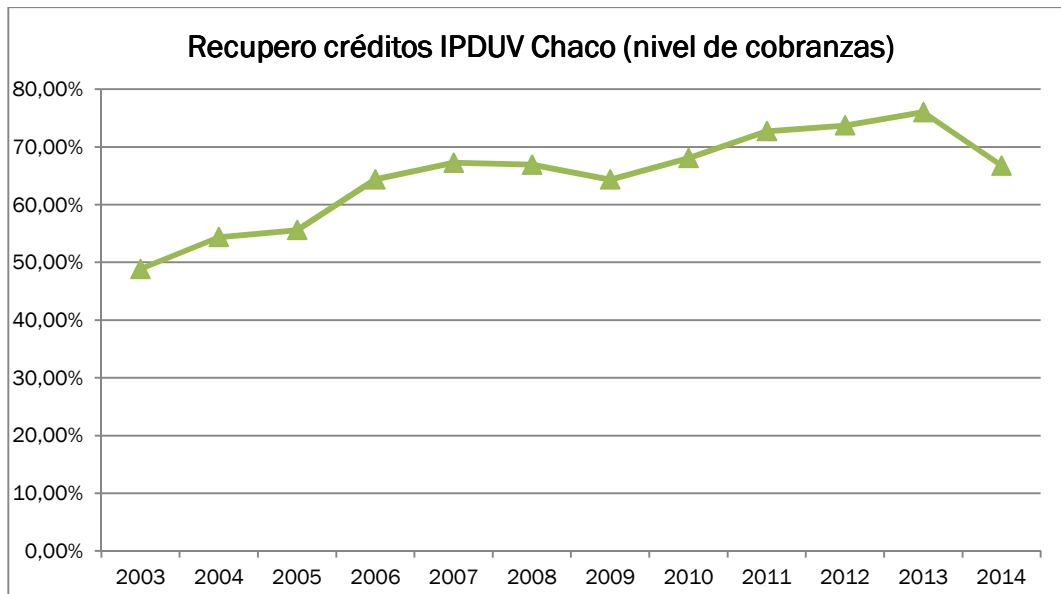
La recaudación de los créditos derivados de la adjudicación de las viviendas, corresponde a 3.621 viviendas licitadas, siendo el avance promedio de 90,88%.

Cabe destacar que en octubre de 2015, el IPDUV suscribió con la Subsecretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Nación, Adendas a los contratos de fideicomiso en virtud de las demoras para la terminación de las obras, lo que generó desfasajes en los valores contractuales como consecuencia de un aumento de costos. Se aprobó una readecuación de los montos contractuales de las obras ejecutadas parcialmente y en condiciones de ser terminadas. Respecto de las obras no ejecutadas, las mismas se dieron de baja para su ejecución y para las que se encuentran ejecutadas parcialmente y no es posible su terminación se aprobó el cierre de obra. Respecto al repago de los VDF, se afectó el total de la recaudación por cuotas de viviendas, por lo cual no se genera un inconveniente para el repago del capital e intereses de los mismos.

El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Provincia del Chaco (IPDUV) implementó un plan de financiación con sistema francés de amortización, por un plazo de 25 años (300 meses) y una tasa de interés efectiva anual del 10%.

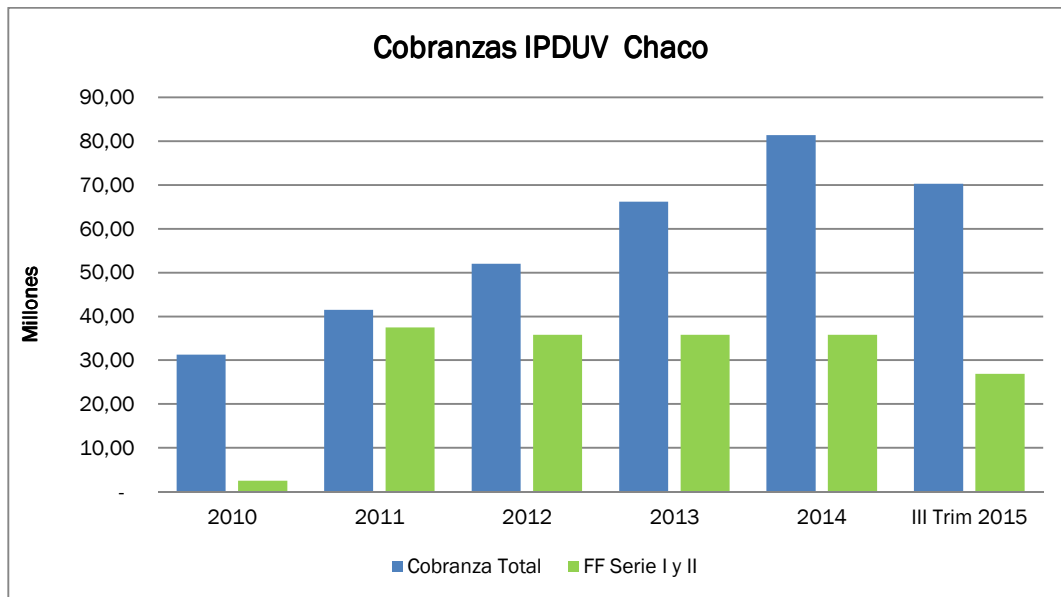
Debido al origen social de este plan de viviendas, para los flujos proyectados de las cobranzas el IPV consideró una tasa de recupero de los mismos del 70%.

A continuación se expone la evolución histórica del recupero de los créditos:



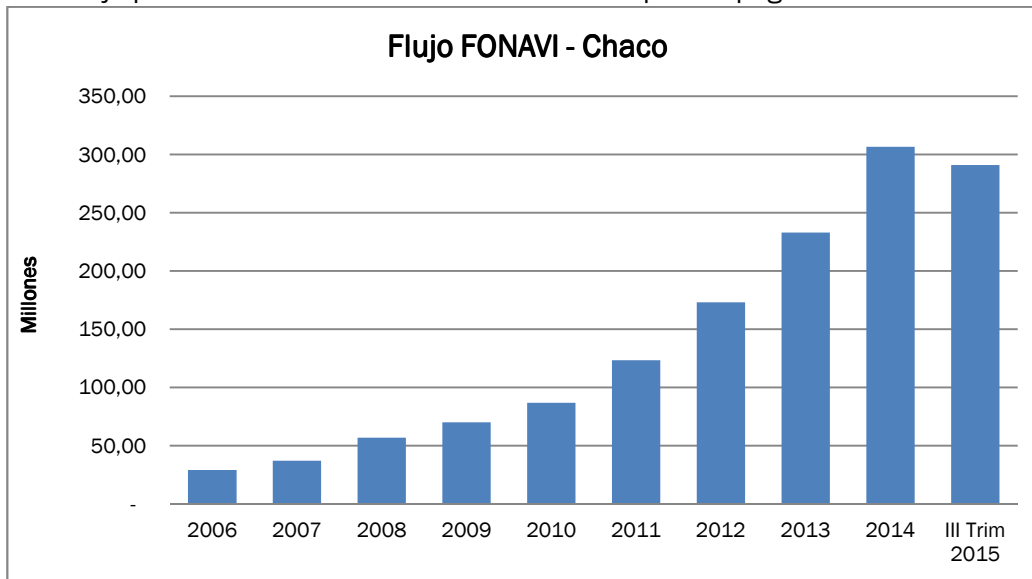
Fuente: IPDUV

Si se consideran las cobranzas que percibió el IPDUV correspondientes a todos los programas del instituto, se observa que la recaudación estimada de los créditos del presente fideicomiso corresponde a un 39,7% sobre dicho total para el primer semestre de 2015 y del 44% para el 2014.



Fuente: IPDUV

Dado que el fiduciante cedió al fideicomiso de garantía los recursos que le corresponden percibir por parte del Fondo Nacional de la Vivienda (FONAVI), se analizó la evolución histórica de los mismos en virtud de considerar dicho flujo para determinar los niveles de cobertura para el pago de los VRD emitidos.



Fuente: IPDUV

El flujo FONAVI se compone por los recursos provenientes de un porcentaje de la recaudación del impuesto sobre los combustibles establecido en la ley 23.966, los recursos de donaciones y legados en favor del FONAVI, los recursos provenientes de cualquier régimen de aportes que se dicte en el futuro y el producido de la negociación de títulos que se autorice a emitir para la construcción de viviendas económicas.

Las transferencias de los recursos a las jurisdicciones son automáticas, y se distribuyen de acuerdo a los coeficientes determinados en la ley 24.464. El porcentaje de distribución del FONAVI para la Provincia del Chaco es del 4,6%. Si bien en la legislación se considera un ajuste cada 2 años para dichos coeficientes, a la fecha no han sido modificados.

La recaudación del impuesto a los combustibles se deposita en una cuenta del Banco de la Nación Argentina. Los montos correspondientes al FONAVI son transferidos a una cuenta del Banco Hipotecario SA, quien a partir de las órdenes de pago realizadas por la Subsecretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda, efectúa las transferencias a las cuentas bancarias de cada instituto provincial.

Análisis de sensibilidad de los flujos de fondos

El análisis de sensibilidad del flujo de fondos, se realizó considerando la emisión total del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia del Chaco por un VN de \$360 millones, emitidos en la Serie I por VN \$280 millones y en la Serie II por VN \$13,7 millones.

UNTREF ACR UP, definió distintos escenarios de estrés para determinar los niveles de cobertura de los servicios bajo de los VRD de la Series I y II, los cuales son consistentes con las calificaciones asignadas. Para los supuestos se consideró como base el flujo FONAVI de los últimos 12 meses informados (Ene 2014 - Dic 2014) y se mantuvo constante dicho flujo para todo el período de repago de los VRD.

Para el cálculo del flujo IPV, se consideró tanto el flujo teórico de las Series I y II, como el flujo teórico por otros programas del IPV, dado que se encuentra cedida la cuenta recaudadora donde ingresan dichos fondos.

En cuanto a la tasa Badlar para bancos públicos, se estimó un aumento del 30% respecto de la tasa promedio para el 2014 (15,9%), es decir una tasa proyectada para todo el período del 20,6%.

Como resultado se puede concluir que el flujo de los créditos de las Series I y II por sí solo no alcanzaría para repagar los VRD bajo calificación, tornándose necesaria la utilización de los fondos que se depositan en la cuenta recaudadora del IPDUV o la utilización de los fondos en garantía.

Estructura financiera de la operación

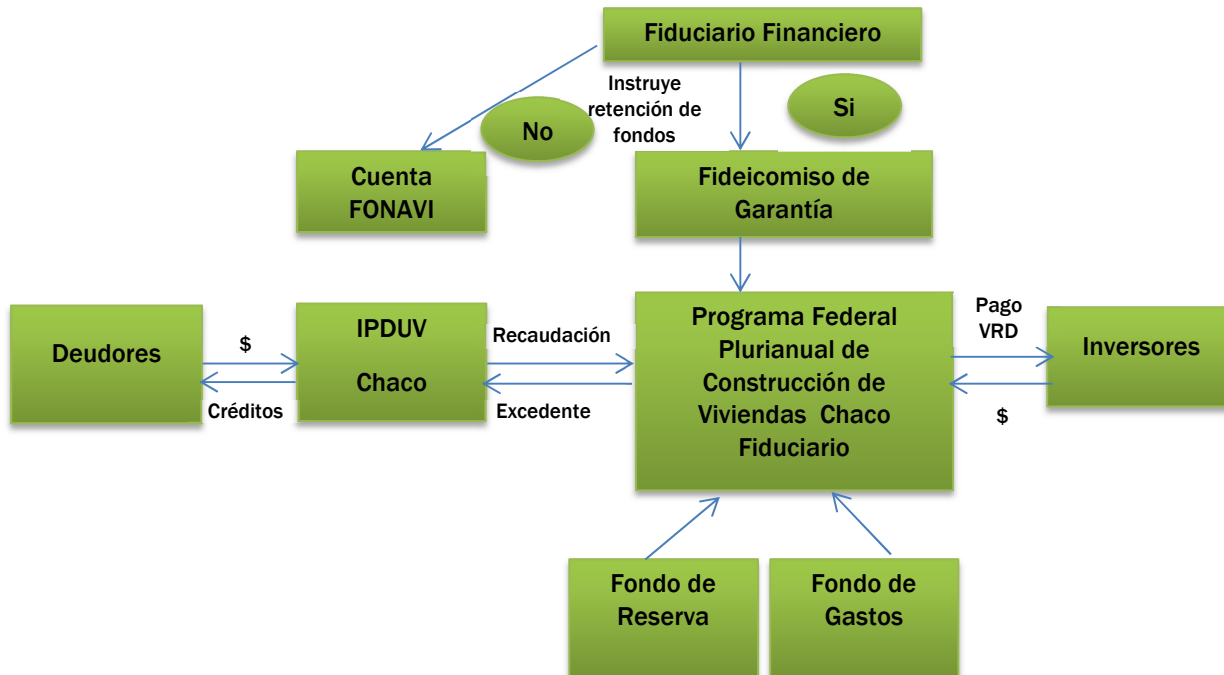
El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Provincia del Chaco actuando como Fiduciante, cedió al presente fideicomiso financiero la recaudación proveniente de los créditos derivados de la adjudicación de las viviendas bajo el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas, existentes a la fecha de emisión y los generados con posterioridad, los créditos actuales y futuros que el fiduciante, como titular de las cuentas recaudadoras, tenga contra el banco recaudador, los derechos bajo las pólizas de seguro, los fondos líquidos e inversiones permitidas y demás activos que en el futuro resuelva incorporar el fiduciante. Nación Fideicomisos S.A., actúa en el presente fideicomiso como fiduciario financiero.

Adicionalmente, el fiduciante como garantía de pago de los servicios y gastos de las Series I y II bajo el programa, cedió a un fideicomiso de garantía la totalidad de los recursos que le corresponde recibir por parte del Estado Nacional en virtud a la ley 24.464 y la ley provincial 4.368 (Flujo FONAVI). El fiduciario de garantía es el Banco de la Nación Argentina.

Con fecha 28 de julio de 2010, el fiduciante emitió la Serie I de VRD por un VN \$280.000.000 y el 3 de marzo de 2011 emitió la Serie II de VRD por un VN \$13.700.000, ambas bajo el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia del Chaco por hasta un VN de \$360.000.000.

Con el producido de cada emisión, el fiduciante financia la construcción de viviendas en los centros poblacionales con déficit habitacional en la Provincia del Chaco. Esto en el marco del "Convenio Marco vinculado al Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas", suscripto por el Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios de la Nación, las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Se detalla a continuación el esquema funcional del fideicomiso:



Dentro de los primeros 3 días hábiles de cada trimestre calendario, Nación Fideicomisos SA como fiduciario, determina el monto requerido para reponer el fondo de gastos, constituir o reponer el fondo de reserva y afrontar el pago de los servicios a ser abonados en la fecha de pago siguiente, informando el mismo al fiduciante, al banco recaudador y de corresponder al fiduciario de garantía.

El fiduciario instruye al banco recaudador, para que diariamente debite el saldo existente en las cuentas recaudadoras y lo transfiera a la cuenta fiduciaria, y al Banco Hipotecario SA para que acredite los fondos correspondientes al flujo FONAVI en la cuenta fiduciaria de garantía por un día hábil y luego lo transfiera a la cuenta del fiduciante, excepto que reciba el fiduciario de garantía una notificación de transferencia por parte del fiduciario financiero por insuficiencia del monto requerido.

Esta última situación se dará cuando al último día hábil del primer, segundo y tercer mes de cada trimestre, los fondos transferidos a la cuenta fiduciaria provenientes tanto de la recaudación de los créditos como de los aportes del fiduciante, no alcancen para cubrir el 33%, 66% y 100% del monto requerido (ritmo de transferencia). Alcanzado el monto requerido y cuando por 2 trimestres consecutivos el fiduciante cumpla con el ritmo de transferencia, el fiduciario financiero instruirá al fiduciario de garantía e informará a la Subsecretaría a efectos de discontinuar las transferencias del flujo FONAVI a la cuenta fiduciaria.

Si para un trimestre los fondos acreditados en la cuenta fiduciaria fueran suficientes para alcanzar al monto requerido, y habiendo el fiduciante cumplido sus obligaciones bajo el contrato y no hubiera acontecido un evento especial, los fondos excedentes de la cuenta fiduciaria y de la cuenta recaudadora se liberan al fiduciante.

La estructura contempla un fondo de reserva por un monto mínimo equivalente a los 2 próximos pagos estimados de intereses y el próximo pago de amortización según el cronograma de pagos. Dicho fondo

podrá ser utilizado por el fiduciario para el pago de intereses y amortización de los VRD, cuando por cualquier causa no existan recursos suficientes en las cuentas recaudadoras para afrontar los vencimientos de los títulos emitidos. Cuando el fondo de reserva sea inferior al monto mínimo establecido, el fiduciario lo repondrá con los fondos provenientes de la recaudación global, incorporándolo al monto requerido. Cancelados los VRD, cubiertos los gastos del fideicomiso y las reservas, el monto excedente se liberará al fiduciante.

Los VRD Serie I tendrán derecho al pago de los siguientes servicios: i) en concepto de interés, una tasa variable equivalente al promedio aritmético simple de la tasa Badlar Pública (para depósitos a plazo fijo de más de \$1.000.000 de 30 a 35 días en bancos públicos) durante el trimestre anterior al inicio de cada período de devengamiento), más un margen de 200 puntos básicos y ii) en concepto de amortización, el valor nominal integrado más los intereses capitalizados. Los pagos de amortización se realizarán por hasta el importe que permita alcanzar los porcentajes acumulados de amortización sobre el capital ajustado para cada período de devengamiento. Los pagos a los VRD se realizan trimestralmente el 10° día de los meses de enero, abril, julio y octubre de cada año. El vencimiento final de los VRD Serie I será a los 15 años contados desde la emisión, es decir en julio de 2025.

Los VRD Serie II tendrán derecho al pago, pari passu con los VRD Serie I, de los siguientes servicios: i) en concepto de interés, una tasa variable equivalente al promedio aritmético simple de la tasa Badlar Pública (para depósitos a plazo fijo de más de \$1.000.000 de 30 a 35 días en bancos públicos) durante el trimestre anterior al inicio de cada período de devengamiento), más un margen de 200 puntos básicos y ii) en concepto de amortización, el valor nominal integrado más los intereses capitalizados. Los pagos de amortización se realizarán por hasta el importe que permita alcanzar los porcentajes acumulados de amortización sobre el capital ajustado para cada período de devengamiento. Los pagos a los VRD se realizan trimestralmente el 10° día de los meses de enero, abril, julio y octubre de cada año. El vencimiento final de los VRD será a los 15 años contados desde la emisión, es decir enero de 2026.

A la fecha del presente informe, los VRD Serie I y Serie II están percibiendo en tiempo y forma los pagos de interés y amortización de capital según lo estipulado en los contratos de fideicomiso. A septiembre de 2015, el valor residual de los VRD Serie I asciende a \$ 313.324.424 y el de los VRD Serie II asciende a \$ 15.562.142

El fiduciario aplicará los fondos para los VRD Serie I y Serie II a prorrata y en forma pari passu, en cada fecha de pago de servicios de acuerdo al siguiente orden:

- 1) A la reposición del fondo de gastos, incluyendo la constitución de reservas,
- 2) Al pago de los intereses moratorios, de corresponder
- 3) Al pago de los servicios de interés atrasados, de corresponder
- 4) Al pago de los servicios de interés,
- 5) A la reposición del fondo de reserva por el importe que corresponda a los intereses, de ser necesario
- 6) Al pago de los servicios de amortización atrasada, de corresponder
- 7) Al pago de amortización según el cronograma de los VRD
- 8) A la reposición del fondo de reserva por el importe que corresponda a la amortización de los VRD, de ser necesario.
- 9) Al reintegro al fiduciante del excedente del monto requerido, de corresponder
- 10) El excedente, luego de la fecha de vencimiento final, se transferirá al fiduciante.

Si no existieran fondos suficientes en la cuenta fiduciaria para alcanzar los porcentajes acumulados de amortización establecidos en el cronograma de amortización de los VRD en alguna fecha de pago de servicios, los servicios de amortización se pagarán cuando existan recursos suficientes a tal fin, sin que

dicha circunstancia implique caducidad de plazos, salvo cuando la falta constituya un evento especial, no pudiendo los beneficiarios exigir dicho pago al fiduciario y continuando el devengamiento de intereses sobre el valor residual y de intereses moratorios. Se considera un evento especial, la falta de pago de los intereses exigibles en una fecha de pago y la no cancelación a una fecha de pago de servicios de los porcentajes acumulados de amortización establecidos en el cronograma de amortización de los VRD, por un monto equivalente a 4 fechas de pago de servicios consecutivos. Los intereses moratorios equivaldrán a los intereses de los VRD más 200 puntos básicos adicionales.

Estructura legal

De acuerdo a la opinión legal emitida por el asesor legal del fiduciario financiero, el contrato de fideicomiso cumple íntegramente con lo dispuesto por la ley 24.441 y sus normas complementarias e instrumenta obligaciones legalmente exigibles a las partes. El Fiduciante fue debidamente autorizado y facultado para constituir el fideicomiso financiero y el fideicomiso de garantía, a emitir los VRD y a ceder los bienes fideicomitados a ambos fideicomisos, según la legislación que le es aplicable.

Los VRD constituyen obligaciones válidas, vinculantes y ejecutables del fideicomiso de acuerdo a lo previsto en la Ley de Fideicomiso y en el contrato, otorgando a sus titulares acción para reclamar el pago de servicios conforme a los términos y condiciones de los mismos.

La transferencia de los bienes fideicomitados al fiduciario financiero bajo el contrato de fideicomiso financiero y al fiduciario de garantía bajo el fideicomiso de garantía, constituyen una efectiva transferencia de la propiedad fiduciaria en los términos del art. 11 y concordantes de la ley 24.441.

Análisis de los principales participantes de la transacción

Fiduciante: El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda (IPDUV) fue creado por la ley provincial 2.194 como entidad autárquica de derecho público y es el órgano competente del ámbito jurisdiccional de la Provincia del Chaco a todos los efectos de la ley nacional 21.581 (la que con posterioridad fuera modificada parcialmente y complementada en otros aspectos por la ley nacional 24.464). La ley 2.194 establece los fines del IPDUV, entre otros:

- Intervenir en el estudio y evaluación de las necesidades de vivienda para la población de la provincia;
- Estimular la construcción de la vivienda propia individual;
- Intervenir en la programación de Planes Habitacionales Urbanos y Rurales, y llevar a cabo la ejecución de los mismos cuando así correspondiere;
- Efectuar la programación y coordinación con los Ministerios y Organismos correspondientes de los Proyectos y Obras de Infraestructura y Equipamiento, relacionadas con los núcleos habitacionales creados y a crearse;
- Promover y canalizar el ahorro para financiar la vivienda propia;
- Coordinar con los Organismos pertinentes todo lo relativo al saneamiento ambiental, higiene y planes de urbanización;
- Propender a la erradicación de villas de emergencia; y
- Promover ayuda crediticia a entidades que ejerzan acciones de saneamiento en la zona o cumplan cometidos que se dispongan en la programación sanitaria.

De conformidad con lo dispuesto por la ley 24.464, a fines del año 1996 se sanciona la ley provincial 4.368, creándose en la Provincia de Chaco el Sistema Provincial de Vivienda. Dicha ley crea el Fondo Provincial de Vivienda ("FOPROVI") que, junto al Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda y las Comisiones Municipales de Contralor Social de la Vivienda conforman dicho Sistema.

La ley 4.368 establece que los recursos del FOPROV serán recaudados en una cuenta especial denominada FOPROVI del IPDUV.

El FOPROVI está integrado, entre otros, por los siguientes recursos:

- a) los provenientes de la ley 24.464 que correspondan a la Provincia del Chaco;
- b) los recuperas de inversiones realizadas con fondos de la ley mencionada en el inciso anterior;
- c) los provenientes de inversiones anteriores a la ley 24.464;
- d) el producido de la negociación de la cartera de créditos o sus títulos, generados por aplicación de los fondos referidos en los incisos a) y b) precedentes;
- e) los que se le asignen en el presupuesto general de la Provincia;
- f) los provenientes de reparticiones estatales, nacionales o extranjeras, empresas u organizaciones privadas, legados y donaciones -moneda de curso legal o extranjera, el producido de la realización o administración de los activos del IPDUV, entre otros;
- g) los provenientes de la consolidación de deudas con organismos Provinciales o municipales por obras financiadas por el IPDUV;
- h) las rentas emergentes de la locación de inmuebles; y
- i) cualquier régimen de aporte, contribuciones o impuestos que se cree en el futuro con afectación específica a los fines de la ley.

Los recursos del FOPROVI están destinados a financiar total o parcialmente la compra y/o construcción de viviendas, obras de urbanización, infraestructura, servicios y equipamiento comunitario, quedando facultado el IPDUV para el dictado de normas tendientes al cumplimiento del destino impuesto. La ley establece que estos recursos podrán utilizarse como garantía de préstamos y/o como contraparte de financiamiento siempre que estén destinados a los fines de la ley obstante, existen diferencias y/o ajustes contables originados por utilización de distintos criterios de exposición entre el saldo final de un ejercicio y el saldo inicial del sucesor.

La ley provincial 6.489 autorizó al Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda, actuando como fiduciante, a celebrar con Nación Fideicomisos S.A., actuando éste como Organizador y Fiduciario, un contrato a efectos de constituir un fideicomiso financiero, el que contemplará la emisión por parte del IPDUV de Valores Representativos de Deuda por hasta un valor nominal de \$ 420.000.000 y con una amortización que se finalizará en un plazo de quince (15) años, con dos años de gracia para el vencimiento de capital.

Asimismo, la norma crea una comisión especial de seguimiento y control de la ejecución de la operatoria, la que estará conformada con los integrantes de la Comisión Permanente de Hacienda y Presupuesto, representantes de las organizaciones que nuclean a empresas constructoras y representantes de gremios de la construcción. Para el cumplimiento de su tarea, la comisión podrá acceder a la documentación necesaria para el cumplimiento de su objeto, dentro del cual se destaca el seguimiento de la localización territorial de las viviendas, seguimiento del cumplimiento de las condiciones financieras y control de los activos cedidos. El IPDUV deberá informar semestralmente a esa comisión sobre la marcha de la operatoria y responder a los pedidos de informe que la misma realice.

Se desarrolla el siguiente análisis a fin de observar la evolución en términos presupuestarios, es decir comparando recursos y egresos, ejecutados por el IPDUV en el período 2012- 2015.

Para realizar dicho análisis se ha tenido en cuenta básicamente la información presupuestaria obtenida de la misma institución, habiéndose completado algunas de dichas cifras con datos del Ministerio de Planificación Federal e Infraestructura de la Nación.

Como se ha mencionado, el IPDUV recibe como transferencia los fondos recaudados por el FONAVI a nivel nacional y que en forma automática se transfieren a las diferentes provincias según la Ley 24464. En el caso de la provincia del Chaco es un 4.6% del total de los mismos, siendo estos montos destinados a la programación y construcción de viviendas económicas tratando como lo expresan sus misiones y funciones el de propiciar proyectos y planes que impulsen el uso racional edilicio de los espacios y el mejoramiento del hábitat.

Se observa claramente que entre 2012 y agosto 2015 los fondos totales recaudados por el IPDUV se han incrementado de manera importante en términos reales, 185% nominalmente. Una parte muy importante de los incrementos se corresponden con las transferencias y aportes realizados por el sector pública nacional para programas específicos como: Programa Manos a la Obra, Mejor Vivir, Solidaridad Habitacional, Techo Digno, Emergencia Habitacional, los cuales representan en promedio alrededor de un 70% del total de ingresos y habiendo crecido un 389% nominalmente durante el período analizado. Señalamos también el fuerte incremento del Programa de Mejoramiento de Barrios (PROMEBA) financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que ya en 8 meses de 2015 ha recibido más fondos que todo el año 2014.

Los egresos también se han incrementado en un porcentaje importante, entre 2012 y agosto 2015, aproximadamente un 185%. Sin embargo debe señalarse que en la información recibida por la entidad existe una evidente subestimación de los egresos tanto los correspondientes al 2015 en el rubro aranceles y gastos administrativos ya que los 8 meses del 2015 no se incluyen fondos egresados y similarmente en el rubro Rec vs IPDUV para 2014 y 2015 que tampoco incluyen montos.

Los fondos del FONAVI crecieron en un porcentaje importante pasando de \$166.683.349 a \$313.438.274 es decir se duplicó, y en los 8 meses de 2015 alcanzaron la suma de \$189.559.375 es decir 60% de lo recaudado en 2014, ello sugiere que al final del año los fondos provenientes del FONAVI serán superiores a los del 2014. Por otro lado los fondos asignados a las transferencias y programas nacionales tuvieron un fuertísimo incremento del 370% entre 2012 y 2014, y un monto superior a lo recibido en el 2014 en los primeros 8 meses de 2015, aumentando su participación en el total de egresos de un 41% al 74%, en forma similar al de los ingresos percibidos.

UNTREF ACRUP entiende que el importante incremento en ingresos y egresos a lo largo del período analizado se viene realizando con una política que no subestima el resultado financiero (ingresos totales-egresos totales) que muestra una tendencia al superávit durante el período analizado, aunque insistimos que al no estar completas las cifras correspondientes a los egresos, ello implicaría que el superávit sea sensiblemente menor.

Fiduciario Financiero: Nación Fideicomisos S.A. tiene por objeto dedicarse, por cuenta propia o de terceros y/o asociada a terceros a la actividad fiduciaria que tengan por objeto inmuebles, muebles, créditos o cualquier otro bien o valor en cualquiera de sus modalidades, incluyendo, sin limitación, fideicomisos financieros, de garantía, de administración y de transferencia de la propiedad. La finalidad del fiduciario es contribuir al desarrollo económico de la República Argentina, como fiduciario del Grupo Banco de la Nación Argentina, apoyando proyectos productivos, especialmente focalizados en las PyMEs y economías regionales y proyectos del sector público.

Asimismo, tiene como objeto desempeñarse como: (i) organizador y estructurador de productos financieros, incluyendo obligaciones negociables, letras de tesorería, títulos públicos, acciones y otros productos financieros con oferta pública y privada; (ii) agente de garantía, pago y custodia, respecto a instrumentos financieros que se emitan bajo oferta pública o privada; y (iii) asesor y mandatario, respecto de proyectos de inversión y/o consultoría en operaciones estructuradas bajo la forma de cualquier tipo de instrumento financiero, incluyendo fideicomisos, obligaciones negociables y letras de tesorería.

Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP considera que la emisión del fideicomiso financiero no genera un impacto macroeconómico y social sobre el cual deba advertir a los inversores y al público en general.

Definiciones de las calificaciones

Valores Representativos de Deuda Serie I por un VN \$280.000.000: "A+(ff)" Perspectiva Estable

Valores Representativos de Deuda Serie II por un VN \$13.700.000: "A+(ff)" Perspectiva Estable

Las emisiones o emisores calificados en "A" nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena siendo más sensible ante cambios en las condiciones económicas, del sector o del emisor, que aquellas con más alta calificación.

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 de largo plazo y para la categoría A1 de corto plazo.

Los Valores Representativos de Deuda o Certificados de Participación de fideicomisos financieros que correspondan a un fideicomiso financiero contarán con un indicador adicional "(ff)". La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse conjuntamente con la documentación legal e impositiva, el contrato de fideicomiso y el prospecto de emisión.

Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Prospecto y Contrato de Fideicomiso Financiero de la Serie I y II del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia del Chaco.
Disponible en www.mae.com.ar
- Opinión Legal del Nicholson y Cano Abogados de fecha 2 de julio de 2010, proporcionada por Nación Fideicomisos SA.
San Martín 140, Piso 14, CABA, Argentina
- Información cuantitativa y cualitativa del IPDUV proporcionada por Nación Fideicomisos SA.
Av. Sarmiento 1801, Resistencia, Provincia de Chaco, Argentina.
- Informes de desempeño del fideicomiso financiero emitidos por Bértora y Asociados, y proporcionados por Nación Fideicomisos SA.
Bernardo de Irigoyen 330. Piso 3. CABA, Argentina
- Informes de desempeño del fideicomiso financiero emitidos por Becher y Asociados SRL, y proporcionados por Nación Fideicomisos SA
Maipú 942. Piso 1. CABA, Argentina
- Información de pagos realizados a los VRD. Disponible en www.bolsar.com

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar