

## Fideicomisos Financieros

## Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia de Salta

## Fiduciante, Emisor y Agente de Cobro

Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda Provincia de Salta

## Fiduciario Financiero

Nación Fideicomisos S.A.

## Calificación anterior – 05/07/2018

VRD Serie I “AA-ff”  
Perspectiva estable

Ver informe inicial de fecha 28/11/2014

## 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 17283/14

## Analistas

Verónica Saló,  
[vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

Jorge Dubrovsky,  
[jdubrovsky@untref.edu.ar](mailto:jdubrovsky@untref.edu.ar)

## Fecha de calificación

29 de noviembre de 2018

## Advertencia

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

## Calificaciones

Títulos	Monto por un VN	Venc. Estimado	Calificación	Perspectiva
VRD Serie I	\$55.000.000	Ene-2027	AA-(ff)	Estable

VRD: Valores Representativos de Deuda

## Fundamentos de la calificación

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 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 Salta.

Fondo de reserva: el fideicomiso cuenta con un fondo de reserva equivalente a los 2 próximos pagos de interés y al 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 de la Provincia de Salta (IPDUV) es el organismo provincial competente para realizar las operaciones y programas previstos en la Ley 21.581 y es regido en la Provincia de Salta por la Ley Provincial 5167. Recibe como transferencia los fondos recaudados por el FONAVI a nivel nacional equivalente al 4% de los mismos, destinado a la construcción de viviendas por parte de la institución, para la población de la provincia. UNTREF ACR UP entiende que es importante el incremento en ingresos y egresos a lo largo del período analizado que, además, se viene realizando con una política que no subestima el resultado financiero (ingresos totales – egresos totales). En el período analizado ha sido positivo a pesar de que tanto en 2014 como en 2017 hubieron déficits.

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.

## Análisis y desempeño de los activos

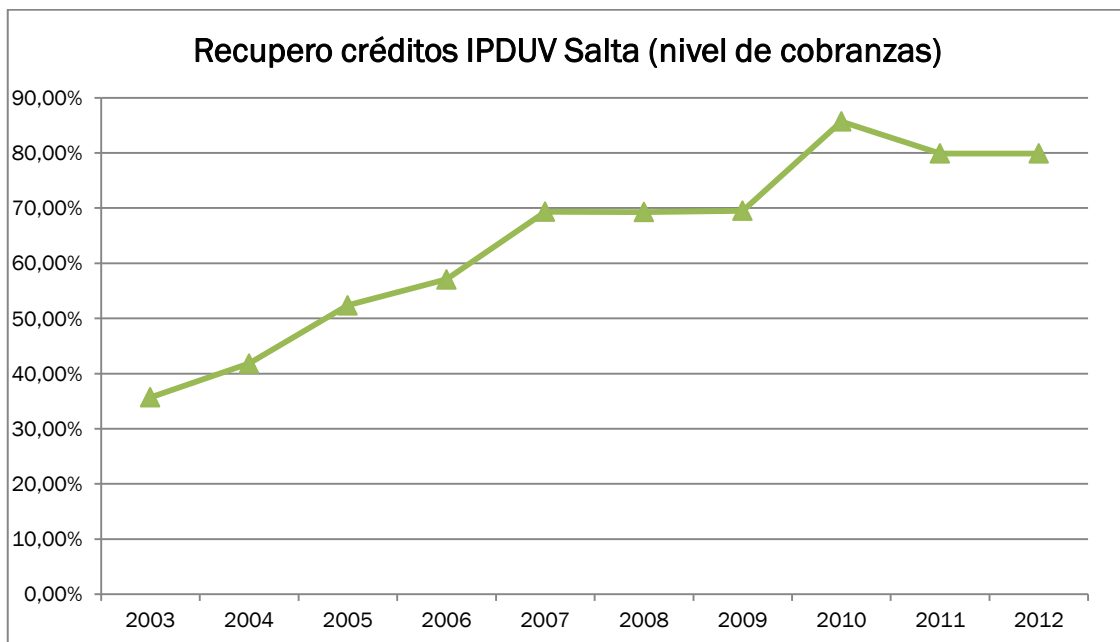
Los bienes fideicomitidos corresponden a: i) la recaudación proveniente de los créditos derivados de la adjudicación de las viviendas bajo el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas, existentes a la fecha de emisión y generados con posterioridad, ii) los derechos de beneficiario bajo 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 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, v) los derechos que correspondan al fiduciante sobre los seguros de vida 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 463 viviendas licitadas, con un grado de avance del 100%.

El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Provincia de Salta (IPDUV) implementó un plan de financiación con sistema francés de amortización, por un plazo de 25 años (300 cuotas) y una tasa de interés anual de 5%.

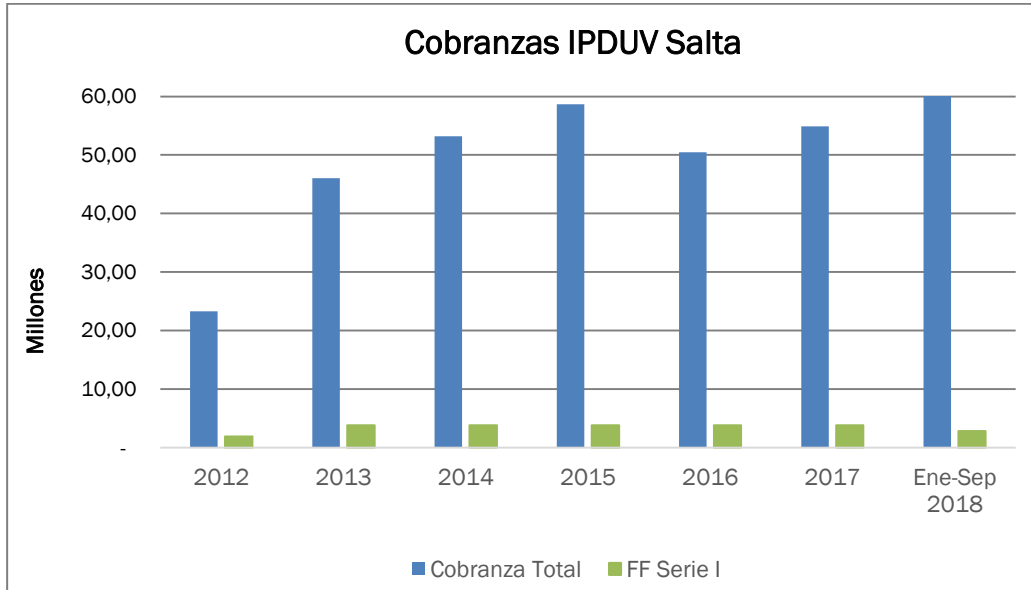
Debido al origen social de este plan de viviendas, para los flujos proyectados de las cobranzas el IPV consideró una tasa de recupero de los mismos del 70%.

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



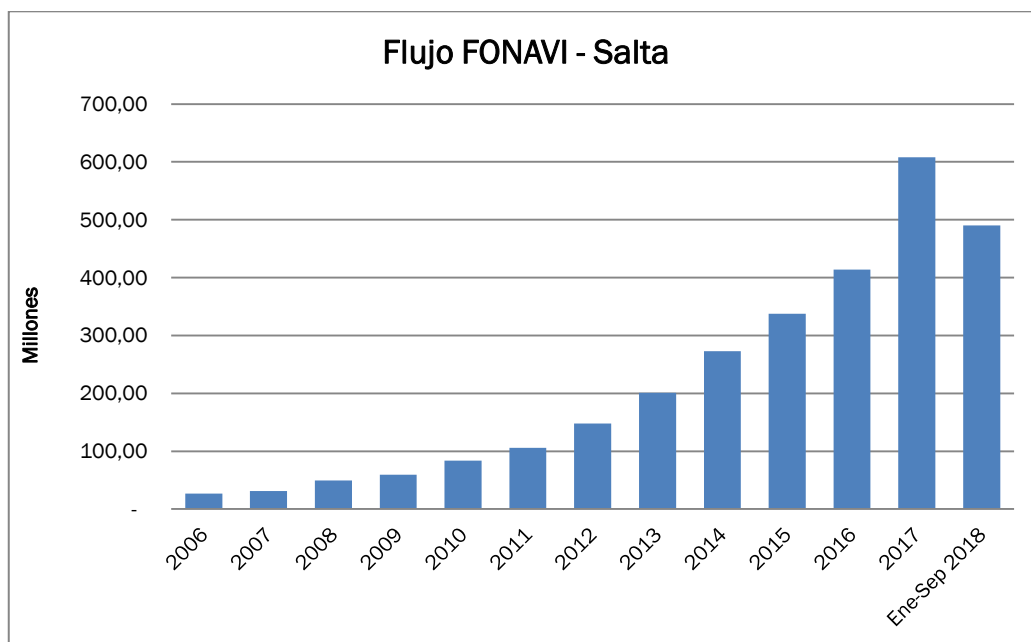
Fuente: SSDUV

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 7,5% sobre dicho total.



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.



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 de Salta es del 4%. 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 tanto la emisión total del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia de Salta por un V/N de hasta \$150 millones y por el monto emitido por la Serie I por un VN \$55 millones.

UNTREF ACR UP, definió distintos escenarios de estrés para determinar los niveles de cobertura de los servicios bajo de los VRD, los cuales son consistentes con la calificación asignada.

Para todos los supuestos se consideró como base el flujo FONAVI de los últimos 12 meses informados (Ene 2017 - Dic 2017) y se mantuvo constante dicho flujo para todo el período de repago de los VRD.

Para el cálculo del flujo IPDUV, se consideró tanto el flujo teórico de la Serie I como el flujo teórico por otros programas del IPDUV, dado que se encuentra cedida la cuenta recaudadora donde ingresan dichos fondos. En el supuesto del cálculo para la emisión por \$150 millones, se proyectó un flujo estimado del mismo.

En cuanto a la tasa Badlar para bancos públicos, se estimó un aumento del 30% respecto de la tasa promedio para el 2017 (20,6%), es decir una tasa proyectada para todo el período del 26,8%.

Como se puede apreciar en los escenarios de estrés, el flujo de los créditos de la Serie I 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.

### **Estructura financiera de la operación**

El Instituto Provincial de Desarrollo Urbano y Vivienda de la Provincia de Salta 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 la Serie I y de las futuras series 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 6.844 (Flujo FONAVI). El fiduciario de garantía es el Banco de la Nación Argentina.

Con fecha 13 de enero de 2012, el fiduciante emitió la Serie I de Valores Representativos de Deuda (VRD) por un VN \$55.000.000 bajo el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas Provincia de Salta por hasta un VN de \$150.000.000. En el mismo se contempla la futura emisión de diferentes series hasta completar el monto mencionado.

Con el producido de cada emisión, el fiduciante financiará la construcción de viviendas en los centros poblacionales con déficit habitacional en la Provincia de Salta. 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 financiero, 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 al fiduciante, al banco recaudador y de corresponder al fiduciario de garantía.

El fiduciario financiero instruye al banco recaudador, para que diariamente debite el saldo existente en las cuentas recaudadoras y lo transfiera a la cuenta fiduciaria. Asimismo, el Banco Hipotecario SA acredita 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 cobro 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 devangamiento.

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 en enero de 2027.

En el supuesto de existir más de una serie en circulación, todos los VRD de cada serie tendrán derecho al cobro de servicios a prorrata y en forma paripassu en cada fecha de pago.

A la fecha del presente informe, los VRD Serie I están percibiendo en tiempo y forma los pagos de interés y amortización de capital según lo estipulado en el contrato de fideicomiso, siendo el valor residual de los VRD de \$ 56.592.453 a octubre de 2018.

El fiduciario aplicará los fondos del fideicomiso de acuerdo con el 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 con 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 IPV fue debidamente autorizado y facultado para constituir el fideicomiso, ceder los bienes fideicomitidos y a emitir los VRD, 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 fideicomitidos constituye 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 de la Provincia de Salta (IPDUV) es el órgano competente en el ámbito provincial para la realización de los programas en cumplimiento de las disposiciones de la Ley Nacional 21.581, que estableció el Régimen de Financiamiento del FONAVI, que funciona en el ámbito de la Subsecretaría de Desarrollo Urbano y Vivienda. Las operaciones del FONAVI se realizan exclusivamente a favor de los organismos competentes del ámbito jurisdiccional de las provincias y del Gobierno Autónomo de la Ciudad de Buenos Aires quienes se encargan de la planificación y realización de los programas de vivienda. En el marco de dicha Ley, los recursos del FONAVI son dedicados exclusivamente a financiar, entre otras, la construcción de viviendas económicas para familias de recursos insuficientes: la ejecución de obras de urbanización, de infraestructura, de servicios, de equipamiento comunitario, la contratación de servicios técnicos y profesionales necesarios para el mejor desenvolvimiento de los planes y operaciones específicas y la provisión de componentes destinados a la conservación de las viviendas a que se refiere la ley.

Como se mencionó precedentemente, el IPDUV es el organismo provincial competente para realizar las operaciones y programas previstos en la Ley 21.581 y es regido en la Provincia de Salta por la Ley Provincial 5.167. Allí se establecen los fines del IPV, siendo los más importantes: a) organizar toda acción

gubernamental que tienda a la obtención de soluciones habitacionales, b) proponer trabajos de renovación urbana, de viviendas ya construidas y de vivienda rural, c) encargarse de la venta, locación y comodato de casas colectivas o individuales que el estado haya construidos, d) promover la construcción de viviendas económicas, e) aprobar los planes, adjudicar los préstamos y fiscalizar la ejecución de las obras cuyos programas sean atendidos con recursos que administre el IPDUV.

En cuanto a los recursos que integran el patrimonio del IPDUV, se destacan: a) los fondos que se transfieren en función de la alícuota de la Ley 21.581, b) los créditos de cualquier naturaleza que se constituyen a favor del instituto con el fin de entregar préstamos para vivienda, c) los subsidios que la Nación, sus empresas u organismos autárquicos otorguen al FONAVI, d) el producto de las ejecuciones hipotecarias, e) el producido de la venta de bienes del instituto, etc.

En junio de 2008 la provincia promulgó la Ley 6.844 que creó el Fondo Provincial de la Vivienda, siendo el IPDUV su órgano de aplicación y administración. El citado Fondo se integra con: a) los recursos que le corresponden a Salta de acuerdo a la Ley Nacional 24.464 que creó el Sistema Federal de la Vivienda que lo integran: a) el FONAVI; b) los organismos provinciales encargados de la ley y administración de los recursos y el Consejo Nacional de la Vivienda, b) los recursos provenientes de recuperos de inversiones realizadas con fondos con fondos provenientes de la Ley 24.464, sus intereses y recargos, c) los recursos provenientes de la titularización y de la negociación obtenidas de las carteras hipotecarias de las viviendas financiadas con los recursos de la Ley Nacional 24.464, e) los recursos provenientes de reparticiones estatales, nacionales o extranjeras, empresas u organismos privados, legados o donaciones y todo otro recurso que el Poder Ejecutivo Provincial considere conveniente para tal fin.

Respecto a la recaudación automática del FONAVI que se transfiere a los institutos de la vivienda provinciales por medio de la Ley 23.966 se cambió el origen de la recaudación estableciéndose que la fuente de los recursos es un porcentaje de la recaudación del impuesto a los combustibles.

Los fondos son transferidos por el Gobierno Nacional a las jurisdicciones en forma automática, aplicándose los coeficientes establecidos por la Ley 24.464 que en el caso de la Provincia de Salta equivale al 4% del total recaudado.

El siguiente análisis tiene como objetivo observar la evolución en términos presupuestarios, es decir comparando recursos y gastos, ejecutados por el IPDUV en el período 2014- 2017.

Para realizar dicho análisis se ha tenido en cuenta las fuentes presupuestarias obtenidas de la misma institución y de la Subsecretaría de Coordinación Fiscal con las Provincias perteneciente al Ministerio de Hacienda.

Como se ha expresado, el IPDUV recibe como transferencia los fondos recaudados por el FONAVI a nivel nacional equivalente al 4% de los mismos, destinado a la construcción de viviendas por parte de la institución, para la población de la provincia.

Los recursos tuvieron un crédito original durante el año de \$1.791.888.418,22, el cual fue ejecutado en un 108,1%, es decir \$1.938.631.541,37, es decir mayor al crédito original.

Se observa claramente que entre 2012 y 2016 los fondos totales recaudados por el IPDUV se han incrementado de manera importante en términos reales (casi se cuadruplicaron nominalmente), una parte importante de los mismos se corresponden con la alícuota del 4% que recibe la provincia de los fondos que se recaudan nacionalmente y se distribuyen a las provincias; y por sobretodo merece destacarse el fuerte incremento en las transferencias y aportes realizados por el sector público nacional para programas específicos como Mejor Vida, Techo Digno, Mejoramiento del Hábitat, Fortalecimiento Comunitario del Hábitat, y que administra y ejecuta el IPDUV, encontrándose entre ellos el Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas. Aunque estos fondos aportados por la Nación decrecieron en el 2014 con



respecto al 2013 (un 26%) y en el 2015 se incrementaron levemente (8%) más que en el 2014, en el 2016 se revirtió esta tendencia decreciente produciéndose un incremento significativo del 78%, y en 2017 ese incremento continuó con un aumento de 91% respecto al año anterior. Es decir que el incremento acumulado en el período considerado, 2014-2017 fue de \$805.550.536, representando un aumento del 165%

En conjunto, entre los ítem FONAVI y Transferencias de capital del sector público nacional representaron, según el año entre el 72 y el 94% de los ingresos totales, para el 2017 representaron un 88% El ítem de recuperación de préstamos adquirió cierta importancia en la medida que se han cumplimentado los planes de entrega de las viviendas adjudicadas y se ha comenzado la devolución de los créditos individuales por partes de los adjudicatarios representando un promedio de un 14/15%, aunque en 2017 decreció a un 11,8%,

Los gastos también se han incrementado en un porcentaje importante, entre 2014 y 2017 casi se han quintuplicado.

El crédito original de los gastos totales en 2017 coincidía con el crédito original de los recursos, pero durante el año hubo modificaciones que lo incrementaron, quedando un crédito vigente superior al de los recursos en \$333.963.390 (déficit presupuestario). Pero en la ejecución, este déficit se redujo a \$ 159.894.560.

Se observa un incremento de un 8.19% en la ejecución en los recursos, y una subejecución de los gastos presupuestados respecto al crédito vigente de un 1,29%

En dicha estructura de egresos merecen destacarse dos cosas:

a) La importancia del rubro Construcciones (Bienes de uso), el cual es el más significativo dentro de los gastos, representa un 91,5% de los egresos totales del período 2017; y presenta un incremento de un 120% con respecto al año anterior (2016). Con incrementos importantes todos los años del período salvo el 2014.

b) El leve descenso de la participación del ítem Gastos en personal en el total de gastos del 2017 (de 9,43% en 2016 a 5,93% en 2017), a pesar de su aumento en términos nominales

UNTREF ACR UP entiende que es importante el incremento en ingresos y egresos a lo largo del período analizado que, además, se viene realizando con una política que no subestima el resultado financiero (ingresos totales – egresos totales). En el período analizado ha sido positivo a pesar de que tanto en 2014 como en 2017 hubieron déficits.

*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 \$55.000.000: “AA-(ff)” Perspectiva Estable

Las emisiones o emisores calificados en “AA” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy buena comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.

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 del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas de la Provincia de Salta.  
Disponible en [www.mae.com.ar](http://www.mae.com.ar)
- Opinión Legal del Estudio O´Farrel de fecha 7 de diciembre de 2011, proporcionada por Nación Fideicomisos SA.  
Av. De Mayo 645. CABA, Argentina
- Información cuantitativa y cualitativa del IPDUV proporcionada por Nación Fideicomisos SA.  
Av. Belgrano 1349, Ciudad de Salta, Prov. Salta, Argentina.
- Informes de desempeño del fideicomiso financiero emitidos por Bértora y Asociados y Becher y Asociados SRL (BDO Argentina), todos proporcionados por Nación Fideicomisos SA.  
Bernardo de Irigoyen 330. Piso 3. CABA, Argentina
- Información de pagos realizados a los VRD. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

Analistas a cargo:

Verónica Saló, [vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

Jorge Dubrovsky, [jdubrovsky@untref.edu.ar](mailto:jdubrovsky@untref.edu.ar)

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Raquel Kismer de Olmos, [rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)

Fecha de calificación: 29 de noviembre de 2018