

# Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas Provincia de Entre Ríos

Fideicomiso Financiero  
Informe de Actualización

<b>Índice</b>	<b>pág.</b>
Calificaciones	1
Actualización	2
Anexo A: Dictamen de Calificación	4

## Calificaciones

Clase	Monto	Vencimiento Final	Calificación	Perspectiva
VRD Serie I	\$ 60.000.000	Agosto 2026	AAsf(arg)	Estable
<b>Total</b>	<b>\$ 60.000.000</b>			

VRD: Valores Representativos de Deuda / Fecha de emisión: 16.08.2011.

Nota: la calificación se basó en información provista por el fiduciario a octubre de 2018. 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 calificación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

## Resumen de la transacción

El Instituto Autárquico de Planeamiento y Vivienda de la Provincia de Entre Ríos (IAPV o el Fiduciante) cedió a Nación Fideicomisos S.A. (el Fiduciario Financiero) la recaudación de los préstamos presentes y futuros originados para la adquisición de viviendas. Asimismo se constituyó un Fideicomiso de Garantía donde se cede el flujo del Fondo Nacional de Vivienda (flujo FONAVI) y el flujo de la Coparticipación Federal de Impuestos (Flujo COPA) como colateral adicional. En contraprestación a la cesión, el IAPV emitió VRD Serie I por VN \$ 60 millones, en el marco del Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas. Luego del período de gracia comenzaron a abonarse los servicios.

## Factores relevantes de la calificación

**Muy buenos niveles de cobertura:** las coberturas con respecto al flujo FONAVI y COPA son muy holgadas tanto en el escenario base como en el estresado, siendo el principal fundamento de la calificación de los VRD Serie I. La calificadora asumió un monto de hasta \$ 280 millones a fin de contemplar futuras emisiones de VRD que tendrán igual orden de prelación que la Serie I.

**Fideicomiso en Garantía:** retención automática, en primera instancia, del flujo FONAVI y, en segunda, del flujo COPA, ante un incumplimiento del IAPV en el ritmo de transferencia de los créditos para alcanzar los servicios de los VRD.

**Riesgo FONAVI y COPA:** ambos flujos descansan en la recaudación de impuestos administrados y recolectados por el Estado Nacional. Es por esta razón que su desempeño está asociado a la percepción del riesgo local del Soberano.

**Riesgo de administración:** los documentos de los créditos no fueron cedidos al fideicomiso y el IAPV mantiene las acciones y recursos contra los deudores subyacentes bajo los créditos para exigirles el pago. La percepción de riesgo del IAPV se asimiló al riesgo de la PER.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación podría ser afectada negativamente en caso de que la percepción de riesgo del Fiduciante o de los flujos en garantía se deteriore y/o los niveles de cobertura de los VRD disminuyan por debajo de lo estimado.

## Informes Relacionados

[Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas Provincia de Entre Ríos \(Oct.11.2013\)](#)  
[Provincia de Entre Ríos \(Oct. 24.2018\)](#)

## Analistas

**Analista Principal**  
Cintia Defranceschi  
Director  
+54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.charini@fixscr.com](mailto:mauro.charini@fixscr.com)

**Responsable del Sector**  
Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.charini@fixscr.com](mailto:mauro.charini@fixscr.com)

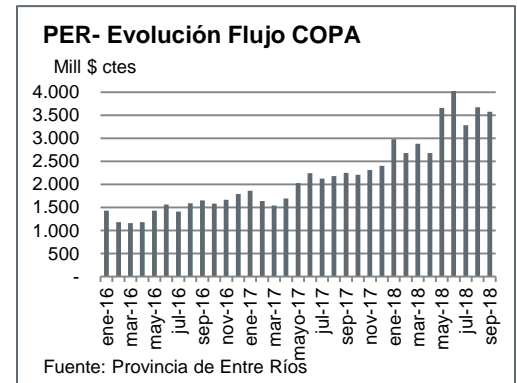
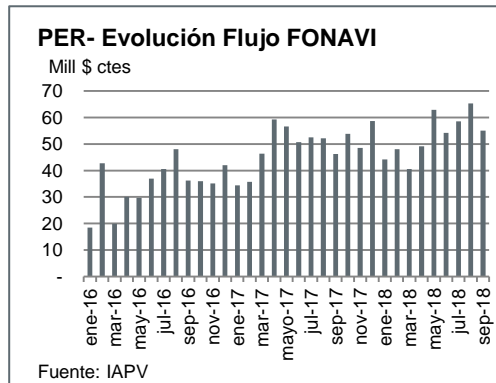
El presente informe resumido es complementario al informe integral de calificación (ver informes relacionados) y contempla la evolución de las principales variables de la transacción. Las secciones Evaluación, Estructura y Antecedentes no se incluyen debido a que las mismas no han sufrido cambios significativos.

## Actualización

Al mes de agosto de 2018, en promedio la tasa de cobranza de los créditos respecto al flujo teórico proyectado fue de un 2,02x (veces).

El flujo FONAVI recibido por el IAPV mostró un bajo crecimiento del 10,1% en los nueve meses transcurridos de 2018 respecto al mismo período de 2017. Lo anterior responde a las modificaciones introducidas por la Ley 27.430 que cambia el esquema de recaudación, pasando de un sistema variable de porcentaje por litro a un sistema fijo de precio por litro actualizable trimestralmente, agrega un nuevo impuesto y modifica la alícuota a asignar al FONAVI. Sin embargo el colateral del flujo FONAVI sigue siendo robusto frente a los servicios de deuda bajo los VRD.

Por su parte, el flujo COPA muestra un fuerte crecimiento del 68,6% para el mismo período, comportamiento que se explica por inflación, el fallo de la Corte Suprema de Justicia Nacional por financiamiento de AFIP y el 3% adicional de recursos coparticipables en base al acuerdo Nación Provincias y el Consenso Fiscal. En los siguientes gráficos se puede observar la evolución mensual de los mismos:



En cuanto al ratio real de cobertura de los VRD, el mismo se ubica aproximadamente en torno a 1,2x si sólo se considera el flujo trimestral de las cobranzas de los créditos, mientras que si se incorpora el colateral adicional en primera instancia del FONAVI, el ratio se presenta como muy holgado de 37,5x. La estructura prevé la cesión en garantía de un segundo flujo, la COPA, en caso de que no se haya completado el monto requerido con los créditos y posteriormente con el FONAVI lo que le brinda una importante cobertura adicional a la estructura.

Es esperable que los niveles de cobertura referidos a la cobranza de los créditos frente a los servicios de deuda se vean más ajustados en los próximos trimestres, en caso de mantenerse niveles de tasas de mercado elevadas, por lo cual será necesario recurrir al flujo FONAVI como garantía adicional.

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores

El 12.10.2018 operó un nuevo vencimiento de capital e intereses. A continuación se detallan los montos efectivamente pagados por servicios VRD a la fecha, los cuales se vienen cumpliendo según sus términos y condiciones:

<b>Concepto (montos en \$)</b>	<b>VRD Serie I</b>
Monto emitido	60.000.000
Interés capitalizado	11.922.816
<b>Total</b>	<b>71.922.816</b>
Servicios de intereses acumulado a Oct-18	74.133.548
Amortización de capital acumulado a Oct-18	11.036.544
<b>Valor Residual</b>	<b>60.886.272</b>

El fideicomiso cuenta con un Fondo de Reserva equivalente como mínimo a los dos próximos servicios estimados de interés y al próximo servicio de amortización. A la fecha, hay \$ 11.422.815,6 en el Fondo de Reserva.

## Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, realizado el día 5 de noviembre de 2018, confirmó la calificación de los Valores Representativos de Deuda Serie I por \$ 60.000.000, emitidos por el Instituto Autárquico de Planeamiento y Vivienda de la Provincia de Entre Ríos (IAPV) bajo el marco del Programa Federal de Plurianual de Construcción de Viviendas Provincia Entre Ríos Fideicomiso Financiero según se detalla en el cuadro. Se mantiene la perspectiva de la calificación en 'Estable'.

Instrumentos	Calificación Actual	Perspectiva actual	Calificación Anterior	Perspectiva anterior
VRD Serie I por \$60.000.000	AAsf(arg)	Estable	AAsf(arg)	Negativa

**Categoría AAsf(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.

**Nota:** Los signos "+" o "-" son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años.

**Fuentes de Información:** la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el fiduciante, fiduciario y el asesor financiero de carácter privada a septiembre de 2018. Asimismo, se ha utilizado la siguiente información pública:

- Evolución del flujo FONAVI y de COPARTICIPACION percibido por la Provincia disponible en [www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)
- Pagos a los VRD Serie I al mes de octubre de 2018 disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

### Informes relacionados

- Reporte Programa Federal Plurianual de Construcción de Viviendas Provincia de Entre Ríos (Oct.11.2013).
- Reporte Provincia de Entre Ríos (Oct. 24.2018).

Disponibles en nuestra página web: [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

**Notas:** la calificación de los VRD Serie I aplica a los términos y condiciones de los mismos estipulados en el Contrato de Fideicomiso Financiero y Contrato de Fideicomiso de Garantía. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el Contrato de Fideicomiso Financiero y Contrato de Fideicomiso de Garantía.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 11 de octubre del 2013 (ver informes relacionados) y contempla la evolución de las principales variables de la transacción.

**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 LÍDER 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.