

# Fitch confirmó calificación de los TRD del Fideicomiso FFAL II

30 de abril de 2008

Fitch confirmó la calificación AAA(uy) a los Títulos Representativos de Deuda (TRD) por VN USD 42.500.000 emitidos el 21/08/07 bajo el Fideicomiso Financiero Fondo Lechero – FFAL II. La confirmación de la calificación se realiza luego de: la colocación de los instrumentos en el mercado, haber recibido el total de la documentación definitiva del fideicomiso y que entrara en vigencia la prestación pecuniaria que se constituye como la principal fuente de repago de los instrumentos. Esta prestación pecuniaria se estableció en un aporte inicial del \$ 0.1 por litro de leche fluida determinado a través del decreto 138/008 firmado el 29/02/08. Dicha prestación entró en vigencia diez días hábiles posteriores a que se haya firmado el decreto, es decir el 17/03/08, y una vez habiéndose cancelado las obligaciones surgidas de la securitización de los recursos del FFAL. A partir de la fecha el fiduciario ha comenzado a recibir transferencias bajo dichos conceptos. La calificación asignada a los TRD es consistente con los distintos riesgos y escenarios analizados y las mejoras crediticias existentes. Aplica a la devolución de capital e interés en el plazo máximo estipulado en el Contrato del Fideicomiso (30 años) y no se refiere a pagos mensuales puntuales. La no distribución de fondos en un determinado período mensual no implicará un evento de incumplimiento bajo los TRD. La calificación está sujeta al riesgo soberano, y por ende susceptible de ser afectada por acciones que tome el Estado. Esto se debe a que se trata de una calificación en escala nacional y a que el activo que se cederá al fideicomiso surge de una Ley Parlamentaria y Decretos Nacionales. Banco Credit Uruguay S.A., en calidad de fiduciario, emitió los TRD, y con el producido de la colocación adquirió en propiedad fiduciaria los créditos futuros derivados de la prestación pecuniaria que grava la primera enajenación de leche fluida, la importación de leche y productos lácteos, y la exportación por productores de cualquier tipo de leche. Para ello, el FFDSAL, en calidad de fideicomitente, cedió y transfirió al fideicomiso dicha prestación pecuniaria que se origina en la Ley 18.100 del 23/02/07, por el plazo requerido para repagar los TRD más el interés estipulado en el contrato de fideicomiso. Los TRD se emitieron en dólares y tendrán derecho a una tasa variable sobre el saldo de deuda de los TRD y a una amortización de capital variable, luego del pago de intereses, en función de la recaudación del fideicomiso neto de los gastos del mismo hasta su total cancelación. Dado que los créditos fideicomitados comenzaron a recibirse en marzo de 2008, los intereses generados desde la fecha de emisión hasta la primera fecha de pago fueron capitalizados en \$ 1.661.994, resultando un capital residual de los TRD luego del pago de abril de 2008 de \$ 44.161.994. Adicionalmente, se constituirá un Fondo de Reserva por USD 500 mil a fin de mitigar cualquier inconveniente que pueda surgir con la transferencia del flujo de fondos por parte del FFDSAL o ante la sustitución del fiduciario, hechos que podrían generar un retraso en el pago a los TRD. También será utilizado en caso de que se efectúe el último pago a los titulares con la finalización del término de la cesión. El principal riesgo crediticio reside en la evolución del activo fideicomitado, cuyo flujo de fondos futuros está directamente relacionado con la evolución del sector lácteo en Uruguay. Por ello, se analizó el comportamiento de las principales variables del mercado en los últimos 17 años y los distintos riesgos involucrados en la transacción. Se concluyó que la probabilidad de incumplimiento bajo los TRD en los distintos escenarios de estrés se encuentra asociada al nivel de calificación asignado. Fitch Argentina asumió en su modelo financiero un plazo de repago de los TRD de 15 años, período en que opera la garantía de estabilidad de las normas por parte del Estado, según la Ley 18.100. Existe un descalce de moneda entre el flujo de fondos fideicomitados y el precio pagado al productor (toma relevancia por la restricción del 3,5%) que es en pesos y el pago de los servicios de deuda a los TRD que es en dólares. No obstante, se evaluó que el flujo será indexado semestralmente por el tipo de cambio y que el sector está fuertemente correlacionado con la evolución del mercado internacional por su alto perfil exportador, lo que minimiza este riesgo ante escenarios de incrementos en la tasa de devaluación. Fitch Uruguay

contempló no sólo el riesgo de producción lechera sino también el riesgo involucrado en los agentes de retención. Los principales agentes de retención están dados por las empresas industrializadoras, y en caso de que algunas de las empresas líderes tuviera problemas para integrar los fondos al FFDSAL, la oferta de leche o de diversos productos lácteos podría resentirse por cierto período hasta tanto otras empresas del país (o a través de importación del producto) recompongan la oferta. El fondo de reserva servirá para mitigar este problema. Si bien el FFAL alcanzaba sólo una parte del sector lácteo, el mismo tenía una gran correlación con el FFDSAL. Por ello, Fitch Uruguay ponderó en su análisis la buena performance que tuvo dicho fondo en cuanto a la generación de recursos y el correcto funcionamiento del circuito del flujo de fondos con el accionar de diversos participantes. Por último cabe aclarar que recientemente existieron cambios normativos en el sector lácteo, a través de la eliminación del sistema de fijación administrado del precio cuota. De esta manera, a partir del 01/03/08 el productor está percibiendo un precio liberado para toda la leche líquida vendida a las industrias a efectos de reflejar la situación del mercado internacional. No obstante para que los precios al consumidor de la leche pasteurizada (leche tarifada) no se eleven considerablemente y el Estado pueda garantizar el abastecimiento de la misma en el mercado local se decidió continuar con la administración de este tipo de leche para el consumidor con los correspondientes ajustes semestrales a través de un sistema paramétrico considerando los costos de materias primas declarados por las industrias. Es importante mencionar que este cambio no afecta al FFDSAL dado que el mismo involucra a todo el sector lácteo y no como el FFAL sólo al sector orientado exclusivamente a la leche administrada. En consecuencia no hay implicancias en el flujo futuro del presente fideicomiso. No obstante, debe mencionarse que el Poder Ejecutivo podrá fijar nuevamente los precios al productor cuando el escenario nacional e internacional lo ameriten. El informe completo e informes relacionados pueden ser consultados en nuestra página web [www.fitchratings.com.ar](http://www.fitchratings.com.ar). Contactos: Cintia Defranceschi: +54 11 5235 8143 - [cintia.defranceschi@fitchratings.com](mailto:cintia.defranceschi@fitchratings.com). Eduardo D'Orazio: +54 11 5235 8145 - [eduardo.dorazio@fitchratings.com](mailto:eduardo.dorazio@fitchratings.com). Mauro Chiarini: +54 11 5235 8140 - [mauro.chiarini@fitchratings.com](mailto:mauro.chiarini@fitchratings.com).