

Uruguay calificó los instrumentos del Fideicomiso FFAL II

2 de agosto de 2007

Fitch Uruguay asignó la calificación AAA(uy) a los Títulos Representativos de Deuda (TRD) por hasta VN USD 42.500.000 a ser emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Fondo Lechero – FFAL II. 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, que el activo que se cederá al fideicomiso surge de una Ley Parlamentaria y Decretos Nacionales, y a que además este activo comenzará a ser operativo con la cancelación de los valores emitidos en la securitización de los recursos del Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera (FFAL). Banco Credit Uruguay S.A., en calidad de fiduciario, emitirá los TRD, y con el producido de la colocación adquirirá 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 Fondo de Financiamiento y Desarrollo Sustentable de la Actividad Lechera (FFDSAL), en calidad de fideicomitente, cederá y transferirá al fideicomiso dicha prestación pecuniaria que se origina en la Ley 18.100 del 23 de febrero de 2007, por el plazo requerido para repagar los TRD más el interés estipulado en el contrato de fideicomiso. Los TRD se emitirán en dólares y tendrán derecho a los siguientes servicios mensuales: (i) en concepto de utilidad, una tasa variable sobre el saldo de deuda de los TRD, equivalente a la tasa libor para operaciones en dólares para plazos de seis meses más 1,3% lineal anual con un mínimo de 5% y un máximo de 8% lineal anual, y (ii) en concepto de capital, una amortización variable, luego del pago de intereses, en función a la recaudación del fideicomiso neto de los gastos del mismo hasta su total cancelación. Dado que los créditos fideicomitados comenzarán a recibirse una vez que se cancelen los valores emitidos bajo la securitización de los recursos del FFAL, los intereses que se generen desde la fecha de emisión hasta la primera fecha de pago serán capitalizados. 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 alcanza sólo una parte del sector lácteo, tiene una gran correlación con el FFDSAL. Por ello, Fitch Uruguay ponderó en su análisis la buena performance de 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, es importante mencionar que Fitch Uruguay ha considerado el hecho de que la prestación pecuniaria entrará en vigencia una vez que se cancelen las obligaciones surgidas de la securitización de los recursos del FFAL. La calificación considera que se concretarán todos los pasos normativos (decretos y/o regulaciones) para que esta prestación se haga operativa. De lo contrario la calificación no tendrá sustento. Dado que no se ha producido aún la emisión, la calificación otorgada se basa en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujeta a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El informe completo e informes relacionados pueden ser consultados en nuestra página web www.fitchratings.com.ar. Contactos: Cintia Defranceschi: +54 11 5235 8143 - cintia.defranceschi@fitchratings.com. Eduardo D’Orazio: +54 11 5235 8145 - eduardo.dorazio@fitchratings.com. Mauro Chiarini: +54 11 5235 8140 - mauro.chiarini@fitchratings.com.