

FFIEL – Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros

Estructura de capital – Programa de emisión I

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto USD	MC ^a (%)	Tasa de interés (%)	Vencimiento legal
TD Senior	A+sf(uy)	Estable	h/100.000.000	15,0	S+margen ^b	A definir ^b
TD Subordinados	Bsf(uy)	Estable	h/15.000.000	3,0	S+5,42826	Mar/2051
CP	CCCsf(uy)	No aplica	h/12.500.000	0,0	No aplica	Mar/2051

TD: Títulos de Deuda – CP: Certificados de Participación – USD: Dólar estadounidense – MC: Mejoras crediticias – S: SOFR de 6 meses – ^a No considera el diferencial de tasas – ^b A definirse con cada suscripción
 Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Estrés que soportan los títulos: los TD Senior soportan el incumplimiento de hasta los 6 principales deudores. Para el cálculo se consideró que los 5 principales deudores no pueden superar el 15% de la cartera del fideicomiso, una sobrecolateralización (relación entre el capital de la cartera y el saldo de los TD Senior) del 15% y la garantía financiera de hasta el 20% con que cuentan los préstamos subyacentes. Dado que no hay un límite de concentración al principal deudor, FIX asumió que los TD Subordinados no soportan el incumplimiento de ningún deudor. No se consideraron los posibles recuperos de la ejecución de garantía reales de los préstamos. Los escenarios de estrés son consistentes con las calificaciones asignadas.

Mejoras crediticias: sobrecolateralización mínima del 15%, adecuado nivel de diferencial de tasas, criterios de adquisición de créditos, límites a la composición de la cartera y cláusulas gatillo que evalúan el desempeño de la cartera, del administrador y de Conaprole ['AA+(uy)/Estable/A1+(uy)'] como comprador de la leche remitida y agente de retención de la cuota de los préstamos subyacentes. Cascada de pagos secuencial que se convierte en totalmente secuencial (turbo) de activarse un evento de incumplimiento y/o amortización acelerada. Fondo de gastos.

Cláusulas gatillo: FIX entiende que la sobrecolateralización mínima será del 15% dado el programa de emisión continuo de TD Senior y la obligación de que en cada emisión se cumpla con la condición que la cartera debe ser igual o mayor a 1,17647 veces el saldo adeudado bajo los TD Senior, incluidos los endeudamientos de corto plazo. Si bien hay un evento de incumplimiento que evalúa permanentemente que el monto suscripto de los TD Subordinados y CP sobre el total de valores fiduciarios suscriptos sea superior al 15%, este cálculo no asegura que la sobrecolateralización mínima sea del 15% ya que no considera la situación de cumplimiento de la cartera de créditos contra la el saldo de los TD Senior como lo hace el primero.

Emisión: el 29.10.2021 se emitió la primera serie (identificada como "S1P1" de los valores fiduciarios por un total de USD 5,9 millones. En el anexo "B" se detalla los términos y condiciones de los mismos.

Cartera de créditos: al 31.12.2022 la cartera de créditos del FFIEL es de USD 5,5 millones (USD 5,6 millones al 31.12.2021). El repago de los créditos será un porcentaje fijo en función de la remisión de leche a Conaprole con una banda superior e inferior relacionada a la amortización acumulada considerando un plazo máximo y mínimo de repago. Contarán con un esquema de garantías reales (fideicomiso de ganado y/o hipoteca) y una garantía financiera por hasta el 20%.

Informe de actualización

Calificación

TD Senior S1P1	A+sf(uy)
TD Subordinados S1P1	Bsf(uy)
CP S1P1	CCCsf(uy)

Perspectiva de los TD

Estable

Criterios relacionados

[Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas de diciembre de 2014 registrado ante el Banco Central del Uruguay](#)

Informes relacionados

[Cooperativa Nacional de Productores de Leche \(CONAPROLE\)](#)

Analistas

Mauro Chiarini
 Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
 +54 11 5235 8140

Cintia Defranceschi
 Director
cintia.defranceschi@fixscr.com
 +54 11 5235 8143

Responsable del sector

Mauro Chiarini
 Director Senior
mauro.chiarini@fixscr.com
 +54 11 5235 8140

Cambio tasa de referencia. Diferencial y calce de tasas: FIX estima que el diferencial de tasas efectivo entre la tasa de la cartera y los TD Senior sería alrededor 1,9% nominal anual (n.a.). El diferencial de tasas que servirá para cubrir cualquier incumplimiento en la cartera de activos. Los TD y la cartera no evidencian descalce de tasas ya que utilizan la misma referencia. Desde el 08.08.2022 la tasa de referencia es la SOFR de 6 meses en USD más 0,42826% puntos porcentuales en reemplazo de la LIBOR. Este cambio se decidió el 30.05.2022 en la Asamblea de Titulares del fideicomiso; Se recuerda que los documentos de la operación y de los préstamos ya contemplaban el reemplazo de la LIBOR debido se dejará de publicar el 30.06.2023.

Calce de monedas: no se observa descalce de monedas ya que los valores fiduciarios y los préstamos subyacentes se encuentran denominados y son pagaderos en dólares estadounidenses.

Criterios de adquisición y composición de la cartera: que mejoran el perfil crediticio de la cartera estableciendo qué créditos son elegibles para ser adquiridos por el fideicomiso y los criterios de composición de la cartera total.

Administrador experimentado: la Cooperativa de Ahorro y Crédito Proleco se desempeña como originador y administrador de la cartera de créditos del fideicomiso. La misma posee experiencia en la administración y asistencia crediticia a productores lechero asociados a Conaprole.

Experiencia y muy buen desempeño del fiduciario: EF Asset Management AFISA posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados.

Sensibilidad de la calificación

Desempeño de la cartera: las calificaciones pueden bajar si la pérdida de la cartera es superior a la esperada y/o un deterioro en la sobrecolateralización disponible para los valores fiduciarios. Caso contrario, si la pérdida de la cartera es menor a la esperada y/o las mejoras crediticias de la cartera son superiores haciendo que los valores fiduciarios soporten un mayor estrés, la calificación de los mismo podría subir.

Calidad crediticia de la contraparte: las calificaciones pueden verse afectadas negativamente por un deterioro de la calidad crediticia de Conaprole y/o por la falta de cumplimientos de sus compromisos bajo la estructura del fideicomiso tal cual se desprende de los documentos de la transacción.

Resumen de la transacción

La Cooperativa de Ahorro y Crédito Proleco (Proleco) brinda servicios financieros a los productores lecheros de Conaprole. Con el objetivo de atender las necesidades financieras de sus socios productores remitentes a Conaprole, desarrollaron conjuntamente un sistema financiamiento de largo plazo cuyo repago está vinculado a la producción de leche. El destino de los préstamos puede ser para inversión, capital de trabajo o hasta reestructuración y/o consolidación de otras deudas financieras. Los originadores de estos créditos serán Proleco y las entidades financieras que participen del sistema.

El Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL o el fideicomiso) fue constituido entre Proleco (fideicomitente y administrador) y EF Asset Management AFISA (EF o el fiduciario) para la adquisición de los créditos elegibles otorgados. Para ello, emitirá Títulos de Deuda, Senior y Subordinados, y Certificados de Participación. El fideicomiso operará como un fideicomiso maestro (*master trust*) ya que la emisión de los valores fiduciarios se hará en hasta 4 programas de hasta 10 series por programa dependiendo de los créditos elegibles disponibles para adquirir y debiendo cumplir con las condiciones para la emisión. Asimismo, durante la vigencia de los TD Senior Originales y dentro del periodo de gracia, los fondos remanente serán utilizados para la compra de nueva cartera (*revolving*).

Evaluación

Riesgo Crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: el análisis de la emisión se realizó bajo el Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas registrado ante el Banco Central del Uruguay (disponible en www.bcu.gub.uy).

El análisis se efectuó teniendo en cuenta la amplia experiencia, conocimiento y líder en la industria láctea de uruguaya de la Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) y la capacidad de originación y administración de la cartera de crédito de la Cooperativa de Ahorro y Crédito de Capitalización Proleco. Conjuntamente desarrollaron un sistema de financiamiento de largo plazo cuyo repago está vinculado a la producción de leche. El destino de los préstamos puede ser para inversión, capital de trabajo o hasta reestructuración y/o consolidación de otras deudas financieras. Los originadores de estos créditos serán Proleco y las entidades financieras que participen del sistema.

Se evaluó los términos y condiciones de los créditos originados y a originarse a los productores de leche de Conaprole, criterios de adquisición de los mismos por parte del fideicomiso, límites a la composición de la cartera y cláusulas gatillo. Se consideró el desempeño de la cartera de Proleco detallada en sus estados contables. Se analizó la estructura de capital del fideicomiso, programa de emisión, términos y condiciones de los valores fiduciarios. La información fue provista por Conaprole y sus asesores. Adicionalmente, se han utilizado otras fuentes de información pública que la calificadora considera relevantes para el análisis.

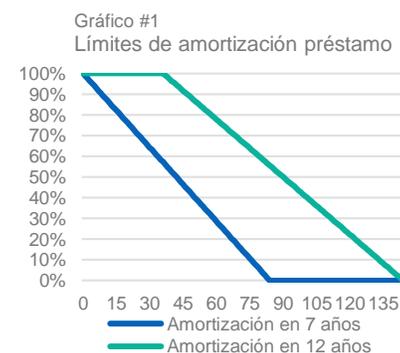
Análisis de sensibilidad: se ha evaluado la cantidad de deudores que pueden incumplir considerando las mejoras crediticias que poseen los TD. Las principales variables son: concentración de los deudores, mejoras crediticias y calce del activo y pasivo del fideicomiso. Se consideró que los 5 principales deudores no pueden superar el 15% de la cartera del fideicomiso, una sobrecolateralización del 15% y la garantía financiera de hasta el 20% de los préstamos subyacentes. No se consideraron los posibles recuperos de la ejecución de garantía reales de los préstamos.

Bajo esto supuestos los TD Senior soportan el incumplimiento de hasta los 6 principales deudores. Dado que no hay un límite de concentración al principal deudor, FIX asumió que los TD Subordinados no soportan el incumplimiento de ningún deudor. Los CP afrontan todos los riesgos dado que se encuentran totalmente subordinados y los flujos que perciban están expuestos a la evolución del contexto económico, pérdidas y prepagos de la cartera, gastos e impuestos aplicados al fideicomiso. Los escenarios de estrés son consistentes con las calificaciones asignadas.

Las calificaciones pueden bajar si la pérdida de la cartera es superior a la esperada y/o un deterior en la sobrecolateralización disponible para los valores fiduciarios. Caso contrario, si la pérdida de la cartera es menor a la esperada y/o las mejoras crediticias de la cartera son superiores haciendo que los valores fiduciarios soportes un mayor estrés, la calificación de los mismo podría subir. Asimismo, las calificaciones pueden verse afectadas negativamente por un deterioro de la calidad crediticia de Conaprole y/o por la falta de cumplimientos de sus compromisos bajo la estructura del fideicomiso tal cual se desprende de los documentos de la transacción.

Análisis de los activos: los créditos subyacentes del FFIEL serán aquellos originados por Proleco, o las entidades financieras que participen del sistema de financiamiento, que cumplan con las condiciones para la adquisición y los límites de concentración de la cartera. Los créditos a ser originados bajo este sistema (en adelante “préstamos FFIEL”) poseen las características detalladas en la tabla #1.

La característica distintiva de los préstamos FFIEL es que poseen un sistema de amortización variable en función a un porcentaje definido de la leche remitida con dos límites, uno superior y otro inferior, que están relacionados a la amortización acumulada de un crédito a 7 años (límite inferior) o a un crédito con 3 años de gracia y 9 años de amortización (total 12 años - límite superior). Si el precio de la leche sube y la amortización del crédito toca el límite inferior (el crédito se amortiza en 7 años), se reduce el monto de la retención para que no se prepague. Si el precio baja y la amortización del crédito toca el límite superior (el crédito se amortiza en 12 años) se aumenta el porcentaje de retención para cumplir con el plazo máximo (ver gráfico #1).



Fuente: Documentos de emisión

Tabla #1

Características de los préstamos FFIEL a los productores

Deudor:	Debe ser un socio remitente de leche a Conaprole y socio de Proleco.
Destino del crédito:	<p>a) Proyecto para el crecimiento de la remisión que implique inversión relacionada directamente con la explotación lechera, vivienda a ser construida en el establecimiento, compra de tierra e instalación de nuevos tambos especialmente llevados adelante por jóvenes vinculados al sector, tratamiento de efluentes y en general inversiones relacionadas al medioambiente o fuentes de energía renovable, o productivas relacionadas con la producción lechera, y/o compras de establecimientos por traspaso generacional</p> <p>b) Inversiones en capital de trabajo permanente par hasta un máximo de un 35% del crédito total a concederse o hasta USD 40,000 en caso de que la inversión total sea inferior a USD 115.000,</p> <p>c) Capital de trabajo permanente por hasta el 100% del Crédito elegible en cuyo caso el monto máximo del crédito no superara la suma de USD 40.000;</p> <p>d) Pagar deuda que el productor tenga con otras entidades financieras</p> <p>e) a la reestructuración de Créditos Elegibles</p> <p>f) a la consolidación de deuda</p>
Monto:	<p>Que el monto del crédito elegible (excepto para los establecimientos Greenfield) cumple con las siguientes restricciones:</p> <p>a) es igual o menor al 40% del activo del Productor, y</p> <p>b) no supera el 100% del patrimonio del Productor.</p> <p>Para el cálculo del activo y el patrimonio del productor se tomarán los valores al cierre del ejercicio fiscal anterior. En los establecimientos Greenfield el monto del capital del crédito elegible no podrá ser superior al 40% del costo del proyecto.</p>
Categoría BCU:	3 o superior.
Plazo / Amortización:	<p>Pagos mensuales y variable en función del valor de la retención.</p> <p>Se calcula que se necesita una retención del 4% del valor de remisión por 10 años para un capital prestado de 0,10 USD/litro/12meses El plazo máximo es de 13 años (contando el período de disponibilidad del crédito) y un mínimo de 7 años (sin contar el período de disponibilidad)</p>
Repago:	<p>Retención del porcentaje fijada sobre la remisión de leche con un plazo mínimo de 7 años y un máximo de 12 años.</p> <p>La retención no debe estar afectada por cesiones o gravámenes de cualquier tipo, con mejor prioridad de cobro que la entidad financiera, que representen más de un 15% de la misma.</p>
Tasa:	SOFR 6 meses + 0,42826% + 4,5%
Garantías reales:	<p><u>Opción 1:</u> Fideicomiso de ganado en garantía. LTV máximo del 50% (LTV: Loan-To-Value o relación entre el préstamo y valor del activo) Durante la vigencia del crédito el LTV puede subir pero nunca ser superior al 66% respecto del saldo adeudado.</p> <p><u>Opción 2:</u> Hipoteca de inmueble con un LTV máximo de 80% respecto del crédito aprobado.</p> <p><u>Opción 3:</u> Hipoteca de inmueble (LTV 80%) y Fideicomiso de ganado (LTV 50%)</p>
Garantía financiera:	Cesión del 1,5% del valor de remisión mensual hasta completar un máximo de un 20% del monto del crédito.
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

El servicio mensual de interés y de capital de los préstamos FFIEL será retenido por Conaprole de los pagos que deba hacer al productor por la remisión de leche. Adicionalmente, los préstamos FFIEL contarán con garantías reales y una garantía financiera por hasta el 20% del monto del crédito que estará en poder del Conaprole ['AA+(uy)/Estable/A1+(uy)'].

Los préstamos FFIEL devengarán desde el 08.08.2022 una tasa de interés variable con referencia en la SOFR de 6 meses en USD más un margen del 0,42826% más 4,5%.

Los créditos para poder ser adquiridos por el FFIEL deben cumplir con las siguientes condiciones:

- Que fueron otorgados cumpliendo con las condiciones y documentos aprobados;
- Que se han otorgados las garantías reales y financiera;
- Que el productor no incurrió en incumplimiento bajo el contrato de apertura de crédito;
- Que cumple con los criterios de concentración establecidos;
- Que no haya ocurrido y continúa un evento de amortización acelerada.

En la tabla #2 se detallan los criterios de concentración que debe cumplir la cartera que serán controlados con una periodicidad mensual por el Proleco en calidad de administrador del FFIEL. Se puede observar que hay diferencias en cuanto si hay TD Senior Originales vigentes o no. Los TD Senior Originales son los TD Senior a ser emitidos, suscriptos e integrados por el BID Invest para el estadio inicial del fideicomiso (un mayor detalle ver "estructura financiera")

FIX entiende que las condiciones de elegibilidad de los créditos y los criterios de concentración mejoran el perfil crediticio de la cartera total. Por ejemplo, los créditos pueden ser originados a deudores que están en Categoría 3 del BCU; en el fideicomiso los deudores en Categoría peor a 2B no pueden superar el 10%

Tabla #2

Criterios de concentración de la cartera de préstamos FFIEL

	Con TD Senior Originales	Sin TD Senior Originales
Grupo económico:	Máximo 5% de la cartera o un tope de USD 1.175.000 si la cartera es menor a USD 23.500.000	Máximo 5% de la cartera o un tope de USD 1.175.000 si la cartera es menor a USD 23.500.000
Principales 5 deudores:	Menor o igual al 15% si la cartera es menor a USD 40.000.000 Menor o igual al 10% si la cartera es mayor a USD 40.000.000	Menor o igual al 15% de la cartera
Hectáreas arrendadas:	Las hectáreas arrendadas por los productores no podrán ser mayor al 70% de las hectáreas bajo explotación de dichos productores.	Las hectáreas arrendadas por los productores no podrán ser mayor al 70% de las hectáreas bajo explotación de dichos productores.
Establecimiento lechero nuevo:	Menor o igual al 30% del capital total	Menor o igual al 30% del capital total
Clasificación del BCU peor a 2B:	No podrá superar el 10% del valor total de la cartera. Podrá superar el 10% cuando la adquisición que provoca el exceso se haga con TD Subordinados.	No podrá superar el 10% del valor total de la cartera. Podrá superar el 10% cuando la adquisición que provoca el exceso se haga con TD Subordinados.
Destino del préstamo:	<u>Capital de trabajo:</u> no podrán superar el 35% de la cartera del fideicomiso. <u>Cancelación de deuda con otras entidades financieras:</u> no podrán superar el 15% de la cartera del fideicomiso. <u>Créditos reestructurados:</u> no podrán superar el 5% de la cartera del fideicomiso. En conjunto, no podrán superar el 50% de la cartera del fideicomiso.	<u>Cancelación de deuda con otras entidades financieras:</u> no podrán superar el 15% de la cartera del fideicomiso. <u>Créditos reestructurados:</u> no podrán superar el 15% de la cartera del fideicomiso.

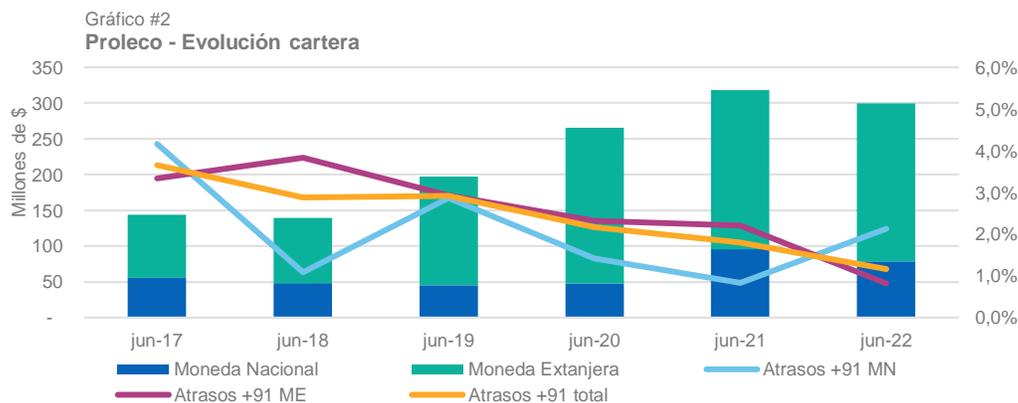
Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

de la cartera, o deben ser adquiridos con TD Subordinados o CP. Adicionalmente, para poder haber sido adquiridos por el FFIEL, el productor no puede estar en incumplimiento bajo el contrato de apertura de crédito. La Categoría 2B del BCU son aquellos deudores con capacidad de pago con problemas potenciales y pueden tener atrasos menores a 60 días en sus pagos; mientras que la Categoría 3 son Deudores con capacidad de pago comprometida, su situación crediticia evidencia problemas importantes, presentan atrasos de menos de 120 días en los pagos, o en la remisión de información a la institución.

Desempeño de los activos: para evaluar el desempeño de los activos se consideró el cumplimiento de la cartera de Proleco entre 2017 y 2021 (gráfico #2). Si bien no son totalmente comparables porque la cartera de Proleco incluye otras financiamientos además de los préstamos FFIEL, es un buen indicador del cumplimiento crediticio de los productores de Conaprole.

Riesgo de contraparte: FIX entiende que la calidad de las contrapartes participantes en el fideicomiso es consistente con las calificaciones asignadas.

Proleco se desempeña como originador y administrador de la cartera de créditos del fideicomiso. La misma posee experiencia en la administración y asistencia crediticia a productores lecheros asociados a Conaprole. Entre sus tareas se incluye el cálculo de los criterios de concentración de la cartera de préstamos FFIEL, la evaluación -conjuntamente con el fiduciario- de qué créditos son elegibles para ser adquiridos y los cálculos de los montos a pagar de los préstamos FFIEL y a los valores fiduciarios.



Fuente: Estados Contables de Proleco

Se debe considerar un posible conflicto de intereses ya que es el administrador quien determinará la posibilidad de distribución de utilidades o no a los CP que, en caso de ser inversor de los CP, implicaría un conflicto de intereses (ver cascada de pagos). Si bien esta determinación sería anualmente una vez cerrado los estados financieros del fideicomiso y solo en caso de no mediar un evento de incumplimiento y/o de amortización acelerada, podría implicar un deterioro en las mejoras crediticias disponibles para los TD Senior.

EF Asset Management AFISA posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados. El fiduciario posee la custodia de los documentos de los créditos elegibles

Conaprole se desempeña como comprador de la leche remitida por los productores. Deberá retener mensualmente el monto de la cuota a pagar de los préstamos FFIEL y del monto para constituir la garantía financiera. Su calidad crediticia es consistente con las calificaciones de los TD senior.

No se ha determinada en qué Bancos estarán abiertas las cuentas fiduciarias de desembolsos y de ingresos, ni si existirán acuerdos o líneas de crédito para el endeudamiento de corto plazo autorizado solo una vez cancelados los TD Senior Originales. FIX analizará si la calidad crediticia de los Bancos es consistente con la calificación de los valores fiduciarios.

Riesgo de Estructura

Reemplazo de contrapartes: Proleco, dada la experiencia y conocimiento de la cartera e industria láctea, desempeña funciones de originador y administrador, demostrando un buen desempeño con una correcta capacidad de originar y efectuar la cobranza de la cartera, de acuerdo con los estándares de la industria y lo estipulado bajo el contrato.

En cualquier de los supuestos en que se deba sustituir a Proleco como administrador y/o a EF Asset Management AFISA como fiduciario, la Asamblea de Titulares deberá designar a un nuevo administrador y/o fiduciario.

Calce de tasas y moneda: Desde el 08.08.2022 la tasa de referencia es la SOFR de 6 meses en USD más 0,42826% puntos porcentuales en reemplazo de la LIBOR. Este cambio se decidió el 30.05.2022 en la Asamblea de Titulares del fideicomiso; Se recuerda que los documentos de la operación y de los préstamos ya contemplaban el reemplazo de la LIBOR debido se dejará de publicar el 30.06.2023.

No se observan descalces de moneda ni de tasas que afecten negativamente a la estructura. Los préstamos FFIEL y los valores fiduciarios a emitir se encuentran denominados y son pagaderos en dólares estadounidenses. FIX estima que el diferencial de tasas efectivo entre la tasa de la cartera y los TD Senior sería alrededor 1,9% n.a. El diferencial de tasas que servirá para cubrir cualquier incumplimiento en la cartera de activos. Los TD y la cartera utilizan la misma referencia.

Liquidez y cuentas fiduciarias: el fideicomiso contará con un fondo de gastos por un monto suficiente para cubrir al menos 3 meses de los gastos e impuestos del fideicomiso.

El fideicomiso tiene la posibilidad de incurrir en endeudamientos de corto plazo, de hasta 6 meses, para cubrir necesidades de liquidez; pero es solo luego de la amortización de los TD Senior Originales y debe ser cancelado con la nueva emisión de TD Senior.

La estructura cuenta con las siguientes cuentas:

- a) **Cuenta de desembolsos:** se depositarán las integraciones de los valores. Se utilizará exclusivamente para: i) cubrir gastos del fideicomiso; ii) crear o reponer del fondo de gastos; iii) pagar y cancelar el endeudamiento de corto plazo y otros TD emitidos; iv) pagar el precio de compra de los créditos elegibles que sean adquiridos; y v) pagar el prepagado obligatorio de los TD Senior Originales.
- b) **Cuenta de ingresos:** se depositarán: i) la cobranza de la cartera; ii) los fondos obtenidos de la ejecución de las garantías de los créditos; y iii) el aporte inicial de Proleco.

Nuevas emisiones: el fideicomiso será un *master trust* ya que la emisión de los valores fiduciarios se hará en hasta 4 programas de hasta 10 series por programa dependiendo de los créditos elegibles disponibles para adquirir y debiendo cumplir con las condiciones para la emisión. Asimismo, durante la vigencia de los

TD Senior Originales y dentro del periodo de gracia, los fondos remanente serán utilizados para la compra de nueva cartera (*revolving*).

Para la emisión de una nueva serie de TD Senior, debe cumplir con las siguientes condiciones:

- a) La suma de capital de los créditos elegibles más fondos líquidos deberá ser mayor o igual a 1,17647 veces el saldo adeudado bajo los TD Senior incluidos los Endeudamientos de Corto Plazo.
- b) El monto a emitir de los TD Senior no podrá ser menor al endeudamiento de corto plazo que tenga a ese momento más el valor nominal de los créditos elegibles a adquirir.

Adicionalmente, hasta tanto no se amorticen los TD Senior Originales:

- c) La adquisición de créditos reestructurados sólo podrá ser financiada con TD Subordinados o CP.
- d) El ratio del monto suscrito de (TD Subordinados + CP) / (TD Senior + TD Subordinados + CP) debe ser mayor a 15%. De ser menor, el fiduciario deberá emitir nuevos TD Subordinados y CP.

Como lo hemos comentado anteriormente el punto a) resulta en que los TD Senior deben tener una mejora crediticia del 15% en cada emisión, mientras que el punto d) no asegura que la sobrecolateralización mínima sea del 15% ya que no considera la situación de cumplimiento de la cartera de créditos contra la el saldo de los TD Senior como lo hace el primero.

El plazo total del fideicomiso es de 30 años, por lo que el vencimiento legal es en marzo de 2051. La emisión de los valores fiduciarios se hará en sucesivos programas de emisión hasta 2040. Ni los valores fiduciarios ni los préstamos FFIEL pueden vencer más tarde que el vencimiento legal.

Cláusulas gatillo: la estructura cuenta con los siguientes eventos que implican la imposibilidad de adquirir nuevos créditos y modifican la aplicación de fondos del fideicomiso (cascada de pagos)

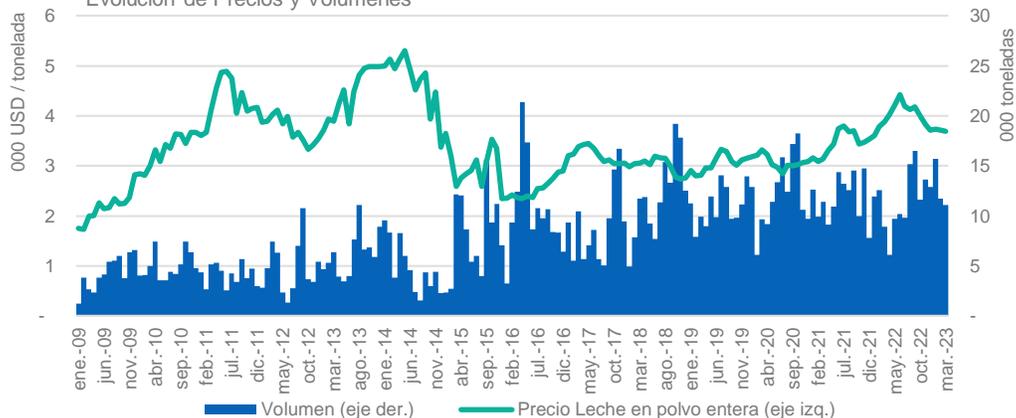
Evento de amortización acelerada, entre otros:

- a) Que Conaprole no retenga los montos correspondiente a la retención y a la garantía financiera o no los pague al fideicomiso;
- b) Que Conaprole se encuentre en mora respecto de sus deudas financieras por más de USD 3 millones;
- c) Que Proleco no cumpla con los documentos de la emisión y que dicho incumplimiento continúe por más de 30 días.
- d) Que el Fiduciario no cumpla con los documentos de la emisión y que dicho incumplimiento continúe por más de 30 días.
- e) Incumplimiento de Proleco de cualquier deuda por más de USD 3 millones;
- f) Evento de insolvencia de Proleco o del fiduciario;
- g) Abandono de Proleco o del fiduciario de sus actividades;
- h) Concurso o liquidación de Proleco o del fiduciario.

Evento de incumplimiento, entre otros:

- a) No pago del fideicomiso de sus obligaciones exigibles;
- b) No cumplimiento del ratio del monto suscrito de (TD Subordinados + CP) / (TD Senior + TD Subordinados + CP) debe ser mayor a 15%.

Gráfico #3
Leche en polvo entera - Mercado internacional
 Evolución de Precios y Volúmenes



Fuente: FIX en base a datos de INALE

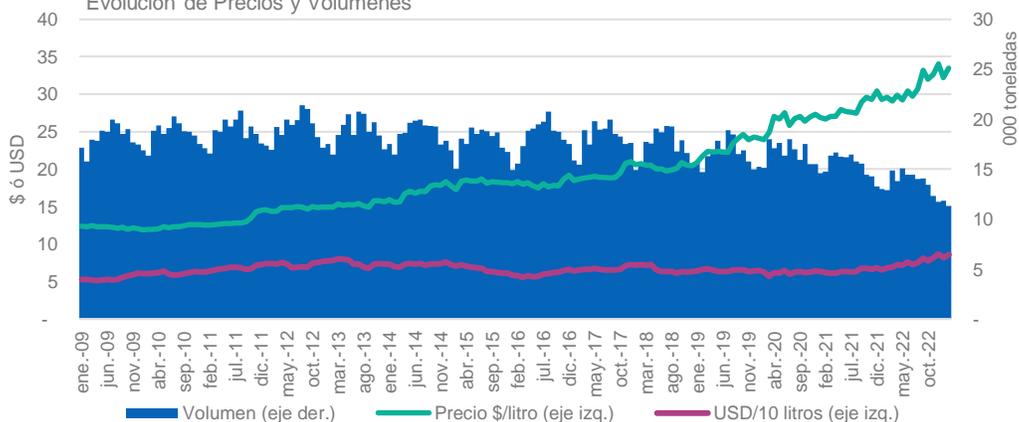
Riesgo de Mercado

El fideicomiso estará expuesto a la evolución de la industria láctea y su efecto sobre la capacidad de pago de los productores. La rentabilidad y la generación de fondos de los productores de lácteos se encuentran correlacionadas con la evolución de la oferta mundial de leche fluida y leche en polvo en un mercado competitivo en precios aunque con una demanda que presenta menor elasticidad que la mayoría de los *commodities*. Los precios internacionales han mostrado desde 2016, una menor volatilidad con una oscilación en torno a los USD 3.000 (gráfico #3).

En el mercado local, la demanda es estable y presenta niveles de consumo correlacionados con el crecimiento poblacional mientras que la producción se encuentra en torno a los 200 millones de litros anuales. Durante el último año, los precios en moneda local han aumentado en línea con la depreciación del peso consecuencia de un elevado traspaso a precios en una industria dolarizada (gráfico #4).

El consumo per cápita de leche fluida en Uruguay se encuentra entre los primeros 20 países a nivel mundial, el mayor de Sudamérica y levemente superior al promedio de consumo de la Unión Europea. FIX estima que, hacia adelante, los precios internacionales se mantengan estables y que el crecimiento de ventas de la cooperativa estará ligado a un mayor nivel de exportaciones de leche el polvo.

Gráfico #4
Leche fluida - Mercado local
 Evolución de Precios y Volúmenes



Fuente: FIX en base a datos de INALE y BCU

Asimismo, el fideicomiso está expuesto a la evolución de la tasa SOFR.

Riesgo Legal

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A., quien actúa como fiduciario, y Proleco Cooperativa de Ahorro y Crédito, como fideicomitente y administrador, están constituidas bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay. Los valores fiduciarios objeto de calificación, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

FIX consideró la opinión legal de Posadas, Posadas & Vecino, asesor legal de la transacción. En su opinión los documentos de la transacción son válidos, vinculantes y no contienen disposiciones contrarias al orden público. Los contratos de cesión de los créditos cumplen con los requisitos para ser oponibles a terceros.

Limitaciones

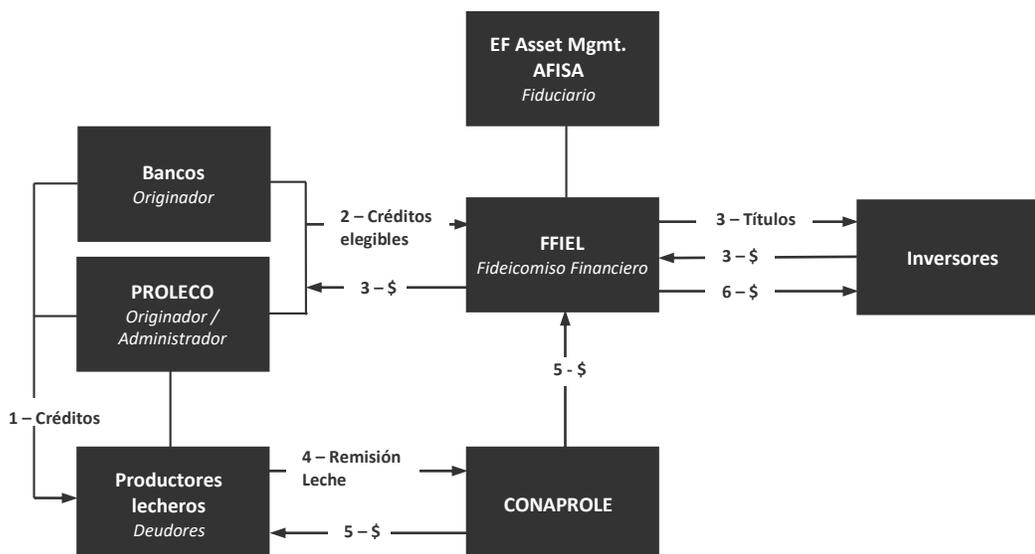
Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Descripción de la estructura

El FFIEL (Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros) fue constituido entre Proleco, como fideicomitente y administrador, y EF Asset Management AFISA, como fiduciario, para la adquisición de los préstamos FFIEL elegibles.

El fideicomiso operará como un *master trust* ya que la emisión de los valores fiduciarios se hará en hasta 4 programas de hasta 10 series por programa dependiendo de los créditos elegibles disponibles para adquirir y debiendo cumplir con las condiciones para la emisión. Asimismo, durante la vigencia de los TD Senior Originales y dentro del periodo de gracia, los fondos remanente serán utilizados para *revolving*.

Estructura Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros



Todos los TD Senior serán pari-passu y los fondos se distribuirán a pro-rata entre sí. Los TD Senior Originales, no serán de oferta pública y serán suscriptos e integrados en forma diferida por el BID Invest.

Proleco y Conaprole, conjuntamente desarrollaron un sistema de financiamiento de largo plazo cuyo repago está vinculado a la producción de leche. El destino de los préstamos puede ser para inversión, capital de trabajo o hasta reestructuración y/o consolidación de otras deudas financieras. Los originadores de estos créditos serán Proleco y las entidades financieras que participen del sistema.

Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos

Estructura financiera

Proleco constituyó el fideicomiso FFIEL con el objetivo de establecer una serie de programas para la emisión de valores fiduciarios. Los programas tendrán una validez de 5 años y el monto total a emitir dependerá de la disponibilidad de créditos elegibles para ser adquiridos y el desempeño de la cartera del fideicomiso. Cada serie dentro de un programa tendrá un esquema de vencimiento determinado por la cartera a adquirir. Una mayor detalla de los términos y condiciones de los valores fiduciarios se encuentra en el anexo “B”.

Para la emisión de cada serie, se deberá cumplir con las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso y detalladas anteriormente.

Tabla #3

Estructura Financiera - Programa de emisión I

Clase	Prioridad	Tipo de Pago	Frecuencia de pago	Tasa de interés	Vencimiento Legal
TD Senior	Senior	Interés puntual, capital objetivo	Mensual	SOFR(USD6m) + margen	A definir
TD Subordinados	Subordinado	Estimado: Capital e Interés	Mensual	SOFR(USD6m) + 5,42826%	Mar/2051
CP	Subordinado	Estimado: Capital	Mensual	Residual	Mar/2051

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Los títulos serán suscriptos y su integración podrá ser diferida a medida que se vaya seleccionando cartera para ser adquirida.

Mejoras crediticias

Mejoras crediticias: sobrecolateralización mínima del 15%, adecuado nivel de diferencial de tasas, calce de monedas, criterios de adquisición de créditos, límites a la composición de la cartera y cláusulas gatillo que evalúan el desempeño de la cartera, del administrador y de Conaprole como comprador de la leche remitida y agente de retención de la cuota de los préstamos subyacentes. Cascada de pagos secuencial que se convierte en totalmente secuencial (turbo) de activarse un evento de incumplimiento y/o amortización acelerada. Fondo de gastos.

Sobrecolateralización: FIX entiende que la sobrecolateralización mínima será del 15% dado el programa de emisión continuo de TD Senior y la obligación de que en cada emisión se cumpla con la condición que la cartera debe ser igual o mayor a 1,17647 veces el saldo adeudado bajo los TD Senior, incluidos los endeudamientos de corto plazo. Si bien hay un evento de incumplimiento que evalúa permanentemente que el monto suscripto de los TD Subordinados y CP sobre el total de valores fiduciarios suscriptos sea superior al 15%, este cálculo no asegura que la sobrecolateralización mínima sea del 15% ya que no considera la situación de cumplimiento de la cartera de créditos contra la el saldo de los TD Senior como lo hace el primero.

Diferencial de tasas: FIX estima que el diferencial de tasas efectivo entre la tasa de la cartera y los TD Senior sería alrededor 1,9% n.a. El diferencial de tasas que servirá para cubrir cualquier incumplimiento en la cartera de activos.

Garantías de los créditos y sistema de cobranza: el repago de los créditos será un porcentaje fijo en función de la remisión de leche a Conaprole con una banda superior e inferior relacionada a la amortización acumulada considerando un plazo máximo y mínimo de repago. Contarán con un esquema de garantías reales (fideicomiso de ganado y/o hipoteca) y una garantía financiera por hasta el 20%.

Criterios de elegibilidad y límites de concentración: FIX entiende que los criterios de elegibilidad de los créditos y de concentración mejoran el perfil crediticio de la cartera total.

Cláusulas gatillo: implican la imposibilidad de adquirir nuevos créditos y modifican la aplicación de fondos del fideicomiso (cascada de pagos) mediante la evaluación del desempeño de la cartera, del administrador y de Conaprole.

Fondo de gastos: por un monto suficiente para cubrir al menos 3 meses de los gastos e impuestos del fideicomiso.

Aplicación de fondos – cascada de pagos

Los fondos disponibles en la cuenta de ingresos del fideicomiso se distribuirán de acuerdo a si hay TD Senior Originales o no, ver anexo “C”

Antecedentes

Proleco es una Cooperativa de Ahorro y Crédito de Capitalización, de productores lecheros de Conaprole que opera desde el año 1997. Nuestro objetivo es brindar servicios financieros para satisfacer las necesidades de fondos de todos los productores remitentes.

Cuenta en la actualidad con aproximadamente 1.900 socios, de los cuales operaran en forma permanente durante el ejercicio aproximadamente el 60%. Al 30.06.2022, la cartera neta de créditos era de USD 7,5 millones.

EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. es un fiduciario profesional autorizado por el Banco Central del Uruguay para actuar como fiduciario de fideicomisos financieros. Posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos titulizados.

Conaprole es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con más del 70% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene más de 70 años de trayectoria y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico con un diversificado portafolio compuesto por más de 300 productos divididos en leches, helados, postres, yogures, entre otros. Durante los últimos años, Conaprole ha consolidado su presencia en el mercado internacional con llegada a más de 50 países y una participación del 3% en el comercio mundial de lácteos.

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche de 7 millones de litros por día. En su pico máximo de producción la capacidad utilizada de producción alcanza el 80-85%.

Anexo A: Términos y condiciones de los valores fiduciarios

Tabla #4

Títulos de Deuda Senior

Monto VN	USD 100.000.000
Moneda	Dólares americanos
Colocación:	Pública o Privada
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)
Tasa:	SOFR 6 meses + 0,42826% + margen a definir % Ante un evento de cambio de tasa de referencia, los documentos contemplar el proceso de cambio de la misma y del margen, de ser necesario.
Amortización:	<u>Objetivo (target):</u> Con cada compra de cartera se establece el plazo total (PT) que es igual al crédito de mayor plazo de cartera que se va a adquirir o si es para precancelar otra deuda senior, el PT no podrá ser inferior al plazo de la deuda que se prepago. En ningún caso el plazo podrá superar el vencimiento legal del fideicomiso (Mar/2051). <u>Amortización mínima obligatoria:</u> Mensualmente, el monto mínimo a amortizar en forma obligatoria será igual a la diferencia entre la amortización teórica acumulada y la amortización efectiva acumulada. Si la amortización efectiva es superior a la mínima, puede que en varios meses no haya obligación de amortización mínima. Este cálculo se hará para cada serie. <u>Prepago obligatorio:</u> En caso de emitirse Nuevos Títulos de Deuda Senior, bien sea bajo una oferta privada o una oferta pública, el Fiduciario deberá prepagar en forma total los Títulos de Deuda Senior Originales, informando con al menos 15 días corridos de anticipación a los Titulares de Títulos de Deuda Originales previa a realizar dicho prepago.
Prioridad	Los TD Senior son pari-passu entre sí
Frecuencia de pagos	Mensual
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión

Tabla #5

Títulos de Deuda Subordinados

Monto VN	USD 15.000.000																											
Moneda	Dólares americanos																											
Colocación:	Pública																											
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)																											
Tasa:	SOFR 6 meses + 0,42826% + 5,0% Ante un evento de cambio de tasa de referencia, los documentos contemplar el proceso de cambio de la misma y del margen, de ser necesario. <u>Durante la vigencia de los TD Senior Originales</u> los TD Subordinados comenzarán a devengar y tendrán derecho al pago de intereses subordinados luego de que se cumplan la totalidad de las siguientes condiciones: a) Que el fideicomiso haya tenido por lo menos 8 trimestres móviles de flujos positivos considerando la suma de todos los ingresos menos los intereses de los TD Senior, las amortizaciones mensuales mínimas de capital acumuladas y los gastos e impuestos del fideicomiso. b) Que el porcentaje: (créditos en incumplimiento + los créditos reestructurados) / cartera total que fue adquirida con los TD Senior Originales sea menor a: <table border="1" data-bbox="511 1312 1230 1533"> <thead> <tr> <th>Años desde la primera emisión de los TD Originales</th> <th>Serie I</th> <th>Serie II</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1</td> <td>No aplica</td> <td>1,0%</td> </tr> <tr> <td>2</td> <td>No aplica</td> <td>1,5%</td> </tr> <tr> <td>3</td> <td>No aplica</td> <td>1,8%</td> </tr> <tr> <td>4</td> <td>2,0%</td> <td>2,0%</td> </tr> <tr> <td>5</td> <td>4,0%</td> <td>4,0%</td> </tr> <tr> <td>6</td> <td>5,0%</td> <td>5,0%</td> </tr> <tr> <td>7</td> <td>8,0%</td> <td>8,0%</td> </tr> <tr> <td>8 en adelante</td> <td>13,0%</td> <td>13,0%</td> </tr> </tbody> </table> c) Que el nivel de mejora crediticia de los títulos de deuda senior originales no sea inferior al 25%. d) Que la cartera cumpla con los criterios de concentración. Si luego de la primera vez que se abonen intereses subordinados, no se cumple la condición c) pero sí las a), b) y d), los intereses serán capitalizados. Si hubiera TD Subordinados que fueron aplicados a la compra de créditos reestructurados, no se pagarán los intereses devengados subordinados hasta que los deudores de los créditos reestructurados no cumplan con sus obligaciones de pago durante 36 meses consecutivos luego de la adquisición de los créditos por parte del fideicomiso. Los intereses devengados serán capitalizados. <u>Cancelados los TD Senior Originales</u> devengarán y pagarán intereses a la tasa establecida.	Años desde la primera emisión de los TD Originales	Serie I	Serie II	1	No aplica	1,0%	2	No aplica	1,5%	3	No aplica	1,8%	4	2,0%	2,0%	5	4,0%	4,0%	6	5,0%	5,0%	7	8,0%	8,0%	8 en adelante	13,0%	13,0%
Años desde la primera emisión de los TD Originales	Serie I	Serie II																										
1	No aplica	1,0%																										
2	No aplica	1,5%																										
3	No aplica	1,8%																										
4	2,0%	2,0%																										
5	4,0%	4,0%																										
6	5,0%	5,0%																										
7	8,0%	8,0%																										
8 en adelante	13,0%	13,0%																										
Amortización:	Subordinada a la cancelación total de los TD Senior																											
Prioridad	Los TD subordinados son pari-passu entre sí.																											
Frecuencia de pagos	Mensual																											
Fuente:	FIX en base a los documentos de emisión																											

Tabla #6

Certificados de Participación

Monto VN	USD 12.500.000
Moneda	Dólares americanos
Colocación:	Pública
Integración	Puede ser al momento de la emisión de cada serie o diferida (se suscribe la totalidad pero la integración es diferida a medida que se adquiera cartera)
Tasa:	No poseen. Cancelados los TD Senior Originales podrán recibir utilidades luego de presentados los estados financieros del fideicomiso y el administrador determine si corresponde o no distribuir dividendos. Si hubiera CP que fueron aplicados a la compra de créditos reestructurados, no se pagarán distribuciones hasta que los deudores de los créditos reestructurados no cumplan con sus obligaciones de pago durante 36 meses consecutivos luego de la adquisición de los créditos por parte del fideicomiso.
Amortización:	Subordinada a la cancelación total de los TD Subordinados
Prioridad	Los CP son pari-passu entre sí.
Frecuencia de pagos	Mensual
Fuente: FIX en base a los documentos de emisión	

Anexo B: Valores fiduciarios emitidos

Tabla #7

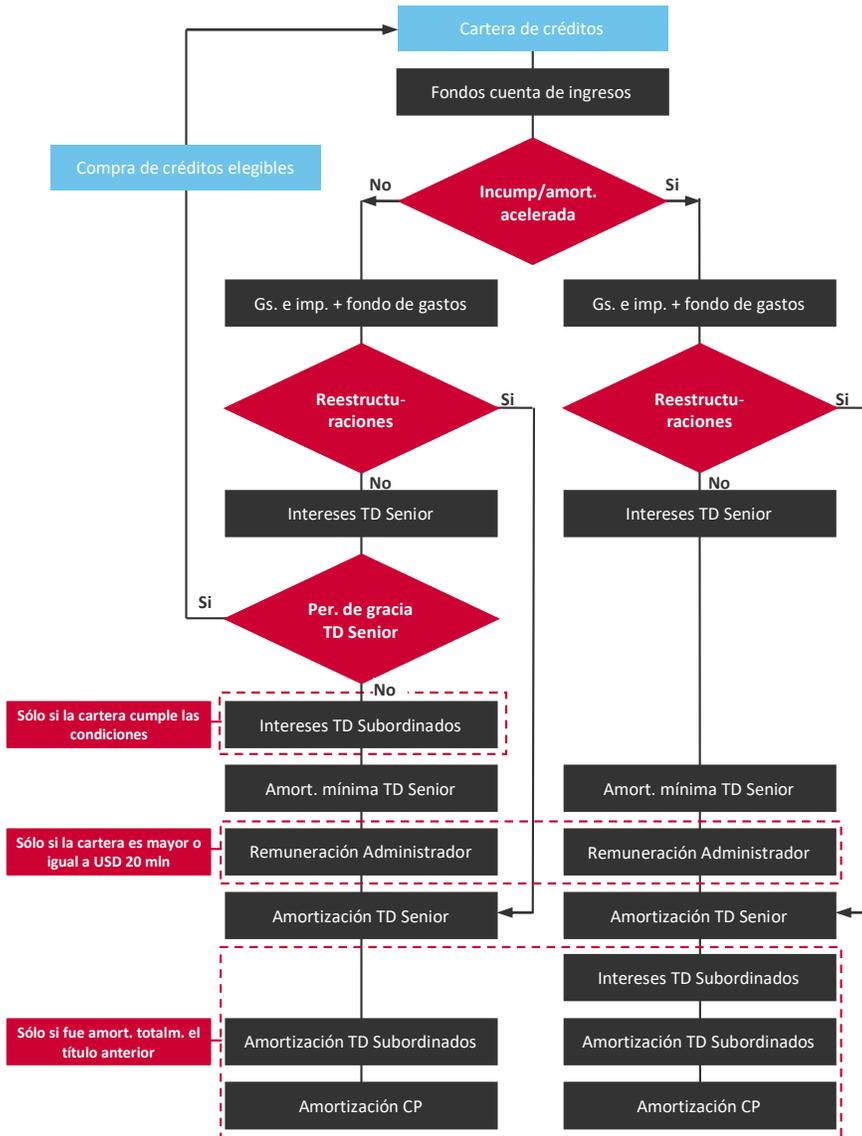
Serie I Programa I (S1P1)

Títulos:	TD Senior	TD Subordinados	CP
Monto VN:	USD 4.650.000	USD 1.100.000	USD 150.000
Cupón:	SOFR 6 meses + 0,42826% + 3%	SOFR 6 meses + 0,42826% + 5%	Residual
Emisión:	02.12.2021	29.10.2021	29.10.2021
Vencimiento:	02.12.2034	31.03.2051	31.03.2051
Colocación:	Privada	Pública	Pública

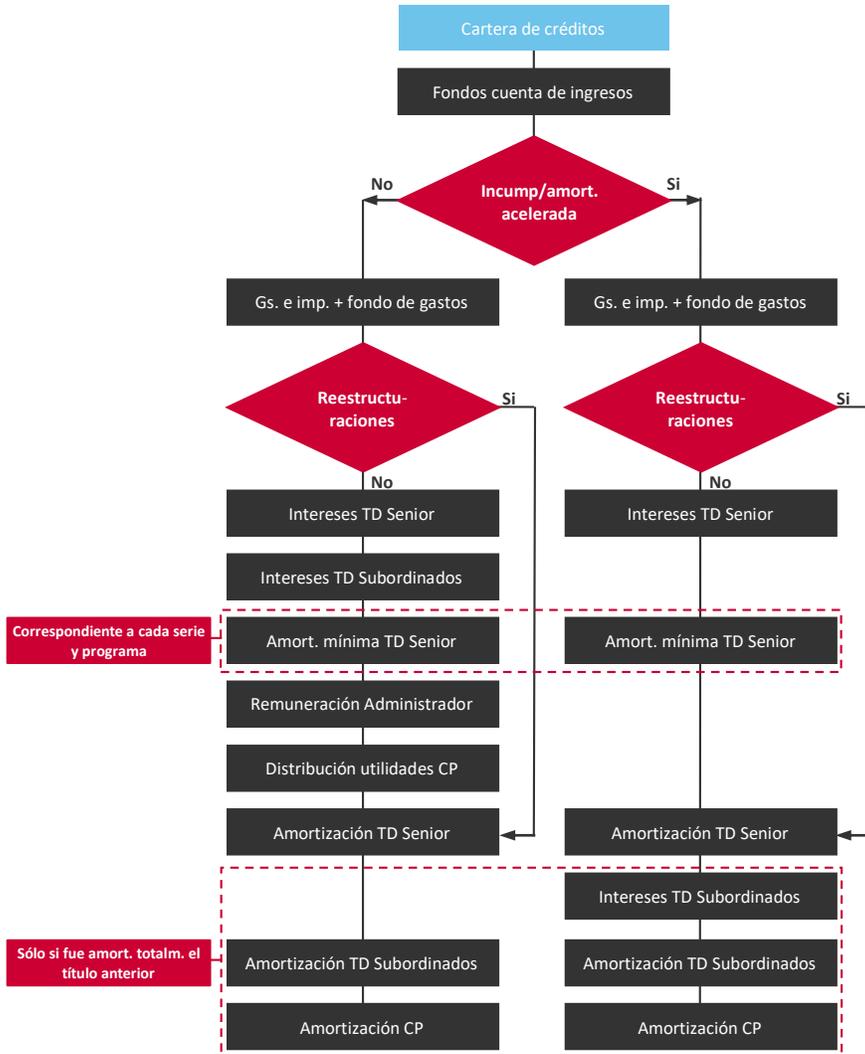
Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Anexo "C": Cascadas de pago

Cascada de pagos estando vigentes los Títulos de Deuda Senior Originales



Cascada de pagos con la vigencia de los Títulos de Deuda Senior



Anexo “D”: Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** “afiliada de Fitch Ratings” reunido el día 28 de abril de 2023, confirmó las siguientes calificaciones a los Títulos de Deuda (TD) y Certificados de Participación (CP) a ser emitidos y emitidos dentro del **Programa de Emisión I del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros**. El detalle es el siguiente:

Títulos	Calificación	Perspectiva
TD Senior por hasta USD 100.000.000	A+sf(uy)	Estable
TD Senior S1P1 por USD 4.650.000	A+sf(uy)	Estable
TD Subordinados por hasta USD 15.000.000	Bsf(uy)	Estable
TD Subordinados S1P1 por USD 1.100.000	Bsf(uy)	Estable
CP por hasta USD 12.500.000	CCCsf(uy)	No aplica
CP S1P1 por USD 150.000	CCCsf(uy)	No aplica

Categoría Asf(uy): “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría Bsf(uy): “B” nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría CCCsf(uy): “CCC” nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará “(uy)”. Asimismo, las calificaciones de financiamientos estructurados serán identificadas con el sufijo “sf” (abreviatura de financiamiento estructurado por sus siglas en inglés).

Nota: 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. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle 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.

Fuentes:

- Prospecto Informativo del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL) – Programa de Emisión I del 02.08.2021.
- Prospecto Informativo del Fideicomiso Financiero para el Financiamiento de Inversiones de Establecimientos Lecheros (FFIEL) – Programa de Emisión I Serie I del 19.10.2021.
- Contrato de Fideicomiso Financiero del 28.12.2020 y su modificación del 29.06.2021.
- Contrato de Administración del 28.12.2020 y su modificación del 29.06.2021.
- Documentos de Emisión del 29.10.2021 y del 02.12.2021.
- Acta de Asamblea del 30.05.2022.
- Modelo financiero del FFIEL.
- Cartera del FFIEL al 30.11.2022
- Estados Contables auditados de Proleco al 30.06.2018, 30.06.2020, 30.06.2021 y 30.06.2022.
- Estados Contables auditados del FFIEL al 31.12.2021 y 31.12.2022.
- Opinión legal.



Cintia Defranceschi
 FIX SCR Uruguay Calificadora de
 Riesgo S.A.



Mauro Chiarini
 FIX SCR Uruguay Calificadora de
 Riesgo S.A.

Determinación de las calificaciones: Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Estructuradas de diciembre 2014 registrado ante el Banco Central del Uruguay (disponible en www.bcu.gub.uy)

Nota: la calificación aplica a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. Dado que no se ha producido aún la emisión, las calificaciones otorgadas se basan en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, quedando sujetas a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Las clasificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora–, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 (www.fixscr.com)

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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 independiente 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 confirmó 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de “experto” en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la “Financial Services and Markets Act of 2000” del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.