

PRESALE REPORT

Fideicomiso Financiero Agromas I

María Sol Ventura, Buenos Aires, (54) 11-4891-2114, sol_ventura@sandp.com;
Ignacio Estruga, Buenos Aires, (54) 11-4891-2106, ignacio_estruga@sandp.com

Fecha de Dictamen:

26 de Noviembre de 2008

RESUMEN DE LA EMISIÓN

Fecha de emisión esperada:

Noviembre/ Diciembre de 2008

Autorización de la emisión:

Emisión autorizada por el Consejo de Administración de Garantía de Valores SGR en su reunión del 3 de octubre de 2008

Fecha de Vencimiento esperada:

31 de julio de 2009

Fiduciarios:

Pymes seleccionadas

Activo Subyacente:

Letras de cambio libradas en dólares estadounidenses garantizadas por Garantía de Valores SG

Aceptante de las letras de cambio:

Garantía de Valores Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)

Fiduciario:

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.

Organizador y Asesor Financiero:

A.S. Tarallo Agente de Bolsa

Este informe de calificación está basado en información provista a Noviembre de 2008. La calificación asignada podría experimentar cambios ante variaciones en la información recibida. Para obtener la última actualización, por favor comunicarse con Standard & Poor's al (54) 11-4891-2100.

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación asignada	Monto a emitir	% de Emisión
Valores de Deuda Fiduciaria	raAA- en revisión con implicancias negativas	V/N US\$ 3.946.522	100%

Nota 1: La calificación asignada a los valores de deuda fiduciaria puede ser modificada en cualquier momento.

Nota 2: El monto de los valores de deuda fiduciaria puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

Fundamentos de la calificación

Standard & Poor's decidió asignar la calificación 'raAA-' en revisión con implicancias negativas a los valores de deuda fiduciaria del Fideicomiso Financiero Agromas I. El activo subyacente de Agromas I estará compuesto por: letras de cambio denominadas en dólares estadounidenses. El pago de las letras de cambio estará garantizado por Garantía de Valores SGR.

La calificación otorgada a los valores de deuda fiduciaria señala la probabilidad de pago de capital e interés en la fecha legal de vencimiento de la transacción.

La calificación asignada a los valores de deuda fiduciaria se sustenta en las siguientes características:

- La **garantía provista al activo subyacente** de la transacción estructurada provista por Garantía de Valores SGR ('Garval'). Garval está actualmente calificada 'raAA-' por Standard & Poor's;
- La **sólida estructura legal de la garantía** mencionada, que no incluye eventos de incumplimiento relacionados con el portafolio subyacente, o las fluctuaciones en el tipo de cambio entre el peso argentino y el dólar estadounidense;
- Las **sólidas características legales y financieras del fideicomiso** a emitir, así como la existencia de cuentas a nombre del fideicomiso y del fiduciario; y,
- La existencia de un **fondo de gastos** para cubrir los gastos de la transacción

Dentro de los principales riesgos de esta emisión estructurada se pueden enumeran los siguientes:

- **Riesgo de tipo cambiario:** ante un evento de riesgo cambiario, como puede ser el desdoblamiento del mercado de cambios o la fijación de un tipo de cambio específico, los valores de deuda fiduciaria podrán ser pagados en pesos al tipo de cambio vendedor del Banco Nación por el cual se liquiden las divisas para el sector agroexportador vigente del día hábil anterior a cada fecha de vencimiento de las letras de cambio. No obstante, de acuerdo a los términos y condiciones de la garantía provista por Garval no existe ningún valor máximo o tope indicativo del tipo de cambio que limite los pagos en pesos adeudados correspondientes al monto emitido.
- **Riesgo de Incumplimiento de Garval bajo los términos y condiciones de la garantía:** Este riesgo fue analizado por Standard & Poor's y determinado en el nivel de calificación 'raAA-' en revisión con implicancias negativas otorgado a Garval. La calificación está basada en el relativo bajo riesgo implícito en las actividades desarrolladas por la sociedad; los elevados parámetros de originación; un sólido balance constituido por inversiones de elevada liquidez por el lado del activo, mientras que su pasivo es en su mayor parte "contingente" y se materializa ante la eventualidad de un incumplimiento por parte de alguna de las empresas garantizadas. Esta calificación se basa asimismo, en el apoyo esperado de su socio fundador protector, Caja de Valores S.A., calificada 'raAA+' por Standard & Poor's. El 25 de noviembre de 2008, Standard & Poor's colocó en revisión (CreditWatch) con implicancias negativas su calificación de largo plazo en escala nacional Argentina a Garantía de Valores SGR. Esta acción de calificación sigue nuestra percepción de un deterioro del ambiente de negocios en Argentina y un mayor nivel de intervención por parte del gobierno en el mercado de cambios que se vio reflejado en el cambio reciente anunciado en nuestra evaluación del riesgo de transferencia y convertibilidad asignada a la República Argentina.

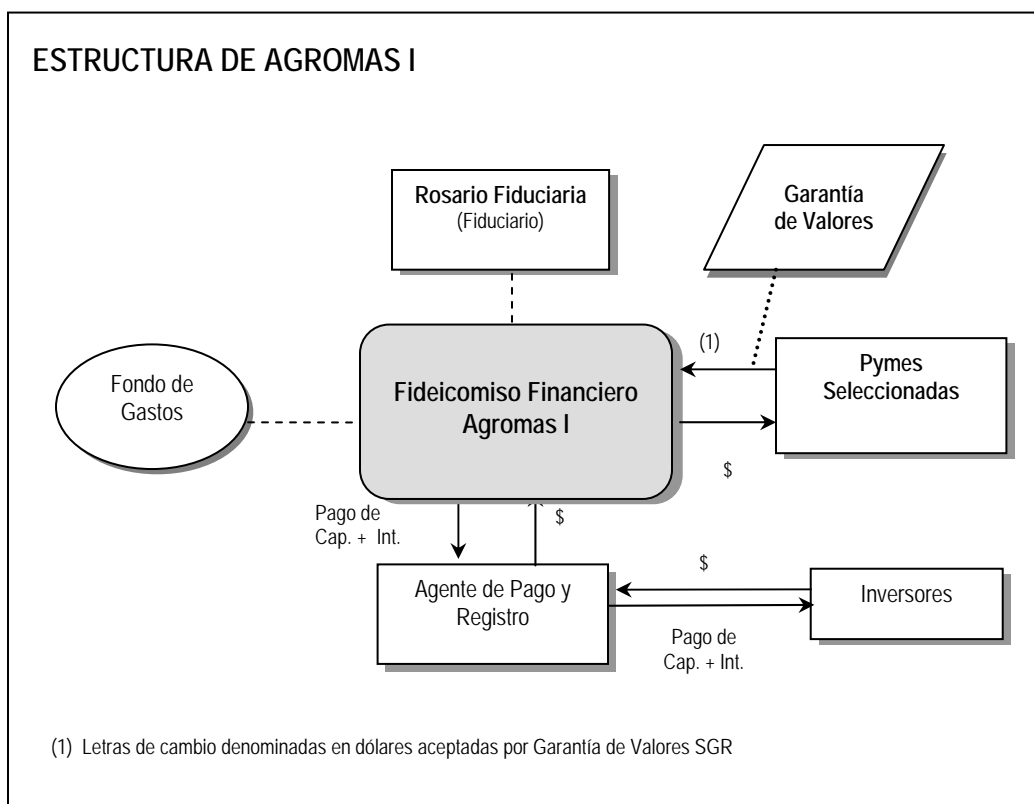
Es importante destacar que Standard & Poor's realizó un análisis de la composición de la cartera subyacente de la emisión, pero la calificación otorgada a los valores de deuda fiduciaria sólo está basada en la garantía otorgada al activo subyacente provista por Garantía de Valores SGR ('raAA-') y en la estructura financiera y legal de la transacción.

Estructura Financiera

El objeto de Agromas I es financiar la cadena de valor de DuPont Argentina S.A. ('DuPont') compuesta por Pequeñas y Medianas Empresas ('PyMEs') agrícolas. Para poder acceder al financiamiento que brinda esta transacción, las PyMEs Seleccionadas, en carácter de fiduciantes, libraron letras de cambio denominadas en dólares estadounidenses a su orden que luego se cedieron al Fideicomiso Financiero Agromas I. Todas las letras de cambio están avaladas por Garantía de Valores SGR. DuPont emitió una nota de débito para cada una de las PyMEs seleccionadas por DuPont y GarVal. En contraprestación, las PyMEs firmaron las letras de cambio aceptadas y avaladas por la SGR. En la fecha de emisión de la transacción, DuPont facturará y entregará a las PyMEs seleccionadas la mercadería vendida y recibirá el resultado de colocación neto de los gastos incurridos para la constitución del fideicomiso.

En la fecha de emisión Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A., actuando como fiduciario financiero, emitirá los valores de deuda fiduciaria por V/N US\$ 3.946.522 que son respaldados por las letras de cambio avaladas por GarVal.

Con el dinero obtenido del pago de las letras de cambio, el fiduciario cancelará los valores de deuda fiduciaria en su equivalente a moneda nacional al tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina, vigente al tipo de cambio vigente al día hábil anterior de cada fecha de vencimiento de las letras.



Mecanismos de repago de los valores de deuda fiduciaria

Términos de los valores de deuda fiduciaria		
Fecha de Emisión esperada	Frecuencia de Pagos	Tasa de Interés
Noviembre/Diciembre de 2008	Interés y Capital: Los pagos se realizarán en dos pagos.	10,5% nominal vencido sobre el saldo de capital a la fecha de cada liquidación

Los valores de deuda fiduciaria dan derecho a la restitución del capital más un interés del 10,5% anual vencido sobre el saldo de capital a la fecha de liquidación. La fuente de repago de los valores de deuda fiduciaria provendrán de: i) el cobro de los créditos cedidos provenientes de las letras de cambio y/o ii) la garantía otorgada por Garantía de Valores SGR. El fideicomiso realizará dos pagos de capital: uno el 13 de julio de 2009 y otro el 12 de agosto de 2009.

Los pagos de los valores de deuda fiduciaria serán exclusivamente pagados en pesos al tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina, vigente al día hábil anterior a cada fecha de vencimiento de las letras de cambio y/o el cobro de la garantía otorgada por GarVal.

En caso que en la fecha de vencimiento de las letras de cambio, el fiduciario no hubiese percibido el monto requerido para el pago de las mismas, el fiduciario deberá presentar inmediatamente el cobro de las letras a Garantía de Valores SGR. Garantía de Valores SGR tiene luego de este aviso, 3 días hábiles para realizar el pago de la garantía.

Los valores de deuda fiduciaria podrán cotizar en la Bolsa de Comercio de Rosario y en el Mercado Abierto Electrónico.

Análisis Crediticio – Calidad de los Activos Subyacentes

Análisis del Garante

El régimen de Sociedades de Garantía Recíproca fue establecido en marzo de 1995, con el objeto de brindar una solución a los problemas que debían afrontar las PyMES en sus negocios con otros sectores de la economía con mayor capacidad de negocio y mayor tamaño. Estas sociedades están constituidas por socios partícipes y por socios protectores. La función de los socios protectores es aportar fondos para la constitución de un Fondo de Riesgo, que está destinado a ofrecer un respaldo a las garantías que otorga la SGR. El régimen vigente otorga beneficios impositivos sobre los aportes efectuados por los socios protectores a este tipo de sociedades, siendo éste el principal incentivo para el desarrollo de este segmento.

Actualmente, existen 24 Sociedades de Garantía Recíproca autorizadas por la Secretaría de Pequeñas y Medianas Empresas.

Garantía de Valores SGR ('GarVal') es una Sociedad de Garantía Recíproca ('SGR') establecida conforme a la ley 24.467 de la República Argentina con el objeto de fomentar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas. Su socio protector es Caja de Valores S.A. ('Caja'), la institución depositaria central de títulos valores de Argentina, cuya función primordial es el resguardo de títulos valores cotizados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y el Mercado Abierto Electrónico. El 1 de junio de 2006 fue inscrita en el Banco Central de la República Argentina dentro de su registro de Sociedades de Garantía Recíprocas.

Garval otorga avales financieros y comerciales y cuenta a junio de 2008 con aproximadamente 460 socios partícipes y Caja, como socio fundador protector (calificada 'raAA+' por Standard & Poor's). Los socios partícipes son los únicos candidatos para acceder a garantías. Actualmente, Garval se focaliza en garantizar cheques de pago diferido, emisiones de obligaciones negociables, fideicomisos financieros y líneas bancarias.

Su principal accionista es Caja, la institución depositaria central de títulos valores de Argentina, cuya función primordial es el resguardo de títulos valores cotizados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado Abierto Electrónico. Como socio protector, Caja posee el 50% de la propiedad de GarVal mientras que el 50% restante se encuentra distribuido entre los socios partícipes conformados por pequeñas y medianas empresas. Según lo establecido en la ley N° 25.300 la participación de los socios protectores (en este caso Caja) no podrá exceder del 50% del capital social y la de cada socio partícipe no podrá superar el 5% del mismo. La función del socio protector radica principalmente en el aporte de una suma de dinero para constituir el fondo de riesgo, que luego se utiliza para otorgar avales a los socios partícipes.

A junio de 2008, Garval contaba con un fondo de riesgo integrado a su patrimonio que ascendía a \$51,5 millones; mientras que las garantías otorgadas alcanzan un volumen de \$88,1 millones.

Los planes a futuro de Garval se basan en el incremento de la base de socios partícipes, en el mejor posicionamiento de los productos en el mercado, de la capacidad de manejo del negocio en escala, del incremento en la competitividad, y el desarrollo de nuevos productos con el acompañamiento y compromiso por parte de Caja en su carácter de socio protector.

Análisis de Sensibilidad-Determinación de la suficiencia del activo subyacente

Los valores de deuda fiduciaria contienen los siguientes riesgos crediticios que han sido tomados en cuenta para su calificación:

1. Riesgo Cambiario

Tanto los valores de deuda fiduciaria como las letras de cambio están denominados en dólares evitando así el descalce entre los activos y los pasivos del fideicomiso financiero. Bajo las regulaciones vigentes, los exportadores se encuentran obligados a liquidar divisas en el mercado doméstico de cambios. Si las regulaciones cambiaran, está previsto en el contrato de fideicomiso financiero que los pagos se realicen directamente en dólares estadounidenses. Sin embargo, el pago de los valores representativos se realizará en pesos al tipo de cambio vendedor del Banco Nación del día hábil anterior a la fecha de vencimiento de las letras de cambio.

En caso que existiera un evento cambiario, como lo define el contrato de fideicomiso financiero, entre ellos un desdoblamiento del mercado de cambio o fijación del tipo de cambio, los valores de deuda fiduciaria serán pagaderos en pesos de acuerdo al tipo de cambio vendedor en pesos del Banco de la Nación Argentina por el cual se liquiden las divisas para el sector agroexportador vigente del día hábil anterior a cada fecha de vencimiento de las letras de cambio.

2. Riesgo de Incumplimiento de Garval bajo los términos y condiciones de la garantía

Este riesgo fue analizado por Standard & Poor's y determinado en el nivel de calificación 'raAA-' en revisión con implicancias negativas otorgado a Garval. Esta calificación se basa en el relativo bajo riesgo implícito en las actividades desarrolladas por la sociedad; elevados parámetros de originación; un sólido balance constituido por inversiones de elevada liquidez por el lado del activo, mientras que su pasivo es en su mayor parte "contingente" y se materializa ante la eventualidad de un incumplimiento por parte de alguna de las empresas garantizadas. Esta calificación se basa asimismo, en el apoyo esperado de su socio fundador protector, Caja de Valores S.A., calificada 'raAA+' por Standard & Poor's. El 25 de noviembre de 2008, Standard & Poor's colocó en revisión (CreditWatch) con implicancias negativas su calificación de largo plazo en escala nacional Argentina a Garantía de Valores SGR. Esta acción de calificación sigue nuestra percepción de un deterioro del ambiente de negocios en Argentina y un mayor nivel de intervención por parte del gobierno en el mercado de cambios que se vio reflejado en el cambio reciente anunciado en nuestra evaluación del riesgo de transferencia y convertibilidad asignada a la República Argentina.

Como resultado del análisis de sensibilidad, Standard & Poor's consideró que los valores de deuda fiduciaria podrán ser pagados de acuerdo a las condiciones de emisión, incluso en los escenarios de estrés detallados anteriormente.

Estructura Legal

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones otorgadas. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales de la operación y de los asesores legales de Standard & Poor's. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Prospecto de Programa Global de Valores Fiduciarios "Rosfid"
- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Agromas I

Luego del análisis de la documentación se ha comprobado que los aspectos legales del fideicomiso calificado son adecuados en relación con las calificaciones asignadas. La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomiso (Ley Nro. 24.441).

Descripción del Fiduciario

Dado que el fiduciario asume la obligación, respecto de los valores de deuda fiduciaria, de efectuar o causar que se efectúen los pagos previstos sujeto a que se hayan recibido los pagos que correspondan bajo el activo subyacente, y que el fiduciario es responsable en caso de dolo o culpa, resulta procedente un análisis de los antecedentes generales del fiduciario.

Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. se constituyó en mayo de 2003 en la ciudad de Rosario, provincia de Santa Fe. Su capital accionario está dividido entre el Mercado de Valores de Rosario S.A., el Mercado a Término de Rosario S.A. y la Bolsa de Comercio de Rosario. Las tres entidades pretenden dar vida al fideicomiso financiero como instrumento de financiación actuando de forma conjunta, aprovechando sus recursos operativos y técnicos.

Del análisis efectuado surge que Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. cuenta con una adecuada eficiencia operacional y con los suficientes antecedentes como para actuar como fiduciario de la operación y asumir la obligación, respecto de los valores de deuda

fiduciaria, de efectuar o causar que se efectúen los pagos previstos sujeto a que se hayan recibido los pagos que correspondan bajo el activo subyacente.

Gastos del Fideicomiso Financiero

Para afrontar los gastos correspondientes al fideicomiso financiero, el fiduciario retendrá del precio de colocación un monto fijo de US\$ 190.164,67 que se asignará a un fondo de gastos, el cual se destinará a cancelar los gastos del fideicomiso financiero. Cuando a juicio del fiduciario el monto acumulado en dicho fondo de gastos alcanzare para pagar la totalidad de los gastos o finalice el fideicomiso, el fondo de gastos será liberado para la acreditación de dichos fondos a la cuenta liquidez del fideicomiso financiero. El fiduciario será reembolsado de todos los costos y gastos en que incurriere con relación al cumplimiento de lo establecido en el presente fideicomiso, quedando entendido que en ningún caso se le exigirá efectuar desembolsos con sus propios fondos.

Fuentes

- Prospecto de Programa Global de Valores Fiduciarios "Rosfid"
- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Agromas I

Definición de las calificaciones asignadas

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Valores de deuda fiduciaria: 'raAA-'

Una obligación calificada 'raAA' difiere levemente de la calificación más alta de la escala. La capacidad del emisor de hacer frente a los compromisos financieros de la obligación analizada en relación con otros emisores argentinos es MUY FUERTE.

Los símbolos "+" y "-" se utilizan para destacar fortalezas relativas dentro de las categorías de calificación 'raAAA' a 'raB'.

Nota

Este informe debe ser analizado en forma conjunta con el prospecto de la emisión y la información allí contenida.

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's International Ratings LLC (Suc. Argentina), Registro CNV N°2, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., Leandro N. Alem 855, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.