

Financiamientos
Estructurados/Venezuela
Análisis de Riesgo

Titularizadora Occidental de
Descuento, S.A.

Ratings

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Títulos de Participación	A2	NR	Abr-08

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

Pedro El Khaouli
(58 212) 286 32 32
pedro.elkhaouli@fitchvenezuela.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 37 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Fundamentos

La operación analizada a continuación consiste en la titularización de una nota denominada en moneda local emitida por Merrill Lynch & Co., Inc. (ML&Co) denominada “Zero Coupon Notes Due January 27, 2009” (Activo Subyacente) por la cantidad de 750 millones de bolívares fuertes pagadera a vencimiento (270 días), de acuerdo con las características del “Private Placement Memorandum dated January 23, 2004”. Dicha nota será vendida por Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A. (Interesado) a la Titularizadora Occidental de Descuento, S.A. (Emisor), para que esta última emita Títulos de Participación por 600 millones de bolívares fuertes. Vale destacar que el Emisor aportará el Activo Subyacente a un Fideicomiso en Garantía con el objeto que dicho activo sea utilizado exclusivamente para el pago de los Títulos de Participación.

El Activo Subyacente se constituye en una obligación de pago de ML&Co, quien cuenta con una muy alta calidad crediticia y representa el único flujo de caja disponible para la cancelación de los Títulos de Participación, siendo que esta institución tiene asignada una calificación de riesgo internacional de emisor (IDR) de A+ para el largo plazo y de F1 en el corto plazo.

Fitch Venezuela considera que la constitución del Fideicomiso en Garantía con el que cuenta la estructura mitiga el riesgo de insolvencia del Emisor y por lo cual, bajo esta estructura, los inversionistas estarían principalmente expuestos al riesgo de insolvencia de ML&Co. Sin embargo, de acuerdo con las condiciones pactadas en la obligación de pago de ML&Co que conforma el Activo Subyacente, los inversionistas también asumen riesgo de convertibilidad y transferencia de la moneda, ya que si a juicio de ML&Co esta institución no puede cancelar a la fecha de vencimiento su obligación en moneda local, lo haría en moneda extranjera a un tipo de cambio que no está previamente establecido, lo que podría afectar el pago de los Títulos de Participación.

Características Principales
Tipo Emisión: Títulos de Participación
Monto de Emisión: Bs.F. 600.000 MM
Precio: a descuento
Plazo: 270 días
Pagos: al vencimiento
Sobrecolateralización: 20%
Fuente de Repago: Nota Cero Cupón emitida por Merrill Lynch & Co., Inc.

Fortalezas y Oportunidades

- Calidad Crediticia del Activo Subyacente
- Fideicomiso en Garantía
- Sobrecolateralización

Debilidades y Amenazas

- Efecto de restricciones cambiarias

Abril 2008

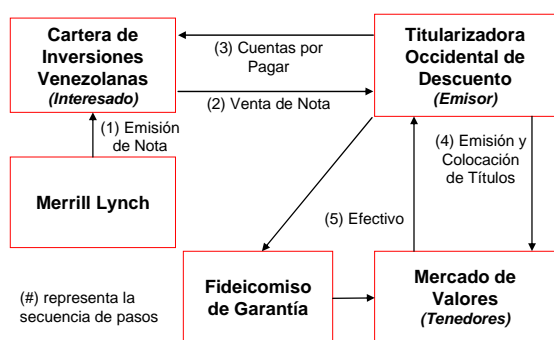
“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

www.fitchvenezuela.com

- La Estructura

La operación consiste en la emisión de Títulos de Participación nominativos por parte de la Titularizadora Occidental de Descuento, S.A. (Emisor), para la titularización de una nota cero cupón (Activo Subyacente), emitida por Merrill Lynch & Co., Inc. (ML&Co), la cual será entregada mediante contrato de compra-venta de activos por Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A. (Interesado). La operación se encuentra dentro del marco legal establecido por las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos, dictadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV) el 9 de septiembre de 2002.

Figura No. 1. Esquema General de la Titularización



Con esta operación el Interesado busca levantar recursos del mercado de valores, a través del Emisor, como mecanismo de financiamiento y neutralización de sus pasivos. En ese sentido, los recursos generados serán destinados a la cancelación parcial de las obligaciones asumidas con instituciones financieras nacionales, de forma directa o bien a través de sus empresas filiales o relacionadas, todo ello con la finalidad de mejorar su flujo de caja.

La nota de ML&Co que será empleada como Activo Subyacente para la titularización, se denomina "Zero Coupon Notes Due January 27, 2009", y ha sido emitida de acuerdo con las características del "Private Placement Memorandum dated January 23, 2004", por lo que no se encuentra registrada bajo el "Securities Act of 1933" en los Estados Unidos de América. Dicha nota no podrá ser negociada por ningún motivo en los Estados Unidos de América, ni por inversionistas de ese origen. La nota ha sido emitida con un valor nominal en moneda local equivalente a 750 millones de bolívares fuertes, a nombre del Interesado (paso 1), pagadera en moneda local a los doscientos setenta (270) días como plazo de vencimiento establecido. Esta nota se constituye en una obligación formal e inequívoca de pago por parte de ML&Co y representa el único flujo de caja disponible para la cancelación de los Títulos de Participación al vencimiento de los mismos.

El esquema de la titularización consiste en que el Interesado, quien a su vez actúa como Originador, otorgará mediante contrato de compra-venta (paso 2) la nota de ML&Co al Emisor, quien a su vez aportará el Activo Subyacente a un Fideicomiso de Garantía con el objeto que dicho activo sea utilizado exclusivamente para el pago de los Títulos de Participación. En ese sentido, C.A. de Seguros La Occidental actuará como fiduciario del Fideicomiso de Garantía y como Vehículo de Propósito Especializado (VPS) en este esquema. Finalmente el Emisor llevará a cabo (paso 4) una oferta pública de Títulos de Participación nominativos y recibiendo a cambio los fondos de los inversionistas (paso 5). Los mencionados Títulos de Participación tendrán un valor nominativo que no superará los 600 millones de bolívares fuertes y serán emitidos a descuento. En ese sentido, la diferencia entre el valor nominal de la nota de ML&Co (750 millones de bolívares fuertes) y el de los instrumentos en circulación (600 millones de bolívares fuertes), permanecerá como margen de sobrecolateralización.

Transcurridos los doscientos setenta (270) días, ML&Co cancelaría los 750 millones de bolívares fuertes al Fiduciario quien utilizaría dichos recursos para pagar a los tenedores de los Títulos de Participación según lo estipulado en el Contrato de Fideicomiso en Garantía. Sin embargo, en caso de existir inconvenientes en la convertibilidad de recursos, ML&Co prevé honrar sus obligaciones en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica y por lo cual se sucederían algunos pasos adicionales con el objeto de cumplir con el pago de los Títulos de Participación (ver riesgos).

- El Interesado

El Interesado es Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A., sociedad mercantil debidamente constituida conforme a la legislación venezolana en 1990, teniendo como objeto social, de acuerdo a lo establecido en su documento constitutivo-estatutario, el estudio, planificación, desarrollo y ejecución de inversiones inmobiliarias, dentro de la cual se incluyen la compra, permuta o enajenación de cualquier forma de bienes y derechos sobre muebles e inmuebles.

El Interesado es una empresa que actúa como holding de varios negocios financieros (bancos y seguros) y no financieros (hidrocarburos, inmobiliarios, industrial, servicios, seguridad y transporte de valores), dentro y fuera de Venezuela. Entre las instituciones financieras que conforman el holding se encuentra el Emisor (Titularizadora Occidental de Descuento) y el agente de pago (Banco Occidental de Descuento, Banco Universal, C.A.), así como el Fiduciario.

- El Fiduciario

El Fiduciario del Fideicomiso en Garantía es la C.A. de Seguros La Occidental, empresa de seguros constituida en el año 1956 y autorizada para actuar como Fiduciario. El Fideicomiso de Garantía tiene por objeto garantizar el pago a los tenedores de los Títulos de Participación con el producto generado por el Activo Subyacente y por lo cual el Fiduciario asumiría la obligación de cobrar el Activo Subyacente y entregar los fondos recibidos a los tenedores de los Títulos de Participación. De acuerdo con una opinión legal de una empresa independiente suministrada por el Emisor, la constitución del Fideicomiso en Garantía aislaría a los tenedores de los Títulos de Participación del riesgo insolvencia del Emisor por cuanto el Activo Subyacente no formaría parte de la prenda común de sus acreedores. Mas aún, según la Ley de Fideicomisos, el Fideicomiso constituye un patrimonio separado cuyos bienes no pertenecen al Fiduciario sino que cumplen un objetivo específico contenido en un determinado contrato, en este caso, el contrato de Fideicomiso en Garantía, lo cual también aísla el Activo Subyacente del riesgo de insolvencia del Fiduciario siendo que en este caso sólo quedaría presente el riesgo operativo relacionado con el manejo de los fondos fiduciario.

- Merrill Lynch & Co., Inc.

El Activo Subyacente para la titularización está constituido únicamente por la nota de Merrill Lynch & Co., Inc. (ML&Co) denominada “Zero Coupon Notes Due January 27, 2009”, y ha sido emitida de acuerdo con las características del “Private Placement Memorandum dated January 23, 2004”. ML&Co es una firma líder en el mercado global de valores, ofreciendo a sus clientes individuales y corporativos productos y servicios de inversión, así como asesorías financieras. La institución tiene presencia en los mercados financieros más importantes a nivel mundial y cuenta con más de mil millones de dólares en activos al cierre de diciembre del año 2007. El 24 de octubre de 2007 Fitch redujo en una categoría las calificaciones internacionales asignadas a ML&Co hasta el nivel A+ desde el nivel AA- para el largo plazo y hasta F1 desde F1+ para el corto plazo, manteniendo una perspectiva negativa. Tales calificaciones fueron ratificadas el 17 de enero de 2008 luego de los esfuerzos que ha venido llevando a cabo la institución por levantar capital, reducir su apalancamiento y mantener su posición de liquidez.

- El Emisor

El Emisor es la Titularizadora Occidental de Descuento, S.A., sociedad mercantil domiciliada en Caracas, constituida el 12 de abril de 2006, la cual tiene como objetivo colocar, negociar, adquirir o recibir activos subyacentes de cualquier naturaleza, con el objeto de respaldar ofertas públicas o privadas de Títulos de Participación emitidas o efectuadas por ella misma dentro del Territorio Nacional. En ese sentido, la empresa se encargará de los procesos de titularización de activos, mediante la constitución, a través de mecanismos existentes, de activos subyacentes de cualquier naturaleza, acorde con el marco jurídico que establecen las normas emitidas por la CNV. La Titularizadora está poseída en un setenta por ciento (70%) por el Originador y en un treinta por ciento (30%) por FV Holdings, S.A. Esta sería la cuarta titularización que lleva a cabo la empresa, para lo cual cuenta con un capital suscrito y pagado de 7 millones de bolívares fuertes.

- Riesgos de la Estructura

Como se mencionó anteriormente los inversionistas están expuestos al riesgo de convertibilidad y transferencia de la moneda ya que si a juicio de ML&Co esta institución no puede cancelar a la fecha de vencimiento su obligación en moneda local, lo haría en moneda extranjera. Es así como de acuerdo con las condiciones del prospecto ante esta eventualidad ML&Co pagaría su compromiso mediante un depósito en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica en una cuenta en Londres, a un tipo de cambio que sería determinado por un agente de cálculo de ML&Co sin que exista una fórmula preestablecida para llevar a cabo dicho cálculo. De ocurrir lo anterior, el Fiduciario podría no disponer de los recursos necesarios para hacerle frente a las obligaciones contraídas con los tenedores de los Títulos de Participación en forma oportuna y tendría que buscar alternativas de conversión para el pago a los tenedores de los Títulos de Participación en moneda local lo cual eventualmente significaría una pérdida de valor para los inversionistas en función de las tasas de conversión utilizadas.

De acuerdo con la estructura prevista, los inversionistas no están expuestos a riesgo de tasas de interés toda vez que los Títulos de Participación serán emitidos a descuento. Igualmente, al haberse analizado los plazos de vencimiento previstos para los Títulos de Participación y el Activo Subyacente, se considera que no existe riesgo asociado al descalce de liquidez.

Características de la Emisión

Emisor:	Titularizadora Occidental de Descuento, C.A.
Originador e Interesado:	Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A.
Identificación de la Emisión:	Emisión 2008-I , 2008-II; 2008-III; 2008-IV; 2008-V
Tipo de Emisión:	Títulos de Participación
Monto:	Bs.F. 600 millones
Rendimiento:	A descuento
Plazo:	270 días
Riesgo Emisiones:	A2
Categoría A	Corresponde a aquellos instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no debería verse afectada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. Sólo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A2	Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Fitch Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión serán destinados a la cancelación parcial de las obligaciones asumidas por el Originador e Interesado con instituciones financieras nacionales de forma directa o bien a través de sus empresas filiales o relacionadas, todo ello con la finalidad de mejorar su flujo de caja.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas del Emisor (Titularizadora Occidental de Descuento, C.A.) celebrada en fecha 28 de marzo de 2008.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Información financiera de la operación.2. Entrevistas a Ejecutivos del Emisor.3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Titularizadora Occidental de Descuento, C.A. de fecha 15 de abril de 2008.

Abril 2008

"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

www.fitchvenezuela.com