

Financiamientos
Estructurados/Venezuela
Análisis de Riesgo

Titularizadora Occidental de Descuento, C.A.

Ratings

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Títulos de Participación	A2	NR	Jul-06

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

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

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 37 43
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Características Principales

Tipo Emisión: Títulos de Participación
Monto de Emisión: VEB 208.000 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
- Sobrecolateralización de la Estructura

Debilidades y Amenazas

- Riesgos legales
- Efecto de restricciones cambiarias

Fundamentos

La operación analizada a continuación consiste en la titularización de una nota emitida por Merrill Lynch & Co., Inc. (ML&Co) denominada “Zero Coupon Notes Due April 24, 2007” (*Activo Subyacente*) por la cantidad de 260 mil millones de bolívares pagadera a vencimiento (270 días) en moneda local, de acuerdo con las características del “Private Placement Memorandum dated January 23, 2004”. Dicha nota será vendida por Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A. (*Originador e Interesado*) a la Titularizadora Occidental de Descuento, C.A. (*Emisor*), para que esta última actúe como *Vehículo de Propósito Especializado* (SPV) y emita los Títulos de Participación nominativos por 208 mil millones de bolívares.

Los recursos generados por la mencionada emisión serán destinados a la cancelación parcial de las obligaciones asumidas por el *Originador* 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 se constituye en una obligación formal e inequívoca de pago por parte 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 AA- para el largo plazo y de F1+ en el corto plazo. Vale destacar que, si bien esta alta calidad crediticia del *Activo Subyacente* se corresponde con el menor nivel de riesgo en el mercado venezolano, existen una serie de riesgos como lo son el legal y el financiero que no permiten trasladar completamente esta calidad crediticia de dicho activo a los Títulos de Participación. Sin embargo, se considera que por la característica de corto plazo de esta emisión, hace que tales riesgos se encuentran razonablemente mitigados, a través de ciertos mecanismos con los que cuenta la estructura, como lo son el nivel de sobrecolateralización, restricciones estatutarias del SPV, entre otros.

Julio 2006

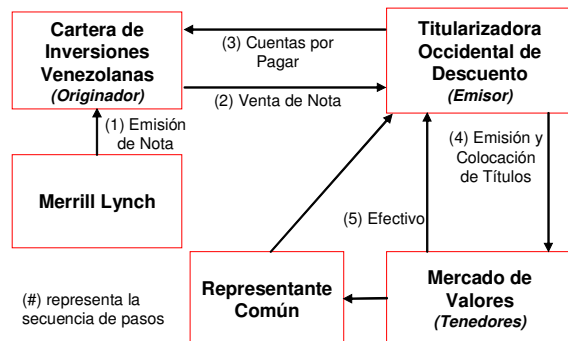
“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

www.fitchvenezuela.com

• La Estructura

La operación consiste en la emisión de Títulos de Participación nominativos por parte de la Titularizadora Occidental de Descuento, C.A. (*Emisor*), el cual sirve como *Vehículo de Propósito Especializado* (SPV), 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. (*Originador o 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



El *Originador* con esta operación 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 April 27, 2007”, y ha sido emitida de acuerdo con las características del “Private Placement Memorandum dated January 23, 2004”, por lo que no se encuentra registrada de acuerdo al “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 260 mil millones de bolívares, a nombre del *Originador* (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 por lo tanto, representa la única fuente de pago para la cancelación a los tenedores de los Títulos de Participación al vencimiento de los mismos. Por otro lado, en caso que se

presenten inconvenientes que impidan la cancelación en bolívares al vencimiento, producto de la existencia de mayores limitaciones asociadas al control de cambio vigente en el país, la nota será pagada por ML&Co a su valor nominal en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica en una cuenta ubicada en Londres, a un tipo de cambio que será establecido por un agente de cálculo perteneciente a esta empresa.

El Originador otorgará mediante contrato de compra-venta -true sale- (paso 2), la nota de ML&Co al Emisor, en su rol de Vehículo de Propósito Especializado (SPV), quedando registrado en éste último una cuenta por pagar al Originador (paso 3) por concepto de dicha venta. Finalmente el Emisor ejecutará la operación realizando (paso 4) una oferta pública de Títulos de Participación nominativos, teniendo como Activo Subyacente la mencionada nota y recibiendo a cambio los fondos de los inversionistas (paso 5). Vale destacar, que la cuenta por pagar originada por la venta de la nota, será honrada con el producto de la emisión de los Títulos de Participación y el saldo no colocado efectivamente, estará subordinada al pago de los inversionistas o tenedores de los Títulos de Participación luego de su vencimiento. Los mencionados Títulos de Participación tendrán un valor nominativo que no superará los 208 mil millones de bolívares y serán emitidos a descuento. En ese sentido, la diferencia entre el valor nominal de la nota de ML&Co (260 mil millones de bolívares) y el de los títulos en circulación (208 mil millones de bolívares, en caso que sea colocada en su totalidad), permanecerá como margen de sobrecolateralización el cual equivale al 20% del monto emitido.

Transcurridos los doscientos setenta (270) días de la emisión de la nota que sirve como activo subyacente, ML&Co estará obligado a cancelar los 260 mil millones de bolívares. 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 a los inversionistas (ver riesgos financieros).

▪ El Originador

El *Originador e 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 *Originador* 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.).

▪ 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 April 24, 2007”, 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 681 mil millones de dólares en activos al cierre de diciembre del año 2005. Fitch Ratings le ha otorgado a ML&Co, una calificación de riesgo internacional de emisor (IDR) de AA- para el largo plazo y de F1+ en el corto plazo, la cual fue afirmada en mayo de 2006, manteniendo una perspectiva estable, basado fundamentalmente por su alta calidad crediticia y su excelente capacidad de pago de sus obligaciones financieras de manera oportuna, así como por su razonable nivel de apalancamiento y liquidez.

▪ El Emisor

El *Emisor* es la Titularizadora Occidental de Descuento, C.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. Asimismo, mediante Asamblea Extraordinaria de fecha 31 de julio de 2006, se limitó el objeto societario para que este exclusivamente relacionado con los títulos de participación, incorporando dentro de sus facultades, la administración, gestión, representación y coordinación en general de procesos de oferta pública de títulos de participación, con especial dedicación a aquellos que tengan como base activos subyacentes que respalden emisiones bien sean privadas o públicas. 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

primera titularización que lleva a cabo la empresa, para lo cual cuenta con un capital suscrito y pagado de 7 mil millones de bolívares, representados totalmente en efectivo.

▪ Representante Común

El Representante Común designado para proteger y velar por los derechos patrimoniales de los inversores o tenedores de los Títulos de Participación ante el *Emisor* es Inverunión Banco Comercial, C.A. La figura del Representante Común quedó establecida, para que éste tenga la responsabilidad de velar por los derechos patrimoniales de los inversores frente al *Emisor* en cuanto a los Títulos de Participación colocados en el mercado de valores. Asimismo, se estableció que el Representante Común deberá participar y aprobar, entre otros aspectos, en decisiones relacionadas con endeudamientos por parte del *Emisor*, así como para la ejecución de procesos de fusión, todo ello con el objetivo de reducir el riesgo de insolvencia del SPV que podría afectar el pago de las obligaciones financieras contraídas con los tenedores.

▪ Riesgos de la Estructura

A continuación se analizan los riesgos asociados con la presente estructura a los que estarían expuestos los inversionistas:

Riesgos legales. Estos están relacionados con la posibilidad de limitar o disminuir la capacidad de pago del Emisor debido a consideraciones legales asociadas a la operación y/o a los entes que participan en la estructura. En ese sentido, la legislación del mercado de valores no prevé la existencia de un SPV que esté protegido por ley del riesgo de insolvencia (patrimonio separado) del Emisor ni tampoco el mismo ha sido instrumentado a través de un fideicomiso o a una compañía (orphan company) que no tenga interés en el Activo Subyacente sino que dicho Emisor quien también actúa como SPV es una compañía anónima afectada por el riesgo de insolvencia como cualquier otra entidad y es además controlado por el Originador, razón por la cual tampoco es posible aislar dicho vehículo del riesgo de insolvencia del Originador. Sin embargo, la estructura prevé una serie de medidas que han sido implementadas con el objeto de mitigar los riesgos anteriores. Tales medidas incluyen el hecho que en los estatutos del SPV se establecen una serie de restricciones en cuanto a las operaciones que se puedan realizar, relacionadas con la contratación de endeudamiento financiero, venta de activos, llevar a cabo procesos de fusión, registrar gastos que reduzcan el capital de la empresa, entre otras, todo ello, con el objetivo de reducir su riesgo de insolvencia. A su vez, se ha establecido la condición de no realizar modificaciones estatutarias al SPV a menos que las mismas sean aprobadas por el Representante Común de los Tenedores. Si bien las situaciones antes descritas no aíslan totalmente a los

inversionistas de los riesgos mencionados se considera que, por tratarse de una emisión de corto plazo, tales limitaciones permiten razonablemente mitigar los mencionados riesgos.

Riesgos financieros. Estos están principalmente relacionados con la posibilidad que por efectos de mayores limitaciones del régimen de control de cambio, se impacte la capacidad de pago del *Emisor* para cumplir con las obligaciones contraídas con los tenedores de los Títulos de Participación. Es así como, en caso que ML&Co no pueda cancelar a la fecha del vencimiento el valor nominal de la nota emitida en moneda local, dicho pago se realizaría mediante depósito en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica en una cuenta en Londres, a un tipo de cambio que será determinado por un agente de cálculo de ML&Co. De ocurrir lo anterior, el *Emisor* no dispondría a la fecha establecida de los recursos necesarios para hacerle frente a las obligaciones financieras contraídas que en moneda local mantiene con los tenedores de los Títulos de Participación y por lo cual tendría que recurrir a la conversión del depósito realizado por ML&Co en dólares a moneda local sin que exista una fórmula presstablecida para llevar a cabo dicho cálculo. En este sentido, Fitch

Venezuela ha analizado varios escenarios que reflejan distintos porcentajes de recuperación de pago en función de posibles diferencias en las tasas cambiarias utilizadas para la conversión de las obligaciones de ML&Co en dólares y su posterior repatriación en bolívares. Así, bajo un escenario conservador en el que ML&Co llegase a hacer el depósito de sus obligaciones al tipo de cambio de 3.600 bolívares por dólar (tasa que pudiera emplear el agente de cálculo para esta operación) y que el *Emisor* tuviera que repatriar el mencionado depósito al tipo de cambio de 2.150 bolívares por dólar para el pago de los Títulos de Participación, entonces la recuperación de pago de los mismos sería de 74,65%, una vez consumido el sobrecolateral del 20%.

Por otro lado, cabe destacar, que 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 establecido que los plazos de vencimiento de cualquiera de las series de los Títulos de Participación serán igual al de la mencionada nota que sirve como activo subyacente, se considera que el riesgo asociado al descalce de liquidez esta mitigado.

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 2006-I
Tipo de Emisión:	Títulos de Participación
Monto:	Bs. 208.000 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 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 2 de junio de 2006.
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. publicado en julio de 2006.

Julio 2006

"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."