

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	A1	NR	Jul-07

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 May 16, 2008” (Activo Subyacente) por la cantidad de 500 mil millones de bolívares 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 400 mil millones de bolívares. 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 AA- 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, siendo que los inversionistas en adición al riesgo de crédito de ML&Co sólo estarían 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 en un banco localizado en Londres. Vale destacar que este riesgo no afectó el pago oportuno en moneda local de la emisión 2006 Serie I (27 de mayo de 2007).

Características Principales
Tipo Emisión: Títulos de Participación
Monto de Emisión: Bs. 400.000 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

Agosto 2007

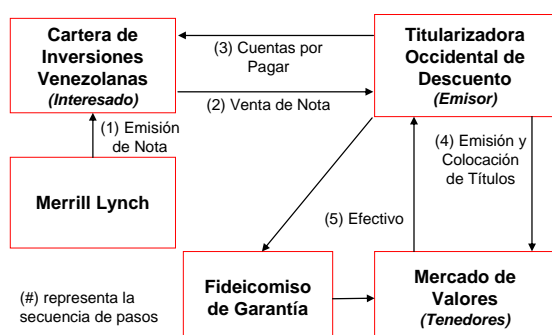
“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

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 May 16, 2008”, 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 400 mil millones de bolívares, 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 (SPV) 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 400 mil millones de bolívares y serán emitidos a descuento. En ese sentido, la diferencia entre el valor nominal de la nota de ML&Co (500 mil millones de bolívares) y el de los instrumentos en circulación (400 mil millones de bolívares), permanecerá como margen de sobrecolateralización, el cual equivale al 20% del monto emitido.

Transcurridos los doscientos setenta (270) días, ML&Co cancelaría los 500 mil millones de bolívares 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 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 May 16, 2008”, 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 841 mil millones de dólares en activos al cierre de diciembre del año 2006. 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 2007, 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, 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 segunda 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.

- 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 en moneda local a los tenedores de los Títulos de Participación lo cual eventualmente podría significar una pérdida de valor para los tenedores de los Títulos de Participación en función de las tasas de conversión utilizadas. Vale destacar que este riesgo no afectó el pago oportuno en moneda local de la emisión 2006 Serie I (27 de mayo de 2007).

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.