

## Financiero/Venezuela Análisis de Riesgo

## Toyota Services de Venezuela, C.A.- (TSV)

### Ratings

Calificación Emisor	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Largo Plazo	AA+(ven)	NR	May-07
Corto Plazo	F-1+(ven)	NR	May-07

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Emisión 2007	A2	NR	May-07

NR – No calificado anteriormente; OQ – Obligaciones Quirografarias

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 38 44  
[jorge.yanes@fitchvenezuela.com](mailto:jorge.yanes@fitchvenezuela.com)

Pedro El Khaouli  
(58 212) 286 32 32  
[pedro.elkhaouli@fitchvenezuela.com](mailto:pedro.elkhaouli@fitchvenezuela.com)

### Perfil

TSV fue constituida en el año 2001 con el objetivo de ofrecer financiamiento a los clientes de Toyota en Venezuela. La empresa es una subsidiaria 100% poseída de forma indirecta por Toyota Motor Corporation (TMC), empresa domiciliada en Japón y que cuenta con una calificación internacional AAA/F-1+ asignada por Fitch Ratings. Al cierre de marzo del año 2007, TSV mantenía una cartera de créditos de 545.000 millones de bolívares.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Apoyo provisto por Toyota Motor Corporation
- Posición de liderazgo en su mercado relevante
- Bajos niveles de morosidad

#### Debilidades y Amenazas

- Muy bajo nivel de Capitalización
- Crecimiento atado al desempeño de la fabricación e importación de vehículos
- Inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela

### Fundamentos

Las calificaciones asignadas a TSV reflejan fundamentalmente el apoyo provisto por Toyota Motor Corporation (TMC), quien controla a la empresa a través de un conjunto de subsidiarias localizadas en Japón y en Estados Unidos. Es importante destacar que las actividades de TSV están estrechamente vinculadas a las de su casa matriz, siendo que las mismas se rigen por las políticas y procedimientos para administración de riesgo diseñadas por TMC para sus subsidiarias financieras, cumpliendo con los estándares establecidos internacionalmente por el grupo. Fitch estima que TMC estaría en disposición de soportar a TSV, considerando la identificación comercial entre ambas empresas y calificación internacional AAA de TMC.

Las operaciones de TSV se han beneficiado desde su constitución por el claro reconocimiento de la marca y la adecuada calidad de servicio prestada a sus clientes, lo cual se refleja en una rápida respuesta a las solicitudes de financiamiento y en la ausencia en el cobro de comisiones. Estos factores le han permitido a la empresa participar en un 70% de las ventas a crédito realizadas por Toyota en Venezuela, lo cual representa un 38% de las ventas totales de la marca en el país. Asimismo, desde el año 2004, el sector automotriz venezolano ha experimentado un robusto crecimiento, explicado por el aumento del nivel de ingresos de la población, la drástica caída de las tasas de interés locales, lo cual ha facilitado el acceso al crédito, aunado al incremento en la propensión a la adquisición de vehículos, los cuales están siendo adquiridos en parte como medio de reserva del valor de patrimonio de los consumidores. En opinión de Fitch, las ventas de vehículos en el país podrían seguir manteniéndose en altos niveles a mediano plazo, lo cual seguiría apoyando los ingresos de TSV.

El sólido incremento de la cartera de créditos de TSV ha sido acompañado por muy bajos niveles de morosidad, soportados por la reciente constitución de la cartera, las adecuadas herramientas de análisis de crédito y el hecho que los contratos de financiamiento se rigen por la Ley de Venta bajo Reserva de Dominio.

La reciente constitución de la empresa, la rápida expansión de sus operaciones y el registro de rentabilidades negativas en los primeros años de actividad, arrastrados en parte por la amortización de gastos preoperativos, se han reflejado en altos niveles de apalancamiento. En opinión de Fitch, el mantenimiento de sólidos niveles de capitalización es clave para enfrentar pérdidas inesperadas, especialmente en un entorno altamente volátil como el venezolano.

Hasta el año 2006, todas las líneas de crédito manejadas por TSV estaban garantizadas por su casa matriz. Sin embargo, durante el año 2006 la empresa renegoció tales financiamientos con sus acreedores para eliminar este soporte crediticio explícito, siguiendo la política de TMC de apoyar financieramente a sus subsidiarias hasta que éstas alcancen rentabilidades positivas. La emisión de obligaciones quirografarias por 400.000 millones de bolívares a 5 años, si bien puede reflejarse en un incremento de las relaciones de apalancamiento de la empresa, el fortalecimiento patrimonial por la retención de las utilidades futuras podría mitigar este efecto.

Junio 2007

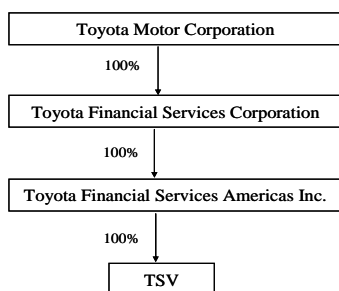
"Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente."

[www.fitchvenezuela.com](http://www.fitchvenezuela.com)

▪ Perfil

TSV fue constituida en el año 2001 con la intención de proveer financiamiento a los clientes de la marca Toyota en Venezuela. Específicamente, la empresa ofrece financiamiento para la adquisición de vehículos Toyota a personas naturales y jurídicas (plan menor) así como también a concesionarios autorizados (plan mayor). Asimismo, TSV también ofrece financiamiento para pólizas de seguro de los vehículos Toyota, emitidas por las principales empresas de seguros del país. En promedio, el 95% de los créditos otorgados por TSV se han destinado al financiamiento del plan menor, lo que ha determinado una adecuada atomización de la cartera de la empresa. TSV es poseída de manera indirecta por Toyota Motor Corporation, empresa localizada en Japón y que cuenta con una calificación de AAA/F-1+ otorgada por Fitch Ratings, denotando un sólido perfil crediticio.

**Gráfico N° 1**  
**Estructura Accionaria de TSV**



Desde sus inicios TSV ha contado con el apoyo operativo de TMC, siendo que la empresa opera con las políticas y procedimientos diseñados por la casa matriz para sus subsidiarias financieras en todo el mundo. En este sentido, TSV cuenta con políticas específicas para el manejo de la liquidez, constitución de provisiones y gestión de cobranzas, entre otros tópicos. TSV es sometida anualmente a un proceso de auditoría por parte del personal de Toyota Financial Services Americas para vigilar que se estén cumpliendo cabalmente todos los procesos operativos.

Vale destacar que dado que TSV financia exclusivamente la venta de vehículos bajo la marca Toyota en Venezuela, el crecimiento de la cartera de créditos de TSV se encuentra vinculado al desempeño del ensamblaje e importación de vehículos por parte de la planta de Toyota en el país. Actualmente esta planta se encuentra cerca de su máxima capacidad instalada mientras que las importaciones complementan la oferta de productos, siendo que estos alcanzan cerca del 46% de las ventas de Toyota en Venezuela. Esto último aunado al suministro de partes con un alto componente importado (aproximadamente un 68%) también refleja la dependencia de la operación de Toyota en Venezuela al oportuno suministro de divisas por parte de CADIVI quien regula la oferta de divisas dentro del régimen de control de cambios impuesto desde el 2003. Lo

anterior representa una limitación al crecimiento del volumen de negocios por parte de TSV.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2003-2007, auditados por la firma Espiñeira, Sheldon y Asociados, una firma miembro de PriceWaterhouseCoopers. Los estados financieros empleados siguen las normas establecidas por la Comisión Nacional de Valores e incluyen el efecto de la inflación.

▪ Ingresos y Gastos

**Ingresos:** Históricamente, los ingresos financieros han explicado en su totalidad la generación de recursos de TSV, siendo que la empresa no realiza operaciones de inversión en títulos valores. Los ingresos provenientes del financiamiento para adquisición de vehículos han representado en promedio el 91% de los ingresos de la empresa, mientras que el resto está constituido por el financiamiento para pólizas de seguro. Es importante destacar que, las tasas de interés máximas que pueden cobrar las empresas dedicadas al financiamiento para la adquisición de vehículos están reguladas por el Instituto Nacional de Defensa del Consumidor y Usuario (INDECU), siendo que las mismas resultan del promedio ajustado de las tasas para financiamiento de vehículos que publica el Banco Central de Venezuela<sup>2</sup>.

A pesar de la tendencia decreciente de las tasas de interés locales durante los últimos años, los ingresos financieros de TSV han aumentado significativamente desde su constitución, impulsados por la creciente demanda de vehículos en el país, aunado al hecho que, según estimaciones de la gerencia de la empresa, un 70% de las ventas a crédito realizadas por Toyota en Venezuela son financiadas por TSV, lo cual representa un 38% del total de las ventas de Toyota en el país. Sin embargo, tal comportamiento de los ingresos financieros no se ha reflejado en mejoras en la relación de margen financiero a activo promedio (NIM), el cual se ubicó en 5,7% al cierre del año fiscal 2007, arrastrados por el mayor apalancamiento asumido para soportar el crecimiento en el volumen de operaciones.

**Costos de Operación:** Históricamente, TSV había mantenido relaciones de costos operativos que comparan desfavorablemente con el promedio de instituciones financieras en el país, arrastradas principalmente por la amortización de gastos preoperativos registrados por la empresa desde su constitución en el año 2002. Es importante destacar que durante el año 2006, la empresa

<sup>2</sup> Gaceta Oficial Extraordinario No. 5712 del 22 de junio del año 2004

redujo el plazo de amortización de tales gastos de 5 a 4 años, originándose un gasto adicional de 509 millones de bolívares al cierre de marzo del año 2006. En opinión de Fitch, el significativo incremento del volumen de operaciones y el aprovechamiento de las economías de escala podrían reforzar la dilución de los costos operativos, lo que se reflejaría en futuras mejoras de estos indicadores. En este sentido, al cierre del año fiscal 2007, la relación de costos operativos a activo promedio se redujo hasta 3,7%, mientras que la relación de costos operativos a margen financiero bruto mejoró hasta 64,8%, ambos niveles inferiores a los reflejados históricamente.

**Gastos de Provisiones:** TSV tiene como política registrar una provisión genérica de 1% de todos los créditos suscritos de plan menor. Adicionalmente, la empresa genera una provisión correspondiente al 25% del saldo del crédito con un vencimiento superior a los 60 días, mientras que la provisión aumenta a 50% si el crédito supera los 90 días de vencimiento. Como resultado del mayor volumen de la cartera de créditos bruta durante los últimos años, los gastos por provisiones han venido reflejando incrementos en su constitución, siendo que al cierre del año fiscal 2007, las provisiones se incrementaron en un 68% hasta alcanzar 3.217 millones de bolívares.

**Rentabilidad:** Los indicadores de rentabilidad de TSV habían registrado históricamente valores negativos, afectados principalmente tanto por la amortización de los gastos preoperativos realizados al constituirse la empresa, como por el efecto de las pérdidas monetarias en los resultados de la misma. El sólido incremento en las operaciones de la empresa permitió a TSV mostrar una utilidad positiva de 9.163 millones de bolívares, mientras que las relaciones ROAA y ROAE se ubicaron en 1,7% y 43,9% respectivamente.

#### ■ Riesgos

La cartera de créditos de TSV representa la principal fuente de riesgo de su balance, siendo que, como se comentara anteriormente, la empresa no mantiene inversiones en títulos valores. Desde sus inicios, TSV ha contado con el apoyo operativo provisto por Toyota, lo que le ha permitido adoptar los procedimientos para otorgamiento de créditos que mantienen el resto de las subsidiarias de Toyota, dedicadas al financiamiento de vehículos en todo el mundo.

El proceso de levantamiento de la información al iniciarse la aplicación del crédito es realizado a través de la red de concesionarios Toyota en todo el país. La información es enviada a la sede de TSV en donde es verificada y analizada utilizando herramientas de buró de crédito y sistemas de *Scoring*. Los analistas de crédito tienen autonomía para aprobar solicitudes hasta por 35 millones de bolívares, el gerente de operaciones puede aprobar créditos hasta 80 millones de bolívares, mientras que el director general tiene un límite máximo de 155 millones de bolívares y el presidente de la empresa no tiene restricciones para la aprobación de créditos.

Durante el año fiscal 2007, TSV registró un crecimiento de un 125% en su cartera de créditos, impulsado por el incremento de 35% en las ventas de vehículos Toyota en el país durante ese período (50% de crecimiento del sector en conjunto). Es importante destacar que las ventas de vehículos en Venezuela se han beneficiado durante los últimos años por el incremento del nivel de ingreso de la población, la drástica reducción de las tasas de interés locales y la mayor propensión al consumo de vehículos, los cuales están siendo adquiridos en parte como medio de reserva de valor del patrimonio del consumidor.

Por su parte, cónsono con las características del negocio, TSV ofrece financiamiento para la compra de vehículos con plazos entre 12 y 60 meses, siendo que al cierre de marzo del año 2006, el plazo promedio de la cartera de créditos es de 33 meses. La naturaleza de largo plazo de la cartera de créditos de TSV se ha reflejado en descalces de entre activos y pasivos a través del tiempo. Sin embargo, los esfuerzos de la empresa para obtener financiamientos a largo plazo ha reducido tales descalces, siendo que la emisión propuesta de obligaciones se inserta dentro de esta estrategia.

Por otro lado, dado que un 95% de la cartera de financiamiento de TSV está dirigida al segmento de plan menor, la empresa ha mostrado una adecuada atomización de la cartera, siendo que las primeras 20 exposiciones crediticias representaban un 4% de la cartera de créditos total, mientras que la mayor exposición correspondía a tan solo un 0,4% de la cartera y un 7% del patrimonio de TSV.

**Morosidad y Reservas:** La reciente constitución de la cartera, las adecuadas herramientas de análisis de crédito y el hecho que el contrato de financiamiento se realiza acorde con la Ley de Venta con Reserva de Dominio han permitido mantener sólidos indicadores de calidad de activos. Así, al cierre de marzo del año 2007, la relación de cartera vencida a cartera bruta promedio alcanzó 0,3%, lo cual compara favorablemente con el sector financiero venezolano. Por su parte, el patrón de constitución de reservas de cartera, si bien ha permitido mantener la cobertura de la cartera morosa en altos niveles (596% al cierre del año fiscal 2007), solo cubre alrededor del 1,4% de la cartera bruta. Hasta la fecha, TSV ha recurrido de forma casi insignificante a castigos de cartera, siendo que desde su constitución, la empresa solo ha castigado 45 créditos, 13 de ellos posteriormente recuperados, mientras que el monto castigado en los últimos 3 años alcanzó unos 240 millones de bolívares.

**Riesgo Operativo:** El análisis del riesgo operativo en Venezuela sigue siendo una actividad incipiente. Sin embargo, dado que TSV sigue los procedimientos operativos utilizados por el resto de las subsidiarias comparables de Toyota Motor Corporation a nivel mundial, además que cuenta con una continua auditoría de procesos por parte de la casa matriz, en opinión de Fitch, el riesgo operativo se encuentra razonablemente mitigado.

- **Fondeo y Apalancamiento**

TSV procura la totalidad de los fondos para sus operaciones a través de líneas de crédito con los principales bancos del país y del capital propio de la empresa.

**Fondeo:** El fondeo de TSV depende fundamentalmente del financiamiento bancario, siendo que la empresa mantiene líneas de crédito con los principales bancos del país por un monto de unos 638 millardos de bolívares al cierre de marzo del año 2007. Desde su constitución hasta el año fiscal 2006, Toyota Financial Services Americas (TFSA) otorgó soporte crediticio para todos los financiamientos bancarios obtenidos por TSV, por el cual la empresa tuvo que cancelar una comisión denominada en dólares. Durante el año 2006, TSV renegoció los términos de las líneas de crédito, sustituyendo la garantía explícita por un documento denominado *Keepwell Agreement*, en donde TFSA reconoce el control accionario sobre TSV. Este cambio en la estrategia obedeció a la política de TFSA de apoyar a sus subsidiarias hasta que alcancen rentabilidades positivas, en términos históricos.

Como se comentara anteriormente, durante el año 2006, TSV comenzó un proyecto de extensión de los plazos de financiamiento, con el objetivo de mitigar los descalces entre activos y pasivos. La emisión de obligaciones a largo plazo planteada por empresa está enmarcada dentro de esta estrategia, siendo que TSV espera sustituir toda la deuda a

corto plazo y cerrar los descalces a plazos superiores a 48 meses.

**Capital:** Debido a la reciente constitución de la empresa y el registro de rentabilidades negativas en los primeros años fiscales, la relación de patrimonio a activo se ha reducido paulatinamente, siendo que al cierre de marzo del año 2007 este indicador se ubicó en 4%, nivel inferior al promedio de las instituciones financieras en el país. En opinión de la gerencia de la empresa, la obtención de utilidades positivas a corto plazo servirá para fortalecer el patrimonio de TSV, siendo que no está planteado el pago de dividendos en los próximos 5 años. El mantenimiento de sólidos niveles de capitalización es clave para incrementar la flexibilidad para enfrentar pérdidas inesperadas, especialmente en un entorno volátil como el sector automotriz venezolano.

- **Emisión de Obligaciones Quirografarias**

La emisión propuesta de obligaciones quirografarias por un total de 400.000 millones de bolívares a 5 años, tiene como propósito diversificar su fuente de financiamiento, así como también sustituir la deuda a corto plazo, mitigando los descalces entre activos y pasivos que generalmente ha experimentado la empresa. En opinión de Fitch, si bien la emisión puede reflejarse en un incremento de las relaciones de apalancamiento de la empresa, el fortalecimiento patrimonial por la retención de las utilidades futuras podría mitigar este efecto.

## Toyota Services de Venezuela C.A.

(Cifras Expresadas en millones de bolívares contantes al 31 de marzo de 2007)

	12 meses Mar-03	12 meses Mar-04	12 meses Mar-05	12 meses Mar-06	12 meses Mar-07
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>					
Ingresos financieros	8.942	18.947	30.219	46.952	72.065
Gastos financieros	7.327	8.751	14.437	27.508	41.134
	<b>Resultado financiero</b>	<b>1.615</b>	<b>10.196</b>	<b>15.782</b>	<b>19.444</b>
Otros ingresos operacionales netos	0	0	0	0	580
	<b>Resultado operacional bruto</b>	<b>1.615</b>	<b>10.196</b>	<b>15.782</b>	<b>19.444</b>
Gastos de operación totales	16.059	15.502	17.269	19.468	20.048
Gastos por provisiones por activos riesgosos	0	0	0	0	0
Pérdida Cambiaria	-8.354	-857	-52	0	0
	<b>Resultado operacional neto</b>	<b>-6.090</b>	<b>-4.449</b>	<b>-1.435</b>	<b>-24</b>
Impuestos	0	0	-374	592	2.300
	<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>-6.090</b>	<b>-4.449</b>	<b>-1.062</b>	<b>9.163</b>
<b>BALANCE GENERAL</b>					
<b>Activo</b>					
Disponibilidades	20.931	8.081	5.656	8.336	14.399
Inversiones en Valores	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar netas	42.148	68.917	161.778	238.862	543.286
Cuentas por cobrar	42.022	69.840	163.603	241.986	545.662
Intereses no Devengados	1.386	1.187	2.036	2.587	5.347
Provisiones	-1.261	-2.110	-3.861	-5.711	-7.723
Otros activos	7.075	5.044	4.743	4.792	16.103
	<b>Activo total</b>	<b>70.154</b>	<b>82.042</b>	<b>172.178</b>	<b>573.788</b>
<b>Pasivo</b>					
Deuda Financiera	45.810	60.600	148.428	176.020	287.050
Préstamos Bancarios	45.810	60.600	148.428	176.020	287.050
Otros Financiamientos	0	0	0	0	0
Deuda de Largo Plazo	0	0	0	52.720	247.859
Otros Pasivos	4.420	5.967	9.336	9.452	15.918
	<b>Pasivo total</b>	<b>50.230</b>	<b>66.567</b>	<b>238.192</b>	<b>550.827</b>
	<b>Patrimonio Total</b>	<b>19.923</b>	<b>15.475</b>	<b>14.414</b>	<b>22.960</b>
<b>PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS</b>					
<b>Liquidez</b>					
(Efectivo + Inv. En Valores)/Activos	29,8%	9,8%	3,3%	3,3%	2,5%
(Efectivo + Inv. En Valores)/Deuda Financiera de Corto Plazo	45,7%	13,3%	3,8%	4,7%	5,0%
Cuentas por Cobrar/Deuda Financiera	92,0%	113,7%	109,0%	135,7%	189,3%
<b>Calidad de activos</b>					
Morosidad a más de 90 días	n.d.	n.d.	0,3%	0,3%	0,3%
Reservas/Cartera demorada (> de 90 días)	n.d.	n.d.	590,0%	374,7%	596,4%
Morosidad neta a más de 90 días/Patrimonio	n.d.	n.d.	2,9%	3,9%	5,6%
Castigos/Cartera de cuentas bruta promedio	n.d.	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Financiero Bruto/Activo Promedio	n.d.	13,4%	12,4%	9,2%	5,7%
Gastos de Personal y Administración/Activo Promedio	n.d.	20,4%	13,6%	9,2%	3,7%
Gastos de Personal y Administración/Margen Financiero	994,3%	152,0%	109,4%	100,1%	64,8%
Gto. De Provisiones/Cartera bruta de de cuentas (Prom)	n.d.	n.d.	1,7%	1,1%	0,8%
ROAA	n.d.	-5,8%	-0,8%	-0,3%	1,7%
ROAE	n.d.	-25,1%	-7,1%	-4,4%	43,9%
<b>Apalancamiento</b>					
Patrimonio/Activo	28,4%	18,9%	8,4%	5,5%	4,0%
Patrimonio/Cartera de créditos (Neta)	47,3%	22,5%	8,9%	5,8%	4,2%
Pasivo/Patrimonio	2,52x	4,30x	10,95x	17,26x	23,99x
<b>Posición Neta en Moneda Extranjera (M USD)</b>	<b>4.579</b>	<b>1.349</b>	<b>118</b>	<b>456</b>	<b>275</b>

\* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos

---

## Características de la Emisión

---

<b>Emisor:</b>	Toyota Services de Venezuela C.A.
<b>Identificación de la Emisión:</b>	2007
<b>Tipo de Emisión:</b>	Obligaciones Quirografarias
<b>Monto:</b>	Hasta 400.000 millones de bolívares.
<b>Rendimiento:</b>	Fijada al momento de la emisión.
<b>Plazo:</b>	60 meses
<b>Riesgo:</b>	<b>A2</b>
<b>Categoría A</b>	Corresponde a instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pautados al momento de la emisión. Esta capacidad no se ve significativamente afectada ante eventuales cambios en el emisor, el sector económico donde este opera y en la economía en su conjunto.
<b>Subcategoría A2</b>	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.
<b>Periodicidad de Revisión:</b>	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.
<b>Uso de los Fondos:</b>	Los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Obligaciones, serán destinados al pago de pasivos a corto y mediano plazo contraídos con instituciones financieras domiciliadas en Venezuela.
<b>Autorización de la Emisión:</b>	La emisión fue aprobada en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas del día 15 de Mayo de 2007.
<b>Información Procesada:</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Edos. Financieros consolidados del emisor para el período 2003-2007.</li><li>2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.</li><li>3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.</li></ol>
<b>Sustento de la Calificación:</b>	Análisis Financiero de Toyota Services de Venezuela C.A. publicado en junio de 2007.

---

---

Junio 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](http://www.fitchvenezuela.com)