

Financiamientos
Estructurados/Venezuela
Análisis de Riesgo

Venezuela Oil Shipping LLC- (VENEZUELA OIL)

Ratings

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Títulos de Participación	A3	NR	Ago-05

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

Hilario Ramírez
(58 212) 286 32 32
hilario.ramirez@fitchvenezuela.com

Franklin Santarelli
(58 212) 286 38 44
franklin.santarelli@fitchvenezuela.com

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

Fundamentos

La estructura analizada a continuación está representada por Títulos de Participación sobre flujos de caja futuros provenientes del servicio de fletamento marítimo contratado por PDVSA Petróleo S.A. el cual será provisto por la empresa Sea Pioneer Shipping Corporation (*el Originador*), empresa constituida bajo las leyes de Panamá. De acuerdo con la estructura, *el Originador* ha cedido la totalidad los derechos económicos provenientes del contrato de fletamento celebrado entre *el Originador* y PDVSA a la empresa Venezuela Oil Shipping LLC quien actúa como *Interesado* de esta emisión. Se trata de un contrato a tiempo (time charter) de cinco años con posibilidad de ser prorrogado dos años adicionales, el cual se ha formalizado bajo la figura de un contrato “SHELLTIME 4” y está regido bajo las leyes del Reino Unido. La estructura financiera incluye la emisión de tres series de deudas a 3, 4 y 5 años, denominadas serie I, II y III respectivamente, las cuales tienen tasas de interés y amortización variable.

De acuerdo con las estimaciones de flujo de caja, se prevé una buena cobertura para con los compromisos adquiridos a través de la presente emisión. Vale destacar que los tenedores de dichos títulos enfrentan una serie de riesgos los cuales se abordan con mayor detalle a continuación entre los cuales se incluyen riesgos financieros, operacional, contraparte, mercado, legales, entre otros, todos los cuales podrían alterar el comportamiento de pago de la estructura analizada. En opinión de Fitch Venezuela, Sociedad Calificadora de Riesgo, S.A. el riesgo de las emisiones antes mencionadas se corresponde con la categoría A subcategoría A3. Esta calificación incluye instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.

Vale destacar que la presente emisión cuenta con un fondo inicial de efectivo de 9,5 millones de dólares, el cual se incrementaría paulatinamente hasta alcanzar el 35% del monto total emitido. Dicho fondo estará disponible para el pago de las obligaciones de capital e intereses derivadas de la presente emisión y operará de forma revolvente. Por su parte, la estructura también contará con un fondo inicial de efectivo en bolívares, equivalente al monto del servicio de la deuda de los primeros 3 meses. Esta calificación ha sido otorgada luego de la revisión de la información proporcionada por el emisor. Fitch Venezuela ratificará la presente calificación una vez se haya formalizado la suscripción de todos los contratos, se haya iniciado el servicio del contrato de fletamento cedido y se hayan cumplido las formalidades relativas para la constitución de los fondos de efectivo antes mencionados.

Agosto 2005

“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

encuentre “fuera de uso” por las razones definidas en el contrato¹.

▪ El Fiduciario

El *Fiduciario* está representado por el BNC, institución financiera de reciente constitución, poseída y gerenciada por un experimentado grupo de banqueros cuyas calificaciones asignadas por Fitch Venezuela, Sociedad Calificadora de Riesgo S.A. se corresponden con BBB-(ven) y F-3(ven) para el largo y corto plazo respectivamente. Las calificaciones anteriores se encuentran soportadas por amplios niveles de liquidez, una buena calidad de activos, la experiencia de la gerencia y el mantenimiento de niveles de capitalización suficientes. Por su parte, dichas calificaciones se encuentran limitadas por un menor spread financiero relativo, relaciones de eficiencia inferiores al promedio del mercado, una baja diversificación de ingresos, la mayor intervención del gobierno en el negocio bancario y, en general, la inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela. Al cierre de diciembre de 2004, la institución manejaba activos por más de 427 millardos de bolívares, equivalentes al 0,6% de la inversión gestionada del subsistema de Banca Comercial y Universal.

▪ El Agente de Cobranzas

Los pagos provenientes del contrato de fletamento serán depositados en una cuenta de garantía en BBO, una institución constituida bajo las leyes de Barbados, a favor del *Interesado*, por lo que BBO funge como *Agente de Cobranzas*. BBO tiene calificaciones de riesgo asignadas por Fitch Venezuela Sociedad Calificadora de Riesgo S.A. de A-(ven) y F-2(ven) para el largo y corto plazo respectivamente. Tales calificaciones se encuentran soportadas por el elevado nivel de capitalización, amplios niveles de liquidez y la experiencia de la gerencia que han resultado en resultados financieros muy superiores a los mostrados por sus competidores. A su vez, se encuentran limitadas por una alta concentración de sus operaciones, la dependencia de fuentes de ingresos no recurrentes y, en general, la inestabilidad del ambiente operativo en Venezuela. BBO constituido en 1989 es un holding de empresas financieras ubicadas en Venezuela y el extranjero manejaba activos consolidados por poco más de 72 millardos de bolívares al cierre de diciembre de 2004. Dentro de los activos más importantes destacan bbo Casa de Bolsa y bbo Sociedad Administradora de Entidades de Inversión Colectiva.

¹ A diferencia de un contrato de arrendamiento, podrían existir ciertas circunstancias bajo las cuales el contratante del servicio no paga por el derecho de uso del buque. Tales circunstancias incluyen reparaciones, mantenimiento, fallas del buque, maquinarias y/o equipos, entre otras.

▪ El Originador

El Originador es una empresa constituida bajo las leyes de Panamá con la finalidad de prestar el servicio de transporte marítimo de petróleo y derivados, así como, la prestación de servicios relacionados. *El Originador* es una empresa perteneciente al Grupo Maroil, el cual incluye un conjunto de empresas dedicadas a la prestación del servicio de transporte marítimo, gerencia de buques, trading de petróleo y derivados, intermediación de servicios de transporte marítimo, quien cuenta con el respaldo de un destacado equipo profesional con más de 15 años de experiencia en el negocio marítimo. De acuerdo con información financiera no auditada para el corte de cinco meses culminado en mayo de 2005 y otras informaciones suministradas por la gerencia, el Grupo Maroil posee activos por 247 millones de dólares y un patrimonio de 130 millones de dólares. Para esa fecha, el Grupo Maroil operaba unas 19 embarcaciones las cuales sirven diferentes rutas para cumplir los requerimientos de su principal cliente PDVSA, las cuales han transportado cerca de 40 millones de barriles de petróleo y derivados.

▪ Riesgos de la Estructura

La estructura analizada se corresponde con lo que típicamente se denomina una titularización de flujo de caja futuro la cual, en este caso, involucra los honorarios que el *Originador* cobraría a PDVSA por concepto del servicio de fletamento de buques para el transporte de petróleo de esta última empresa. A diferencia de una titularización de activos existentes, en este caso, el flujo de caja no existe en la actualidad, sino que el mismo se generará en la medida que el *Originador* preste el servicio contratado. Es por ello que, en la titularización de flujo de caja futuro, el riesgo de la estructura está íntimamente relacionado con el riesgo de la capacidad del *Originador* de seguir operando para generar dicho flujo de caja.

En estos casos, Fitch Venezuela analiza la posibilidad de que el *Originador* continúe operando (*going concern*) lo cual representa una medida del riesgo comercial y operativo de la empresa más que una medida de la capacidad de pago de la misma, como tradicionalmente se analiza cuando se trata de una emisión de deuda y por lo cual el aislamiento de los flujos de caja bajo una estructura como la analizada, permitiría lograr un nivel de riesgo mejor que el asignado al *Originador*. Este enfoque se basa en el hecho de que bajo ciertas circunstancias el *Originador* podría llevar a cabo un proceso de reestructuración financiera sin que necesariamente se vea afectada la prestación del servicio. Mas aún, el servicio de fletamento representa su principal línea de negocio por lo cual resulta difícil prever que éste cambie o abandone tal actividad. Sin embargo, tal aislamiento no es total ya que el desempeño del *Originador* y la estructura están vinculados. Dicha vinculación se fundamenta por el hecho de que todos los costos asociados con el servicio de este contrato estarán a

cargo del *Originador* y, bajo ciertas circunstancias, la rentabilidad de la empresa por el servicio de este contrato podría verse afectada. En opinión de Fitch Venezuela el riesgo crediticio asociado al *Originador* se encuentra dentro de la categoría B definida por la Comisión Nacional de Valores de Venezuela. Teniendo esto como referencia para el análisis de riesgo de los *Títulos de Participación*, vale destacar que existen una serie de riesgos adicionales a los que estarían expuestos los inversionistas los cuales se mencionan a continuación:

Riesgos financieros. Estos están relacionados con los efectos que fluctuaciones del tipo de cambio y las tasas de interés podrían ocasionar al servicio de la deuda, dado que el flujo de caja de la estructura analizada está originado en moneda extranjera (dólares) mientras que la deuda emitida a través de los *Títulos de Participación* está denominada en moneda local (bolívares), razón por la cual aumentos significativos en las tasas de interés y/o sobrevaluación de la moneda (riesgo cambiario) podrían afectar el servicio de la deuda. Sin embargo, se considera que dichos riesgos están razonablemente mitigados. Adicionalmente, en este caso, el riesgo de convertibilidad de la moneda es inexistente para los tenedores de los *Títulos de Participación*, ya que los compromisos para el servicio de la deuda están denominados en moneda local aunque tal riesgo si pudiese afectar la prestación de servicios por parte de el *Originador* cuyos costos de operación relacionados con el servicio de este contrato, el fletamento de barcos y, el pago de sus deudas, están mayormente denominados en moneda extranjera.

Riesgos operativos. El cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato es un aspecto clave para el mantenimiento de los flujos futuros, siendo que retrasos en la entrega de los buques a PDVSA y/o incumplimiento de algunas de las condiciones operativas podría afectar los flujos de caja de la estructura. Según declaraciones de la gerencia, los buques provistos por un armador internacional estarán disponibles a partir de los meses de septiembre y octubre del presente año momento en el cual se comenzará a servir el presente contrato. Adicionalmente, la continuidad de la operación está fundamentada en la experiencia del Grupo Maroil en el negocio del transporte marítimo.

Riesgos del deudor del contrato. En este contrato PDVSA actúa como único contratante del servicio razón por la cual el riesgo de la estructura está también altamente correlacionado con el desempeño de esta empresa. En opinión de Fitch Ratings, PDVSA posee una calificación de riesgo internacional de B+, similar a la asignada a la Republica Bolivariana de Venezuela y por lo cual a pesar de la concentración de riesgo de la estructura en PDVSA, no se considera que esta represente una limitación a la calidad crediticia asignada a los *Títulos de Participación*. PDVSA es la corporación más grande del país y una de las mayores empresas de petróleo y gas del mundo con activos

consolidados superiores a los 50 millardos de dólares. En opinión de Fitch Venezuela, Sociedad Calificadora de Riesgo, S.A. resulta de gran importancia para PDVSA el uso del servicio de fletamento de transporte de crudo, toda vez que la mayor parte de sus ingresos provienen de la actividad de exportación de petróleo y derivados. Lo anterior no se contrapone con el hecho de que PDVSA cuente con una flota propia para llevar a cabo este servicio ya que, por razones de diversificación y dadas las posibles limitaciones de la flota que PDVSA maneja, resulta de suma importancia mantener relaciones con proveedores de servicio de fletamento externos a la empresa. Mas aún, dada la intención de la empresa petrolera de desarrollar mercados no tradicionales como lo son los mercados de países que conforman el lejano oriente, incluyendo China e India, entre otros.

Riesgos de mercado. Si bien la estructura está expuesta a fluctuaciones en los precios del servicio contratado, el contrato establece un piso en el precio del flete a ser pagado por PDVSA por lo cual, el riesgo de precios esta razonablemente mitigado. Mas aún, existe la posibilidad de que en el mediano plazo el precio pagado por PDVSA sea superior al mínimo establecido en dicho contrato dadas las condiciones del mercado internacional de super tanqueros. Este supuesto se basa en el hecho de que el precio de los servicios de transporte marítimo de crudos ha experimentado un significativo aumento, ubicándose en uno de los niveles históricos más altos, el cual podría permanecer por algún tiempo adicional debido a ciertas condiciones estructurales del mercado. Los precios en el mercado internacional de fletamento de embarcaciones VLCCs dependen de una serie de factores, dentro de los cuales destacan: a) El crecimiento de las principales economías del mundo y su incidencia en la demanda mundial de petróleo; b) Modificaciones de las regulaciones internacionales en cuanto a las características de los buques que transportan crudos (ejemplo las limitaciones impuestas desde principios de los años 90's al tránsito de embarcaciones petroleras de casco simple, como medida de control ambiental); c) Cambios en la oferta de buques determinada por la desincorporación de unidades por obsolescencia, por su elevada vida útil, así como por la entrada de nuevos buques al mercado (debe tenerse en cuenta que desde que se ordena la construcción de un VLCC, hasta su entrega por parte del astillero, podrían transcurrir hasta tres años), entre otros factores.

Así, las regulaciones que restringen la utilización de tanqueros de casco sencillo con más de 25 años de vida útil, ha hecho que un número importante de embarcaciones construidas durante los años 70 hayan salido del mercado, o estén en proceso de desincorporación durante los próximos 5 años mientras que, por otro lado, el lejano oriente ha incrementado la demanda de materias primas en los últimos años, destacando el crecimiento de la demanda de China, India y Corea, gracias a la elevada tasa de crecimiento de sus economías. Todo ello aunado al hecho de que el

número de buques VLCCs considerados ociosos (en situación de fondeo o utilizados como almacenes flotantes), se ha reducido prácticamente a cero, lo cual resulta en una situación considerada por muchos analistas de equilibrio de mercado, donde la oferta actual de buques cubre la demanda de sus servicios. Es por ello que, desde finales de los años 90 se ha cerrado la brecha existente entre oferta y demanda de buques y con ello se ha registrado una tendencia alcista de los precios del fletamento por día, alcanzando un máximo de cerca de 90.000 dólares para el año 2004. Las estimaciones de crecimiento mundial y por ende del consumo de petróleo, junto al mantenimiento de una oferta reducida por razones ambientales y el relativo lento proceso de sustitución de los buques, podrían sugerir al menos el mantenimiento de los precios del fletamento en el mediano plazo, aunque la volatilidad del mercado petrolero mundial resulta en un factor de riesgo que no debe ser olvidado.

En cuanto a la demanda, el contrato establece el uso de las embarcaciones por parte de PDVSA durante un tiempo establecido (5 años, prorrogable por 2 años más) con la sola excepción de que dichas embarcaciones se encuentren “fuera de uso” por razones de reparaciones, mantenimiento, fallas del buque, maquinarias y/o equipos, entre otras especificadas en el contrato, razón por la cual el riesgo de demanda es mínimo.

Riesgos legales. Uno de los riesgos que pudiera afectar el desempeño de la estructura se refiere a riesgos legales. A pesar de que el plazo de duración estipulado en el contrato celebrado entre el *Originador* y PDVSA es de cinco años sin la posibilidad de ser interrumpido unilateralmente por alguna de las partes, aún existe la posibilidad de que dicho contrato sea renegociado de mutuo acuerdo, siendo que no es posible determinar a priori los efectos de una eventual renegociación sobre los flujos a ser recibidos por la estructura. Sin embargo, con la intención de minimizar este riesgo se ha establecido que para llevar a cabo cualquier cambio en las condiciones del contrato, el *Representante Común de los Obligacionistas* deberá aprobar tales condiciones con el objeto de preservar los intereses de los tenedores de los *Títulos de Participación*, según se ha establecido en el documento de cesión suscrito entre el *Originador* y el *SPV*.

También el servicio de fletamento podría estar sujeto a ciertas disputas legales en cuanto a cumplimiento de especificaciones y otras consideraciones establecidas en el contrato. Vale destacar que el contrato celebrado entre el *Originador* y PDVSA ha sido suscrito bajo las leyes del Reino Unido, por lo cual se considera que la amplia experiencia de los juzgados de esa jurisdicción en asuntos marítimos reducirían la posibilidad de que se aplicasen medidas arbitrarias sobre la materia en disputa. Por su parte, se considera que la experiencia del Grupo Maroil en la operación marítima y la relación establecida entre éste y PDVSA a través de varios contratos de fletamento mitiga razonablemente este riesgo.

▪ Soportes Crediticios

La estructura de cobros y pagos de la emisión, incluye la acumulación de fondos en efectivo que serán destinados al pago de las obligaciones contraídas a través de la presente emisión de *Títulos de Participación*. Así, la emisión contempla la creación de los siguientes fondos:

a) *Fondo Inicial de Intereses*. Se trata de un fondo constituido por el *Interesado* al momento de la emisión y administrado por el *Fiduciario*. Dicho monto será utilizado exclusivamente para el pago del servicio de deuda del primer trimestre de la emisión, período en el cual se estima que lleguen las embarcaciones que servirán este contrato.

b) *Fondo de Reserva*: Es el fondo que permitirá dar cumplimiento a los pagos de capital e intereses derivados de la presente emisión, el cual será manejado por el *Agente de Cobranza*. El Fondo de Reserva se constituirá con un aporte inicial de nueve millones quinientos mil dólares (USD 9,5 millones). De manera complementaria al aporte inicial, el *Agente de Cobranza* tiene instrucciones de acumular fondos adicionales proveniente de los pagos que PDVSA hará a una cuenta específica que mantiene este último, hasta alcanzar el monto total de diecinueve millones de dólares (USD 19 millones, equivalentes al 35% del monto emitido, incluyendo el aporte inicial). Dicho fondo se alimentará con el 50% de los pagos hechos por PDVSA, liberando el 50% restante al *Originador*. El Fondo de Reserva se utilizará para el servicio de la deuda (en este caso dicho fondo actúa más bien como un fondo de liquidez), siendo que se estima que el mismo recupere su nivel original siguiendo la misma forma de recolección enunciada anteriormente. De manera independiente, el Fondo de Reserva podría reducirse a lo largo del tiempo en caso que la devaluación de la moneda o la amortización de la presente emisión, haga que el valor en bolívares de dicho fondo supere el 60% de la deuda pendiente siendo que en este caso el *Agente de Cobranza* está autorizado a entregar al *Interesado* los flujos que superen dicho tope. La variabilidad del Fondo de Reserva dependerá del escenario real de tarifas de fletamento a ser pagadas por PDVSA, el comportamiento de las tasas de interés, tipo de cambio, entre otros aspectos. Se estima que dicho fondo sea suficiente para el pago de capital e intereses bajo un escenario que incluye el piso contractual del precio de fletamento y la ocurrencia de una baja devaluación del bolívar.

▪ Sensibilización de Proyecciones

Dada la estructura de la emisión y principalmente como consecuencia de cambios en ciertas variables que delinean el comportamiento del flujo de caja de la emisión, Fitch Venezuela ha evaluado los efectos que diferentes escenarios de precio de fletamento, tasas de interés y tasa de cambio producirían sobre el flujo esperado. Así, bajo el supuesto de un escenario conservador caracterizado por un

precio de fletamento en la banda inferior del contrato a lo largo de los 5 años de vigencia de la emisión (42.500 dólares por día), un nivel devaluación anual de 15% en todos los cinco años (por debajo del promedio móvil de los últimos 20 años: 25% anual) y una tasa de interés activa promedio de 20%; las estimaciones realizadas arrojan una cobertura de deuda promedio de 3,1 veces, mientras que la cobertura mínima supera la unidad con lo cual, aún bajo la

ocurrencia de un escenario adverso como el antes mencionado, la estructura cubriría los requerimientos de pago de los *Títulos de Participación* (ver Tabla N°1). Es importante destacar que esta simulación sólo considera cambios en ciertas variables principalmente definidas como riesgos financieros, siendo que otros riesgos antes identificados no han sido incluidos dentro de la presente sensibilización.

**Tabla N°1
PROYECCIÓN FINANCIERA**

PREMISAS	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Tasa Cambio	2.150	2.150	2.473	2.843	3.270	3.760
Tasa Interes		20%	20%	20%	20%	20%
Precio prom. flete/día/barco		42.500	42.500	42.500	42.500	42.500
Flujos scrow account		50%	50%	50%	50%	50%
Deuda Total	117.000	3 años	4 años	5 años		
Peso	100%	10%	20%	70%		
Total deuda	117.000	11.700	23.400	81.900		
Rendimiento (% de la Tasa Activa)		85%	93%	100%		

DEUDA TOTAL (MM de Bs)	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Saldo Inicial		117.000,0	107.900,0	81.900,0	44.200,0	18.200,0
Intereses		22.470,5	18.971,9	13.888,9	6.816,9	2.275,0
Amortización		9.100,0	26.000,0	37.700,0	26.000,0	18.200,0
Saldo Final		107.900,0	81.900,0	44.200,0	18.200,0	0,0

DEUDA TOTAL (M de US\$)	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Saldo inicial		54.418,6	43.640,0	28.803,8	13.517,3	4.840,0
Intereses		10.451,4	7.673,2	4.884,6	2.084,7	605,0
Amortizaciones		4.232,6	10.515,7	13.258,9	7.951,4	4.840,0
Saldo Final		43.640,0	28.803,8	13.517,3	4.840,0	0,0
Efecto cambiario		6.546,0	4.320,6	2.027,6	726,0	0,0

FONDO DE RESERVA (M US)	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Intereses 3 meses x adelantado (M Bs.)	5.674,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo de Reserva Inicial	9.500,0	11.667,6	8.483,5	8.739,9	4.532,3	726,0
Acumulación Agente de Cobranza		13.387,5	15.300,0	15.300,0	15.300,0	15.300,0
Fondo de Reserva Final (antes Cap+Int.)		15.492,6	12.308,5	12.564,9	8.357,3	4.551,0
Pago de Capital e Intereses		-14.684,0	-18.188,8	-18.143,5	-10.036,1	-5.445,0

RESERVAS	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Fondo de Reserva Final (antes límites)		10.842,8	7.954,0	5.110,5	5.994,0	3.280,5
Límite cobertura 60%		30.111,6	19.874,6	9.326,9	3.339,6	0,0
Límite US\$ 19.000 M		19.000,0	19.000,0	19.000,0	19.000,0	19.000,0
Fondo de Reserva Final		10.842,8	7.954,0	5.110,5	3.339,6	0,0

COBERTURAS	Pre-Op.	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Cobertura del Servicio de Deuda		4,2	2,9	2,9	3,7	4,2

Características de la Emisión

Emisor:	Banco Nacional de Crédito, C.A. Banco Universal
Interesado:	Venezuela Oil Shipping LLC
Identificación de la Emisión:	2005-I; 2005-II; 2005-III
Tipo de Emisión:	Títulos de Participación
Monto:	2005-I: Bs. 11.700 MM; 2005-II: Bs. 23.400 MM; 2005-III: Bs. 81.900 MM
Rendimiento:	2005-I: 85% de la tasa activa promedio ponderada de los 6 principales bancos del país. 2005-II: 92,5% de la tasa activa promedio ponderada de los 6 principales bancos del país. 2005-III: 100% de la tasa activa promedio ponderada de los 6 principales bancos del país.
Plazo:	2005-I: 3 años 2005-II: 4 años 2005-III: 5 años
Riesgo Emisiones:	A3
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. Solo en casos extremos, pudiera afectarse levemente el riesgo del instrumento calificado.
Subcategoría A3	Se tratan de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, solo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.
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 utilizados por el Interesado como una fuente adicional para la realización de las actividades propias de su objeto social, el cual es el financiamiento de operaciones marítimas.
Autorización de la Emisión:	La emisión fue aprobada por la Reunión de Directores del Interesado (Venezuela Oil Shipping LLC) en fecha 29 de julio de 2005.
Información Procesada:	1. Flujo de caja estimado de la operación, información financiera de las partes involucradas. 2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. 3. Reportes de FITCH Ratings Ltd.
Sustento de la Calificación:	Análisis Financiero de Venezuela Oil Shipping LLC publicado en agosto de 2005.

Agosto 2005

"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