

Financiamientos
Estructurados/Venezuela
Análisis de RiesgoTitularizadora Occidental de
Descuento, S.A.

Ratings

Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Títulos de Participación	B2	NR	Feb-09

NR – No calificado anteriormente.

Analistas

Pedro El Khaouli
(58 212) 286 32 32
pedro.elkhaouli@fitchvenezuela.comCarlos Fiorillo
(58 212) 286 37 44
carlos.fiorillo@fitchvenezuela.com

Características Principales

Tipo Emisión: Títulos de Participación
Monto de Emisión: Bs.F. 600 MM
Precio: a descuento
Plazo: 365 días
Pagos: al vencimiento
Sobrecolateralización: 20%
Fuente de Repago: Pagaré emitido por Cartera de Inversiones Venezolanas, C. A.

Fundamentos

La operación analizada a continuación consiste en la titularización de un pagaré emitido por Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A. –CIV- (Originador e Interesado) por la cantidad de 750 millones de bolívares pagadera a vencimiento (365 días). Dicho pagaré será adquirido por la Titularizadora Occidental de Descuento, S.A. –TOD- (Emisor), para que emita con su respaldo Títulos de Participación por 600 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 CIV quien cuenta con un perfil de riesgo ligeramente mayor al de su principal activo, Banco Occidental de Descuento –BOD-, por ser esta una empresa holding dependiente del flujo de dividendos de sus activos, así como por el nivel de doble apalancamiento que muestra su balance no consolidado y su relativa estrecha liquidez. Vale destacar, que en fecha reciente CIV vendió Corp Banca a BOD, lo cual mejora la posición de liquidez del holding en el corto plazo y aumenta su patrimonio producto de la ganancia realizada. Sin embargo, se estima que parte de estos recursos sean nuevamente inyectados a sus empresas filiales producto del reducido nivel de capitalización que presentan algunas de ellas.

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 CIV.

Febrero 2009

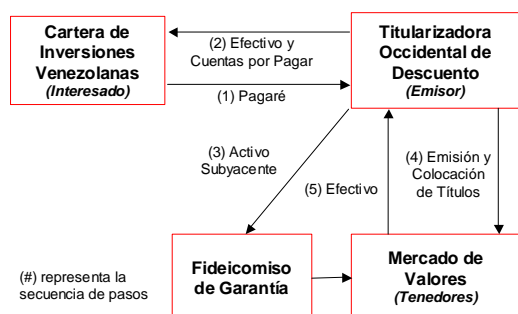
“Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía del pago del título, sino una valuación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente.”

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 un pagaré emitido por CIV, el cual será adquirido por la TOD como respaldo de los Títulos de Participación. 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. 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 con la finalidad de mejorar su flujo de caja.

El esquema de la titularización consiste en que CIV emite un pagaré a vencimiento (365 días) por un valor nominal de 750 millones de bolívares, el cual será adquirido por la TOD a descuento. Dicho pagaré representa el único flujo de caja disponible para la cancelación de los Títulos de Participación al vencimiento de los mismos. A su vez, la TOD aportará dicho pagaré como 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, la C.A. de Seguros La Occidental actuará como fiduciario del Fideicomiso de Garantía y como Vehículo de Propósito Especializado (VPE). Finalmente la TOD llevará a cabo la oferta pública de Títulos de Participación nominativos recibiendo a cambio los fondos de los inversionistas que serán utilizados para la compra del mencionado pagaré. Los Títulos de Participación tendrán un valor nominativo que no superará los 600 millones de bolívares y serán emitidos a descuento. En ese sentido, la diferencia entre el valor nominal del pagaré (750 millones de bolívares) y el de los instrumentos en circulación (600 millones de bolívares) permanecerá como margen de sobrecolateralización, siendo que los inversionistas no están expuestos a riesgo de tasas

de interés y según los plazos de vencimiento previstos para los Títulos de Participación y el Activo Subyacente tampoco asumen riesgo de descalce.

Transcurridos los 365 días, CIV 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, razón por la cual los inversionistas están principalmente expuestos al riesgo de crédito de CIV.

- 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 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 asumirá 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 sólo quedaría presente el riesgo operativo relacionado con el manejo de los fondos fiduciario.

En cuanto a su perfil de crédito, Seguros La Occidental ha venido creciendo en forma importante durante los últimos años para alcanzar al cierre de 2007 el 3% de las primas del mercado. Dicho crecimiento se ha reflejado en un aumento del nivel de apalancamiento con indicadores de liquidez en línea con los mostrados por el Mercado. Por razones de crecimiento, el margen de solvencia de Seguros La Occidental alcanzó 8,9% a septiembre de 2008. Si bien resulta posible que la institución demande recursos del holding para continuar su crecimiento, se estima que tal requerimiento no cambiaría significativamente el perfil del

holding toda vez que duplicar el patrimonio de Seguros La Occidental aumentaría en unos 5 puntos porcentuales la ya elevada razón de doble apalancamiento del holding.

▪ El Activo Subyacente

Como se mencionó el Activo Subyacente está conformado por un pagaré emitido por CIV. Esta empresa holding mantiene en su balance participación accionaria de empresas financieras y no financieras así como el manejo de un relativamente pequeño portafolio de inversiones en títulos valores (menos del 2% del activo no consolidado). Sus activos más importantes lo conforman las inversiones en empresas filiales (86% del activo no consolidado), destacando dentro de este rubro la participación directa o indirecta que el holding tiene en el Banco Occidental de Descuento (BOD), el cual incluye a la recién adquirida Corp Banca; y, en menor medida en Seguros La Occidental. También CIV posee inversiones en el sector petrolero mientras que mantiene en propiedad un banco en República Dominicana (Bancamerica) e indirectamente el Banco Orinoco NV producto de la adquisición de Corp Banca (2007), siendo que estas últimas inversiones representaban menos del 15% del total de inversiones en empresas filiales. A su vez, CIV mantiene otros activos en su mayoría compuestos por préstamos a empresas relacionadas y otros activos financieros (12% del activo no consolidado). Desde el punto de vista de flujo de caja, la mayor parte de las empresas filiales y subsidiarias no generan dividendos dadas las restricciones regulatorias que en esta materia aplican sobre las empresas del sector bancario, aunado a la reinversión de utilidades que han requerido otras empresas en su mayoría en etapa de crecimiento (sector petrolero, seguros) y por lo cual, dada la importancia de las filiales bancarias y en particular BOD (que incluye la recientemente adquirida Corp Banca) dentro del holding, Fitch considera que el perfil de CIV está íntimamente correlacionado con el de BOD. El perfil de CIV está adicionalmente afectado por el elevado nivel de doble de apalancamiento de su balance y su relativa estrecha liquidez.

Operaciones, Estrategia y Posición Competitiva

Dentro del sector financiero, CIV se ha enfocado en ampliar y consolidar su posición en el mercado financiero venezolano, a través de la oferta de múltiples servicios en el sector bancario y asegurador. El holding también tiene actividades algunas actividades menores en el extranjero a través de Bancamérica, siendo que este último fue incorporado al grupo cuando en el año 2007 compró a Corp Banca. Hoy en día las operaciones y plataforma tecnológica de BOD y Corp Banca están integradas; una muestra de ellos es que las agencias de ambos bancos pueden llevar a cabo ciertas operaciones de los clientes de ambas instituciones en forma indistinta. A su vez, las directrices gerenciales y en última instancia su manejo de riesgos se efectúa en forma coordinada. Se espera que ambas instituciones se integren en su totalidad en el corto plazo,

luego que BOD comprara a CIV el 98% de las acciones de Corp Banca, para lo cual ya se ha iniciado el proceso para recibir la aprobación correspondiente de los organismos reguladores.

BOD

Banco Occidental de Descuento (BOD) mantiene una calificación de emisor de BBB- (ven) –para mayor información ir a www.fitchvenezuela.com-. A junio de 2008, BOD era el quinto mayor banco a nivel nacional con un 6,9% de la inversión gestionada (activos + inversiones cedidas) del sistema. La institución tiene una privilegiada posición de mercado en el Zulia, Estado líder en producción petrolera. Las calificaciones del BOD reflejan su fuerte presencia regional y adecuado conocimiento en su área de influencia. A su vez, sus calificaciones están restringidas por su débil base de capital, volátil calidad de activos, baja rentabilidad, así como por los efectos negativos de la intervención del gobierno en el negocio bancario.

BANCO OCCIDENTAL DE DESCUENTO	30 Jun 2008	31 Dic 2007	31 Dic 2006
I. Rentabilidad			
Resultado Neto/Activos Totales (Promedio)	1,01	1,39	2,04
Resultado Neto/Patrimonio (Promedio)	13,89	17,52	22,86
II. Capitalización			
Patrimonio/Activos Totales	6,91	7,77	8,13
Patrimonio Libre/Activos Ajustados	5,13	5,70	4,76
III. Liquidez			
Disponibilidades/Depósitos y Otros Fondos de C. P.	36,80	23,57	28,58
IV. Calidad de Activos			
Reservas para Préstamos/Préstamos Vencidos	115,50	128,16	165,29
Préstamos Vencidos/Préstamos Brutos	1,92	1,73	1,52

Vale mencionar, que como resultado de la operación financiera donde BOD adquiere de CIV el 98% de las acciones de Corp Banca, se generó una importante plusvalía que impone presiones adicionales sobre la estrecha base de capital de BOD. Asimismo, dicha transacción reduce sus niveles de liquidez. Aún cuando no se tienen estimados los costos de la fusión, BOD espera aprovechar experiencias pasadas para minimizar su impacto en la estructura de gastos operativos. Dicha integración favorecería el posicionamiento de BOD, dada la ampliación de su presencia en el centro y oriente del país, además de aumentar la diversificación de clientes al incorporar nuevos segmentos de mercado.

Corp Banca

Esta institución fue adquirida por el grupo en el 2007, siendo la novena en términos de inversión gestionada a junio 2008. El banco fue adquirido por Corp Group (Chile) en 1997, siendo que la misma adquiere la mayor parte del capital accionario del Banco de Orinoco en 1998, fusionando un año más tarde esta institución dentro de Corp Banca. Corp Banca es un banco de retail cuya clientela esta conformado por pequeñas y medianas empresas del sector comercial y también por créditos al consumo. Corp Banca manejó en forma exclusiva la franquicia de American Express por más de 20 años.

Si bien desde el punto de vista financiero Corp Banca ha manejado indicadores de rentabilidad superior a los mostrados por BOD debido a su mayor margen financiero, su nivel de capitalización y calidad de activos no dista hoy en día de la situación mostrada por su institución hermana. Como se mencionó anteriormente, las plataformas operativas de ambas instituciones están totalmente integradas, siendo que las decisiones gerenciales se realizan en forma coordinada por lo que se estima que ambas instituciones tienen un perfil de riesgo similar.

CORP BANCA	30 Jun 2008	31 Dic 2007	31 Dic 2006
I. Rentabilidad			
Resultado Neto/Activos Totales (Promedio)	2,36	2,85	5,37
Resultado Neto/Patrimonio (Promedio)	31,18	33,21	47,65
II. Capitalización			
Patrimonio/Activos Totales	7,28	7,90	10,29
Patrimonio Libre/Activos Ajustados	5,71	6,00	6,21
III. Liquidez			
Disponibilidades/Depósitos y Otros Fondos de C. P.	32,86	33,49	n.a.
IV. Calidad de Activos			
Reservas para Préstamos/Préstamos Vencidos	103,97	120,09	264,64
Préstamos Vencidos/Préstamos Brutos	1,73	1,30	0,60

Desempeño Financiero

Desde el punto de vista de rentabilidad, esta ha venido decreciendo en función también de la menor rentabilidad reflejada por los principales activos bancarios de la empresa holding, aunque el efecto neto de la venta de Corp Banca a BOD podría mejorar dicha relación en el corto

plazo. En forma no consolidada su liquidez es estrecha, toda vez que el holding tiene una serie de pasivos de corto plazo mientras que la mayor proporción de sus activos (inversión en empresas filiales) son de largo plazo y el holding refleja un índice de liquidez similar al mostrado por la banca con la desventaja que no capta recursos del público sino que mantiene una fuente concentrada de fondeo. Aún cuando la venta de Corp Banca a BOD aumentaría los activos líquidos de CIV, la necesidad de reducir el nivel de endeudamiento y la posible inyección de capital para mejorar las ajustadas relaciones de capitalización de BOD, mantendría estrecha la liquidez del holding. Si bien se considera que el valor de las franquicias es relevante con relación a la deuda financiera y que eventualmente esta situación proporciona una protección crediticia, la relación de doble apalancamiento del balance no consolidado aumentó de manera importante durante el 2007, período en el cual el holding adquirió Corp Banca. Así, el holding mostró una relación de doble apalancamiento de 122% a junio de 2008, la cual es elevada para estándares internacionales, siendo que debido a la venta de Corp Banca a BOD se prevé una reducción de dicha relación producto de la ganancia registrada en el holding y, a su vez, un aumento de la liquidez. Sin embargo, las estrechas relaciones de capital de sus principales activos y de otros en etapa de crecimiento hace que dicha relación no cambie significativamente en el mediano plazo.

Resumen Financiero - Cartera de Inversiones Venezolanas, C.A. y Compañías Filiales*

(Cifras consolidadas expresadas en miles de bolívares constantes a Junio 2008)

Tipo de Cambio VEB/USD a final del Período	2.150,00	2.150,00	2.150,00	2.150,00	1.920,00	1.600,00
	Jun-08	2007	2006	2005	2004	2003
Principales Indicadores Financieros						
Liquidez						
(Disponibilidades)/(Cap. del Público)	34,64%	32,28%	32,16%	0	0	0
(Disp.+Inv. en Valores)/(Cap. Totales a CP) ^a	69,18%	69,34%	74,32%	39,55%	81,65%	28,96%
Cart. de Créditos Neta/Cap. del Público	66,41%	69,93%	46,75%	0	0	0
Calidad de Activos						
Reservas para Préstamos/Préstamos Brutos	0,67%	1,23%	2,69%	0,00%	0,00%	0,00%
Reservas para Préstamos/Préstamos Vencidos	35,77%	78,17%	215,12%	0,00%	0,00%	0,00%
Préstamos Vencidos/Préstamos Brutos	1,88%	1,58%	1,25%	0,00%	0,00%	0,00%
Rentabilidad						
Margen Financiero Bruto/Activo Bruto Promedio ^a	4,86%	3,30%	6,49%	0,16%	0,06%	-0,99%
Gastos de Administración/Ingresos	76,45%	65,74%	67,60%	21,34%	0,63%	0,95%
Gastos de Administración/Activos Totales ^{**a}	4,61%	2,52%	7,73%	2,07%	0,08%	0,31%
Resultado Neto/Activos Totales ^{**a}	0,61%	0,87%	1,72%	6,08%	11,20%	28,25%
Resultado Neto/Patrimonio ^{**}	6,58%	10,80%	16,13%	9,64%	17,02%	39,04%
Apalancamiento						
Patrimonio/Activo Total	9,38%	9,02%	6,86%	64,84%	61,24%	72,36%
Patrimonio Libre/Activos Ajustados	4,80%	4,46%	2,53%	27,60%	4,47%	3,81%
Riesgo Cambiario						
Posición Neta en Moneda Extranjera (MM de US\$.)	730	1	1	0	0	0
Resultados						
Ingresos Netos por Intereses	671.556	856.325	839.931	2.625	813	(5.519)
Provisiones para Préstamos y Otros	19.062	55.347	65.752	0	0	0
Otros Ingresos Operativos Netos	161.303	135.699	639.252	157.814	183.105	187.899
Gastos de Administración	636.707	652.150	999.905	34.244	1.154	1.726
Resultado Neto	83.603	224.223	222.897	100.623	152.108	157.137
Flujo de Caja						
Flujo por Actividades Operativas	(74.055)	698.670	328.269	(44.528)	(12.663)	n.d
Flujo por Actividades de Inversión	(427.926)	(1.874.812)	(1.040.519)	73.927	(187.208)	n.d
Flujo por Actividades de Financiamiento	914.572	1.313.977	3.001.847	(25.565)	200.264	n.d
Flujo de Efectivo Neto	412.590	137.835	2.289.597	3.834	393	n.d
Balance						
Disponibilidades	4.774.616	4.362.026	4.550.701	10.690	1.038	298
Inversiones en Valores Totales	7.226.121	6.820.138	5.199.821	184.953	388.938	44.001
Cartera de Créditos Bruta	9.215.389	9.568.933	6.798.789	0	0	0
Vigentes	9.040.214	9.416.533	6.713.337	0	0	0
Vencidos	173.058	150.761	85.160	0	0	0
Reservas de Cartera de Créditos	61.910	117.851	183.197	0	0	0
Otros Activos	3.847.660	3.227.611	2.436.748	1.508.424	1.213.762	1.068.111
Total Activo	25.001.875	23.860.858	18.802.861	1.704.068	1.603.738	1.112.411
Captaciones del Público	13.783.536	13.514.312	14.150.085	0	0	0
Otros Pasivos	8.630.462	7.852.043	2.994.393	599.225	621.557	307.508
Total Pasivo e Intereses Minoritarios	22.413.998	21.366.356	17.144.478	599.225	621.557	307.508
Total Patrimonio	2.587.877	2.494.503	1.658.383	1.104.843	982.181	804.902

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 30 de Junio de 2008)

Año

Vencimientos

* Estados Financieros Consolidados. Los resultados presentados fueron reclasificados con fines comparativos.

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

^a Ajustada por el monto de las inversiones cedidas