



RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

INTERESADO:	FAPCO, C.A.
FIDUCIARIO:	INVERUNIÓN BANCO COMERCIAL, C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Títulos de Participación nominativos hasta por la cantidad de QUINCE MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 15.000.000.000), emisión aprobada Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada el 25 de Abril de 2006.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Tres series, en un plazo máximo de tres (3) años.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos requeridos por FAPCO, C.A. se destinarán principalmente como capital de trabajo, así como en la reestructuración de la deuda financiera de la empresa.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estructura de la transacción.b) Descripción, origen y comportamiento histórico y futuro del Activo Subyacentec) Políticas crediticias, de cobranzas y administración del Fiduciariob) Entrevistas con Ejecutivos de las instituciones involucradasc) Información sectorial
RIESGO:	<p>A3</p> <p><u>Categoría: "A"</u> Corresponde a aquellos instrumentos con una 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</p> <p><u>Sub-categoría: "A3"</u>: Se trata 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, 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.</p>
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores, o cuando CLASIFICADORES ASOCIADOS S&S, C.A. (S&S) tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

EDUARDO GRASSO V.

JUAN A. RODRIGUEZ B.

BEATRIZ FERNÁNDEZ R.

Caracas, 25 de Septiembre de 2006

N° DIC-CASS-09/2006



Evaluada la estructura legal de la presente transacción, así como cada una de las partes que intervienen en la misma, S&S considera que los mecanismos previstos en la misma, mitigan adecuadamente los riesgos de mercado, cambiario y de tasa de interés identificados. En cuanto al riesgo operativo, resulta importante considerar que FAPCO, C.A. y el grupo de empresas que le cedieron sus saldos, no han incumplido las condiciones de operación previstas en la actividad que realizan con MASISA, C.A. y con SIDOR, desde unos tres o cuatro años, según el caso. De esta forma, los flujos provenientes de estos servicios se han mantenido estables en la serie histórica analizada. Si bien es cierto que los contratos que conforman el Activo subyacente son a tiempo determinado, de tal forma que sólo dos de ellos (el de SEMACA – ANDINOS y TTP ORINOCO – SIDOR) estarán vigentes en todo el período previsto para la presente emisión, sólo bajo condiciones adversas el Año 2 presentaría una cobertura del 89% de las amortizaciones e intereses de la emisión. Sin embargo, es importante acotar que existe una alta posibilidad que el resto de los contratos sean renovados, en virtud del servicio que hasta los momentos dichas empresas han ofrecido.

Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora otorga la calificación de **A3** para la emisión de títulos de participación hasta por la cantidad de QUINCE MIL MILLONES DE BOLÍVARES (15.000.000.000,00).

ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La presente oferta pública que se califica, se refiere a la emisión de títulos de participación nominativos, mediante la constitución de un Fideicomiso que la respalda, y cuyos fondos provienen de la cesión en garantía por parte de FAPCO, C.A. (Interesado o Fideicomitente), de los saldos deudores de los créditos derivados de cuatro (4) contratos vigentes para la prestación de diversos servicios, a tiempo determinado, por diversas empresas relacionadas con el Fideicomitente y que cedieron, igualmente a éste dichos créditos, en virtud de un Contrato de Asociación de Cuentas en Participación suscrito por cada empresa y FAPCO, C.A., en fecha 27 de Junio de 2006.

En este sentido, el Activo Subyacente de la presente emisión, está constituido por el producto de los contratos que se detallan a continuación:

A. Contrato para la prestación del servicio de transporte de personal de SIDOR y del personal foráneo que ésta última autorice, cubriendo para ello, las rutas, los turnos y horas provistas por SIDOR. Su vigencia está establecida del 27 de Septiembre de 2004 al 31 de Octubre de 2009.

B. Contrato para la prestación del servicio de transporte de madera, a la empresa TERRANOVA DE VENEZUELA, desde los sectores de cosecha de sus bosques hasta las plantas industriales propias o de clientes, canchas de acopio o puntos de ventas, de acuerdo al plano que indica los sitios de origen (cosecha) y destino. Su vigencia está establecida desde el 25 de Febrero de 2002 al 02 de Febrero de 2007.

C. Contrato para la prestación del servicio de movimiento de rollizos en el aserradero, a la empresa ANDINOS, C.A, suministrando, operando, manteniendo y reparando los Cargadores Frontales y sus implementos. Su vigencia está establecida a cinco (5) años desde el 09 de Noviembre del año 2004.

D. Contrato para prestar a la empresa FIBRANOVA C.A. el servicio de ingeniería, adecuación, suministro de equipos complementarios para el manejo de cargas, operación y mantenimiento de equipos móviles en sus instalaciones de

aserradero industrial y plantas de derivados. Su vigencia es de cinco (5) años a partir del 15 de Julio de 2003.

El Emisor o Fiduciario es INVERUNIÓN BANCO COMERCIAL (en lo adelante INVERUNIÓN BC), que además actuará según la estructura presentada como Agente de Cobranzas o entidad encargada de administrar los bienes titularizados, así como de recaudar los flujos que dichos bienes generen.

De acuerdo a la estructura, la emisión estará representada por tres series, con un valor nominal de Bs. 50 millones para cada título y cuyos rendimientos se pagarán a partir del inicio de colocación de cada una de ellas (Ver Tabla 1).

Tabla 1: Programa de emisión

Serie	Monto en Bs.	% de la emisión
I	Bs. 1.500.000.000,00	10%
II	Bs. 6.000.000.000,00	40%
III	Bs. 7.500.000.000,00	50%
Total	Bs. 15.000.000.000,00	100%

Fuente: FAPCO, C.A.

El Fiduciario creará tres (3) cuentas separadas, (a) la primera estaría destinada mensualmente a sufragar tanto los intereses de los títulos como la amortización del capital de éstos; (b) la segunda, una cuenta de garantía constituida por una cantidad no inferior al veinte por ciento (20%) de la suma destinada al pago de los intereses y de la amortización del capital de los títulos de participación emitidos y (c) la tercera, una cuenta en la cual se depositará la cantidad restante, la cual sería, a su vez, reintegrada mensualmente, a la cuenta corriente del *Interesado o Fideicomitente*, en el mismo banco, o transferida a la cuenta que éste indique.

DESCRIPCIÓN DE LAS PARTES DE LA EMISIÓN

El Fideicomitente

FAPCO, C.A. es un grupo de empresas venezolanas fundada en el año 1981, que se inició especializándose en montajes electromecánicos pesados y de precisión,



orientada hacia las grandes presas de generación, así como plantas de proceso metalúrgico, petrolero y petroquímico. Sin embargo, como parte de una estrategia de diversificación de sus actividades, ha participado en otros proyectos, prestando diversos servicios industriales, de mantenimiento y montaje electromecánico a las principales empresas estatales y privadas, esencialmente en la zona del Estado Bolívar.

Los principales accionistas de FAPCO, C.A. son Inversiones Devoni, C.A. (45%), Inversiones Peary 909, C.A. (37,5%) e Inversiones Austrosud, C.A. (17,5%), poseídas respectivamente por tres accionistas: George Papadimitiu, Ramón Eduardo Fuentealba y Georges Khawan Chakar. A su vez, existen una serie de empresas relacionadas a FAPCO, C.A., las cuales se resumen en la Tabla 2, cuyas actividades se enuncian posteriormente.

Tabla 2: Accionistas de FAPCO, C.A. y empresas relacionadas

Accionistas	Participación en FAPCO	Participación en VETTOR	Participación en SEMACA
Inversiones Devoni, C.A.	45,0%	45,0%	45,0%
Inversiones Peary 909, C.A.	37,5%	45,0%	37,5%
Inversiones Austrosud, C.A.	17,5%	10,0%	17,5%

Fuente: FAPCO, C.A.

Con el fin de ilustrar la actividad de FAPCO, C.A. y sus empresas relacionadas, a continuación se resumen algunos de los negocios que están realizando:

(1) Operación de muelles (carga y descarga de buques), donde destaca la operación del Muelle Palúa¹ a través de la empresa PINDECO, así como su ampliación y modificación a través de FAPCO, C.A. (proyecto a 10 años), y del Muelle Sidor² a través del CONSORCIO TAYUCAY (conformada en un 60% por FAPCO y un 40%

¹ Muelle propiedad de CVG Ferrominera del Orinoco, ubicado en San Félix en la confluencia de los Ríos Caroní y Orinoco. Según el Instituto Nacional de los Espacios Acuáticos e Insulares (INEA) consta de un muelle flotante tipo pilotes con viaducto, calado máximo de 18 metros, mínimo 12 metros, conformado por gabarra de acero y posee un puesto de atraque de 120 metros de longitud. Este muelle tiene 276,6 m de largo y moviliza una 5.000.000 de toneladas anuales de carga en general. En: <http://www.inea.gov.ve>

² Muelle propiedad de Siderúrgica del Orinoco (SIDOR), conformado por una plataforma de concreto con seis puestos de atraque (son 6 muelles), con un calado de 11 metros. Tiene una longitud de 1.037 metros y moviliza al año unas 2.278.150 toneladas de acero y 540.000 toneladas de materias primas. En: <http://www.inea.gov.ve>

por AGUNSA VENEZUELA³), prestando el servicio de estiba y caleta.

(2) Servicio de contratación marítima a través de la empresa SCM LINES, especializada en el transporte marítimo y cabotaje de todo tipo de carga, estando entre sus clientes CLOVER INTERNATIONAL, SIDOR, KUEHNE&NAGEL, VENALUM, LLOYD SUDAMERICANO, CLOVER SYSTEM, CVG FERROMINERA DEL ORINOCO, ORINOCO IRON, entre otros.

(3) Servicio de transporte de personal prestado a empresas tales como CVG ELECTRIFICACIÓN DEL CARONÍ (CVG EDELCA⁴) y SIDERÚRGICA DEL ORINOCO (SIDOR⁵). Esta actividad la realiza a través de TRANSPORTES GURI, para el caso de CVG EDELCA, TTP ORINOCO, C.A. para SIDOR y TRANSPORTE SAMOS, para prestar el servicio al CONSORCIO TAYUCAY.

(4) Servicio de transporte de madera a través del CONSORCIO VETTOR y de la empresa SERVICIO Y MANTENIMIENTO MACAPAIMA, C.A. (SEMACA), la cual presta servicios de mantenimiento y operación de equipos para movimientos de madera. Sus principales clientes son FIBRANOVA, TERRANOVA DE VENEZUELA y ANDINOS, C.A., pertenecientes todas a MASISA, S.A. (en lo adelante MASISA) luego de una fusión que se dio en Abril de 2005, para convertirse en el mayor productor de tableros de América Latina⁶.

(5) Servicios industriales de mantenimiento y de aseo y limpieza prestados a través de las empresas SERMAF y BOLIMSA a CVG EDELCA. Entre los principales proyectos que están en ejecución por parte de SERMAF se encuentran los siguientes: servicios de mantenimiento de aire acondicionado tipo central, de ventana y de línea blanca en las instalaciones de EDELCA, ubicadas en Guri, Macagua, Puerto Ordaz y Caruachi (3 años de duración), servicios de mantenimiento de las plantas de tratamiento de agua potable, aguas negras, trampas de grasa, estaciones de bombeo, redes de distribución de aguas blancas negras y piscinas del campamento Guri (3 años de duración) y para el caso de BOLIMSA, los servicios de limpieza de oficina y áreas similares, operación y mantenimiento del relleno sanitario y aseo urbano y domiciliario en el Campamento CVG EDELCA en Guri y Ciudad Guri.

³ Forma parte del Grupo AGUNSA, empresa de origen chileno que otorga servicios a las cargas del comercio internacional desde el año 1960. Participa como gestor, administrador y operador en diversos terminales, representando desde 1999 en Venezuela a *American President Lines*. En: www.agunsa.com

⁴ Es la empresa de generación hidroeléctrica más importante que posee Venezuela, adscrita al Ministerio de Industrias Básicas y Minería y opera las Centrales Hidroeléctricas Guri con una capacidad instalada de 10.000 Megavatios. En: <http://www.edelca.gov.ve>

⁵ Complejo siderúrgico ubicado en la ciudad de Puerto Ordaz, Venezuela.

⁶ En: <http://www.masisa.com>



(6) Servicios de montajes eléctricos y mecánicos realizados a través de FAPCO, C.A., estando entre sus principales proyectos los siguientes: (a) reacondicionamiento de los equipos que conforman las compuertas de operación de la Casa de Máquinas II, de Guri, (b) reempotramiento del anillo de descarga y restitución del revestimiento del forro del tubo de aspiración de la Unidad N° 18 de la Casa de Máquinas II de Guri (con una duración de 6 meses), (c) arrastramiento de la pilas 1 a 10 y pintura de las estructuras metálicas del Puente sobre el Aliviadero de Guri, proyecto aún no iniciado, que se estima tenga un año de duración.

(7) Servicios de mantenimiento, almacén y compras a través de la empresa PKF LOGISTICS, que cuenta con un taller especializado para el mantenimiento de vehículos livianos y pesados, autobuses, grúas, montacargas y equipo pesado, siendo su principal cliente SIDOR. Asimismo, las compras nacionales e importadas, el almacenamiento y traslado de materiales, así como el mantenimiento de los equipos que requiere FAPCO, C.A. y sus relacionadas, son canalizados por esta empresa.

3.2.- El Fiduciario y Agente de Cobranzas

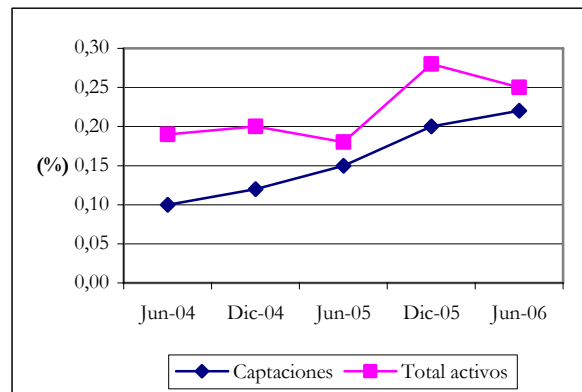
Aún cuando resulta importante analizar la experiencia del Fiduciario y el Agente de cobranzas en las actividades que debe desempeñar en la presente transacción, en su análisis S&S no se pronuncia sobre su calidad crediticia.

Como se mencionara anteriormente, el Fiduciario y Agente de cobranzas para la presente emisión es INVERUNIÓN BANCA COMERCIAL (BC), una institución inscrita inicialmente bajo el nombre de Italcambio Banco Comercial, C.A. en 1997, que en ese mismo año cambió al nombre de Eurobanco, Banco Comercial, C.A. y finalmente a partir de julio de 2003 se denominó INVERUNIÓN BANCO COMERCIAL, C.A.

Esta institución cuenta con dos filiales, INVERUNIÓN CASA DE BOLSA (que funge como Agente de Colocación en la presente emisión) e INVERUNIÓN CASA DE BOLSA AGRÍCOLA, orientadas al segmento de negocios del mercado de capitales y agrícola, respectivamente.

Al 31 de Mayo de 2006, el capital social de INVERUNIÓN BC, es de Bs. 22.000 millones, representado por 22 millones de acciones comunes, nominativas, no convertibles al portador, con un valor nominal de Bs. 1.000 c/u, totalmente suscritas y pagadas. Un elemento importante a destacar, se refiere al nuevo concepto de servicio financiero implementado por esta entidad en el mercado venezolano, basado en tecnología de punta y en servicios vía Internet, con una estrategia orientada hacia la asesoría a inversionistas con un portafolio mínimo de 100 mil dólares, ofreciéndoles una atención individualizada. Su participación de mercado, se ubica en 0,22% a Jun-06, medida por el nivel de captaciones del público y del Total de activos, la cual ha venido aumentando en los últimos semestres (Ver Gráfico 1).

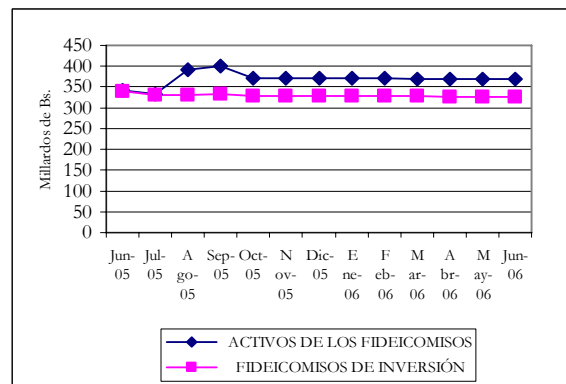
Gráfico 1: Evolución participaciones de mercado INVERUNIÓN BC



Fuente: SAIF y Elaboración propia

En materia de Fideicomisos, INVERUNIÓN BC ha mantenido montos estables en el período analizado (Jul 2006/05), en niveles de Bs. 370 millardos, concentrados principalmente en Fideicomisos de Inversión (Ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución de los montos de INVERUNIÓN BC en Fideicomisos



Fuente: SAIF y Elaboración Propia

Asimismo, INVERUNIÓN BC sostiene niveles de capitalización adecuados, según los requerimientos legales exigidos, que respaldan sus activos en 13,64x a Jun-06. La gestión administrativa ha sido eficiente en la captación de recursos del público (con unos gastos de transformación que suponen 3,68% de las captaciones a Jun-06), notándose además unos niveles positivos en el Margen de intermediación financiera y el Margen operativo neto, medidos con respecto al Patrimonio promedio (Ver Tabla 3).



Tabla 3: Márgenes financieros de INVERUNION BC

	Dic-04	Jun-05	Dic-05	Jun-06
RENTABILIDAD				
Marg.Int.Fin./Pat.Prom.	18,15	26,85	31,97	34,26
MOperNet/Pat.Prom.	0,96	3,02	3,15	2,15

Fuente: SAIF y Elaboración Propia

Así mismo, según informa su Gerencia, INVERUNION es una corporación financiera que presenta como fortaleza el trabajo organizado de profesionales especializados en el área financiera y en el manejo de los riesgos tanto del entorno macroeconómico como sectorial (entorno legal y marco regulatorio). Además cumplen con las disposiciones y normativas emitidas por los entes reguladores, contando con un manual de normas y procedimientos, de documentación técnica de sistemas y usuarios, control e innovaciones tecnológicas aplicables al área de manejo y control de los fideicomisos.

IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS

Riesgos Estructurales

La transacción que se presenta se realiza sobre la base de unos flujos de caja que han venido siendo generados por la prestación de una serie de servicios establecidos contractualmente. En ese sentido, cada una de las empresas que han suscrito sus respectivos contratos de servicios, acordaron la cesión en garantía de los saldos deudores de los créditos derivados de ellos.

En ese sentido, S&S realizó una revisión de los contratos de cesión de créditos, debidamente notariados en la Notaría Pública Cuarta de Puerto Ordaz, en fecha 04 de Julio de 2006, los cuales establecen una serie de condiciones, que se resumen a continuación:

(1) Contrato de cesión de créditos entre TTP ORINOCO, C.A. y FAPCO, C.A.: establece que TTP Orinoco cede parcialmente, pero en forma pura, simple, perfecta e irrevocable a FAPCO, C.A., el 35% de los saldos insolutos del crédito que tiene contra SIDOR, C.A., por un lapso de cinco (5) años, prorrogable únicamente por (1) año adicional, como consecuencia de la prestación del servicio de transporte de personal de SIDOR, C.A. La cesión tendrá efecto una vez que el Cedente haya dado aviso por escrito de esta cesión a SIDOR, C.A. y sólo a partir del momento en que ésta última se de por notificada de dicha cesión y manifieste no tener objeción a su realización, mediante documento autenticado.

(2) Contrato de cesión de créditos entre el Consorcio VETTOR-FAPCO-MACAPAIMA y FAPCO, C.A.: dicho Consorcio cedió parcialmente, en forma pura, simple,

perfecta e irrevocable a FAPCO, C.A. los saldos insolutos del crédito que tiene contra TERRANOVA DE VENEZUELA, C.A., como consecuencia del contrato firmado entre ambas empresas en fecha 25 de Febrero de 2002. El monto de los saldos de créditos cedidos será el equivalente a una suma no menor del 35% del total de los ingresos estimados que se generarían, como consecuencia de la prestación del servicio de transporte de madera desde los sectores de cosecha en los bosques hasta las plantas propias o de clientes, canchas de acopio y puntos de venta.

(3) Contrato de cesión de créditos entre SERVICIO Y MANTENIMIENTO MACAPAIMA, C.A. (SEMACA) y FAPCO, C.A.: en el cual SEMACA, le cede parcialmente pero en forma pura, simple, perfecta e irrevocable a FAPCO, C.A. un 35% de los ingresos provenientes de los servicios que presta a FIBRANOVA, C.A. y a ANDINOS, C.A.

Los contratos de cesión de crédito fueron modificados en Septiembre de 2006 en su cláusula cuarta, referida al procedimiento de pago. En ese sentido, en lugar que FAPCO siga recibiendo los pagos a su nombre y luego lo transfiera en la Cuenta de Fideicomiso abierta en INVERUNIÓN, se acordó que los pagos sean domiciliados mediante transferencia o cualquier otra forma de pago a una cuenta a nombre de INVERUNIÓN BC, que aportará por cuenta de FAPCO el porcentaje destinado al Fideicomiso, mientras que dispondrá del remanente según las instrucción que reciba.

Por otra parte, de acuerdo a lo evaluado por S&S, en el Contrato de Fideicomiso suscrito entre FAPCO, C.A. e INVERUNIÓN BC, se establece que FAPCO, C.A. efectuará el traspaso en propiedad fiduciaria, a través de cesión pura y simple, perfecta e irrevocable al Fiduciario (INVERUNIÓN BC), inicialmente los certificados de inversiones provisionales y una vez efectuada la colocación de los inversionistas, los certificados de inversión definitivos.

En este sentido, los riesgos que podrían originarse de la estructura de la operación según la documentación revisada se muestran mitigados, dada la claridad de las condiciones contractuales acordadas.

Riesgos operativos

Para realizar este análisis, se consideró relevante exponer las condiciones operativas de cada uno de los contratos mencionados, considerando para cada caso, las posibilidades que alguna de las partes involucradas puedan rescindirlos o incluso paralizar sus operaciones por diversas circunstancias.

A. Contrato TTP ORINOCO – SIDOR para la prestación del servicio de transporte de personal desde cualquier sitio señalado por SIDOR hasta la Planta y viceversa, la movilización de los trabajadores en la circunvalación interna de la planta, servicios extraordinarios para cubrir viajes



dentro y fuera del estado Bolívar, el transporte escolar a los hijos del personal siderista desde la urbanización Manapare hasta los planteles ubicados en Puerto Ordaz y viceversa.

Las condiciones operativas relevantes para la prestación de estos servicios son las siguientes:

Unidades y personal propios. El contratista utilizará el número de unidades que considere necesarias para cumplir (no se reconoce un número mínimo de unidades a los efectos de pago). Estas unidades deberán tener una antigüedad de cero (0) a cinco (5) años y al culminar dicho período, deben ser sustituidas por otras de antigüedad cero año.

Cubrir las rutas, en los turnos y horas indicados por SIDOR, rigiéndose por un programa mensual

Alcanzar los niveles de efectividad exigidos por SIDOR, es decir, cubrir el mayor número de rutas posibles empleando el menor tiempo en el recorrido

Cumplimiento de normas COVENIN en cuanto a la colocación de cinturones de seguridad a los primeros puestos de cada unidad

Mantener las unidades en perfecto estado de funcionamiento, tanto físico como mecánico, así como un estado satisfactorio de higiene y seguridad, teniendo que suministrar mensualmente a SIDOR el programa de mantenimiento preventivo y correctivo a realizar a cada unidad. Asimismo el contrato prevé revisiones semestrales de los componentes mecánicos y físicos de las unidades por parte de SIDOR y establece que en caso que se detecten unidades no aptas a juicio de esta empresa, serán suspendidas del servicio hasta que sean corregidas las irregularidades.

Los conductores empleados en la prestación del servicio deben cumplir con las normas de tránsito terrestre y los reglamentos internos establecidos por SIDOR.

Cumplimiento de los procedimientos de seguridad industrial, vial, ambiental, legal laboral y/o cualquier otra relacionada con el alcance del servicio.

Mantener en vigencia una póliza de seguro obligatoria de responsabilidad civil de automóviles para cada unidad de transporte, teniendo además una cobertura de accidentes personales por cada ocupante.

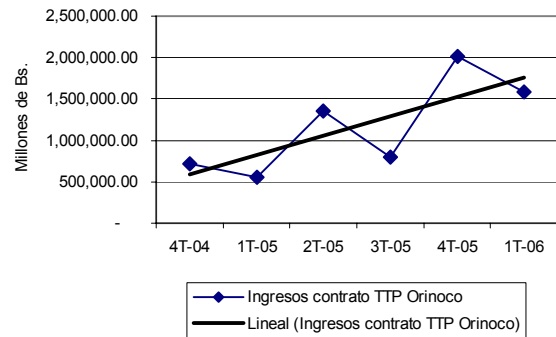
TTP ORINOCO tiene realizando este servicio a SIDOR desde Septiembre de 2004 y según lo informa la Gerencia no se han registrado hasta la fecha interrupciones por negligencia o errores de la empresa.

El servicio se inició con 21 unidades y actualmente se presta con 26 unidades de autobuses ENT-3300A-ENCAVA-63

puntos, habiéndose invertido unos Bs. 5.500 millones en los últimos tres (3) años. Estas unidades, según información suministrada por la Gerencia, son sometidas a un constante y estricto control de mantenimiento preventivo y correctivo en los talleres de FAPCO, C.A. ubicados en la Zona Industrial Guri. Los tiempos de parada de las unidades por estas labores de mantenimiento y reparación se han minimizado, al tener almacenes provistos de los insumos y repuestos que las unidades requieren.

Desde sus inicios, se han transportado en promedio más de cuatro (4) millones de personas, para unos ingresos que durante el año 2005 registraron un incremento de 58,13% en promedio, presentando una tendencia positiva y ubicándose en Bs. 5.441 millardos al cierre del 2005 y en Bs. 2.796 millardos en el primer semestre de 2006 (Ver Gráfico 3).

Gráfico 3: Ingresos del contrato Sidor - TTP Orinoco



Fuente: FAPCO, C.A. y Elaboración Propia

Ahora bien, la SIDERÚRGICA DEL ORINOCO, mejor conocida como SIDOR, es un complejo ubicado en la ciudad de Puerto Ordaz – Venezuela, controlado en un 70% por el Consorcio Amazonia y el restante por el Estado venezolano, luego que fuera privatizada a finales del año 1997.

La producción de acero de SIDOR obtuvo un nivel record en el 2005, estimándose la venta de 3,9 millones de TM destinada a suplir las necesidades de acero nacional e internacional. SIDOR se destaca además como la principal empresa privada exportadora de Venezuela, según el Banco del Comercio Exterior (BANCOEX) en el período de Ene – Jun 05⁷.

⁷ Estadística de las principales empresas exportadoras venezolanas por emisión de certificados de origen del sector privado. En: <http://www.bancoex.gov.ve/pdfestadisticas/MEMPRESASEXP/ORTADORASVZLNAS13.pdf>



Según lo estipula el contrato, en caso que TTP ORINOCO incumpliese o fuese reincidente en situaciones que afecten el buen desenvolvimiento de las operaciones, SIDOR podrá transferir las rutas asignadas a otro contratista, sin que ello signifique ningún reclamo, ni indemnización por parte del contratista.

Es importante destacar, que según lo informa la Gerencia, SIDOR ha realizado las inspecciones acordadas en el contrato con una frecuencia semestral, sin reportar desperfectos o irregularidades que hayan podido traer como consecuencia la suspensión de alguna unidad.

B. Contrato VETTOR – TERRANOVA para la prestación del servicio de transporte de madera desde los sectores de cosecha de los bosques hasta las plantas industriales propias o de clientes, canchas de acopio y puntos de venta.

Las condiciones operativas relevantes para la prestación de estos servicios son las siguientes:

El contratista se compromete a suministrar treinta (30) unidades de transporte y remolques, adecuados para la aplicación específica de transporte forestal, las cuales deben cumplir con todos los requerimientos de las normas CONVENIN.

De acuerdo a las características propias del transporte forestal, el servicio podrá ser prestado en forma diaria, semanal o mensual, sujeto a los niveles de producción de las maquinarias de cosecha de bosques, o del stock de productos disponibles para su transporte, lo cual será informado por la Unidad de Cosecha Forestal con la anticipación debida.

Mantener los equipos en condiciones normales de operación, que significa que cada uno de los camiones deberá ser capaz de transportar todos los productos que los esquemas de trozado de TERRANOVA generen en la cosecha de sus bosques. La imposibilidad de transportar algunos de los productos, por falta de adecuación de las estructuras de camiones, remolques o semiremolques, no subsanada en el plazo de treinta (30) días, constituirá causal de término de la relación contractual.

Seguro de responsabilidad civil de vehículos motorizados y equipo móvil que cubra todos los vehículos propios (camiones y semiremolques), utilizados en conexión con el servicio. Asimismo, seguros para proteger la propiedad del contratista, tales como campamento, incluyendo instalaciones y contenidos, plantas, maquinarias, equipos y otros.

Cumplimiento de las normas COVENIN donde se establecen los límites de peso máximo por tipo de camión, aceptándose hasta una y media tonelada (1,5 ton) más sobre el tonelaje máximo establecido para cada camión, como margen de tolerancia, por cada guía de circulación.

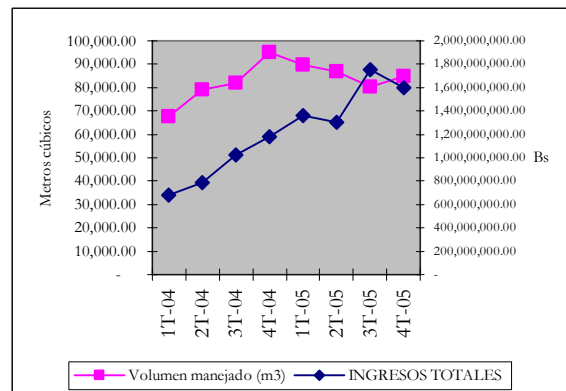
Responsabilidad de la carga transportada en términos de cantidad y calidad, desde el momento que se emite y recibe conforme a la Guía de Circulación, con el detalle de volúmenes transportados y tipo de producto.

Desde el año 2002, el consorcio VETTOR le presta este servicio a TERRANOVA., contando para ello con una flota de camiones especiales para el transporte de madera, que pueden realizar entre 65 – 80 viajes diarios y soportan unas 26 ton/camión, que representan una inversión de Bs. 3.689,28 millones, los cuales se detallan a continuación:

Cargador frontal (1), Chuto Frightliner (10), Chuto Wester Star (8), Chuto Iveco (2), Chuto Camión 6x6 (10) y Tarapitts (39).

Según la información suministrada por la empresa, se han manejado desde la puesta en funcionamiento de este contrato valores cercanos a 70.000 mil m³ de madera, para unos ingresos de Bs. 3.517 millardos al primer semestre del año 2006 (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Volúmenes manejados e Ingresos totales (contrato VETTOR – TERRANOVA)



Fuente: FAPCO, C.A. y Elaboración Propia

Por su parte, TERRANOVA VENEZUELA, S.A. es una empresa perteneciente a INVERSIONES INTERNACIONALES TERRANOVA, S.A.⁸, con sede en Chile, constituida en Venezuela en febrero de 1997. Se le considera como la mayor productora de madera de pino caribe en el país, administrando en la actualidad una superficie de 53.465 hectáreas, un patrimonio forestal aproximado de 34.700 y 29.200 hectáreas de las empresas Corporación Forestal Imataca, C.A. y Corporación forestal Guayamure, C.A., respectivamente.

⁸ Esta empresa fue fusionada en abril de 2005 con otra de origen chileno, MASISA, S.A., la cual se convirtió en el mayor productor de tableros de madera en América Latina, con una capacidad instalada de 2,3 millones de metros cúbicos al año, equivalente a un 18,5% de la capacidad total instalada en la región.



Adicionalmente, mediante contrato de asignación de volumen con la empresa CVG Proforca (Productos Forestales de Oriente, C.A.), la empresa cuenta con una asignación anual de 400 mil metros cúbicos de madera de pino con vigencia hasta el año 2021. En ese sentido, TERRANOVA VENEZUELA, es responsable del abastecimiento de materia prima a las plantas industriales del Grupo para la producción anual de 250 mil metros cúbicos de tableros de densidad media, 120 mil metros cúbicos de tableros de partículas y 150 mil metros cúbicos de madera aserrada.

Es importante resaltar que en este caso la Gerencia de VETTOR informa que TERRANOVA VENEZUELA no ha reportado irregularidades o interrupciones en el servicio contratado, que pudieran poner en peligro la consecución del contrato en los términos planteados.

C. Contrato SEMACA – ANDINOS: para la prestación del servicio de movimiento de rollizos en el aserradero para suministrar, operar, mantener y reparar los Cargadores Frontales y sus implementos.

Las condiciones operativas relevantes para la prestación de estos servicios son las siguientes:

Mantener en óptimo estado de operación los equipos comprometidos para la ejecución del servicio, teniendo como mínimo cinco (5) cargadores en operación permanente y un plan de relevo para asegurar esta obligación.

Proveer a su costo el material, repuestos, mano de obra, útiles de trabajo, equipos y demás elementos necesarios para la ejecución del servicio.

Maximizar el tiempo de procesamiento de los aserraderos, para lo cual es imperativo mantenerlos abastecidos permanentemente con el material solicitado para cada esquema de corte y que los operadores del CF que alimentan los aserraderos sean especializados para esa función.

Maximizar la productividad en el proceso de descortezado y clasificación, para lo cual es importante mantener operadores capacitados y permanentemente evaluados en lo referido a la evacuación de material desde los boxes de clasificación.

Descargar los camiones con trozos en un ritmo tal que sea consecuente con el consumo de la línea de clasificación. Un estándar a considerar es un camión cada 18 a 20 minutos.

Este contrato se encuentra operativo desde May-04, con una inversión estimada de Bs. 2.806,75 millones, utilizando para la prestación de este servicio los siguientes equipos:

Camión Chuto Mack (1), Camión Plataforma (1), Grúa Loc Crane (1), Montacarga Hyster (11) y Remolque (1).

Para este caso, SEMACA mantuvo unos ingresos de Bs. 4.587 millardos a finales del año 2005, con volúmenes por encima de los 70 mil metros cúbicos. Para el primer semestre del año 2006 se facturaron Bs. 2.836 millardos.

ANDINOS, C.A. es una de las empresas relacionadas a TERRANOVA⁹, obteniendo la materia prima (rollizos aserrables) de TERRANOVA VENEZUELA, S.A., para luego elaborar madera aserrada, que se utiliza fundamentalmente para la fabricación de embalajes o pallets, mueblería y en la construcción y que desde su producción en Venezuela y Chile, es líder en su comercialización en México.

De igual forma, según lo requerido por S&S, la Gerencia de SEMACA informó la inexistencia de irregularidades que pudieran traer como consecuencia la interrupción del servicio contratado.

D. Contrato SEMACA – FIBRANOVA: para la prestación del servicio de ingeniería, adecuación, suministro de equipos complementarios para el manejo de cargas, operación y mantenimiento de equipos móviles en sus instalaciones de aserradero industrial y plantas de derivados a la empresa FIBRANOVA, C.A.

Como parte de las condiciones operativas solicitadas por FIBRANOVA, C.A. para la ejecución de este contrato, se encuentran las siguientes:

Cumplir estrictamente con la realización del Servicio, aplicando las técnicas más avanzadas en la ciencia correspondiente, a la tarea a ejecutar y actuando como un buen profesional en la respectiva ciencia.

Mantener el personal técnico, administrativo y operativo necesario para su buena ejecución.

Mantener en funcionamiento la maquinaria y proveer los suministros y equipos necesarios, para su óptima ejecución.

Utilizar materiales, equipos y maquinarias de la más alta calidad.

Almacenar las materias primas y productos para asegurar su perfecta conservación.

Suministrar oportunamente la información relativa a la fuerza laboral que utilizará en la obra y los cambios que sufra durante su ejecución.

FIBRANOVA pertenece también a MASISA. La empresa posee una planta industrial ubicada en la Zona Industrial Macapaima en el Estado Anzoátegui y consta de dos líneas

⁹ Poseída en un 100% por INVERSIONES INTERNACIONALES TERRANOVA, S.A., que a su vez es poseída en un 60% por MASISA, S.A.



de producción con capacidad instalada de 2,5 millones de metros cúbicos al año de tableros MDF¹⁰ y 120 mil metros cúbicos por año de tableros de PB¹¹.

Sus productos son vendidos en un 40% en el mercado local y el porcentaje restante se exporta a TERRANOVA COLOMBIA y TERRANOVA MÉXICO. El mercado de tableros de madera ha crecido en los últimos años, desplazando los “productos tradicionales” como madera sólida y tableros contrachapados, por otros productos como los tableros de partículas y MDF, los cuales han significado menores costos de materia prima¹² y mejor calidad. En ese sentido, la empresa se ha constituido en poco tiempo de operaciones (cerca de 2 años) en líder en este mercado.

Con el contrato con FIBRANOVA, SEMACA ha obtenido unos ingresos de Bs. 4.012 millones en el año 2005, con volúmenes de 575.222 metros cúbicos, sin haberse reportado irregularidades que pudieran poner en peligro la operación del contrato de servicio. Para el primer semestre de 2006 ya se han facturaron Bs. 3.062 millardos (más del 70% de lo obtenido en el año anterior).

Como se puede observar de la descripción realizada anteriormente, cada uno de los contratos tienen en promedio, más de un año funcionando, bajo las condiciones de operación estipuladas por cada una de las partes.

En cuanto a VETTOR (transporte de madera) y SEMACA (servicios industriales), también existen riesgos operativos relacionados con posibles siniestros que pudieran implicar daños a terceros y contingencias legales. Por ende, todos los contratos suscritos prevén la contratación de pólizas de seguros con el objeto de cubrir tales riesgos y las indemnizaciones a que hubiera lugar. S&S revisó la póliza contratada a SEGUROS GUAYANA, fungiendo como titulares FAPCO, C.A., el Consorcio VETTOR – FAPCO – MACAPAIMA, SERVICIOS Y MANTENIMIENTO MACAPAIMA, entre otras empresas relacionadas al Grupo, por un límite máximo de responsabilidad de la compañía de mil millones de bolívares y con una vigencia de un año a partir del 18 de Noviembre de 2005.

¹⁰ Por sus siglas en inglés (Medium Density Fiberboard), se fabrican extrayendo la fibra de celulosa de los chips de madera, que luego se mezcla con adhesivo y posteriormente se prensa en grandes placas planas de distintos formatos y espesores. A diferencia de los tableros de partículas, permiten obtener resultados con mejores acabados, pues se moldean con precisión y se cortan limpiamente. Estas características hacen que estos tableros tengan múltiples usos en la fabricación de todo tipo de mobiliario, con bordes perfectamente formados y definidos (Memoria Anual 2004, Terranova, S.A.).

¹¹ Se refiere a tableros de partículas que se fabrican con chips, virutas de madera y aserrín, mezclado con adhesivos, para luego ser prensados en grandes placas planas de diversos tamaños y espesores. Son utilizado en distintas aplicaciones tales como la fabricación de muebles y en la industria de la construcción, en cubiertas de techo, paredes, pisos y closets. (Memoria Anual 2004, Terranova, S.A.)

¹² La cosecha de troncos que se requiere en estos casos, es de menor edad promedio y menor tamaño.

De acuerdo a lo estipulado por la propia póliza, se ampara la responsabilidad civil legal extracontractual que pueda ser imputable al asegurado como consecuencia de lesiones corporales o daños materiales ocasionados a terceras personas. Además se adhieren a la póliza ciertas cláusulas que se enuncian a continuación:

- Predios y Operaciones
- Operaciones terminadas
- R.C. de incendio y explosión
- Cláusula para ascensores, elevadores, cabrias grúas y montacargas,
- Responsabilidad civil vigilantes
- R.C. Equipos móviles
- R.C. Contractual (no ampara incumplimiento de contratos)
- R.C. Locativo y de Vecinos
- Cláusula Responsabilidad Civil transporte carga y descarga
- Daños ocasionados por desprendimiento accidental de la carga (excluyendo accidentes de tránsito)
- R.C. Carga y descarga de buques
- R.C. Cruzada
- R.C. del Patrono hasta por Bs. 200 millones
- R.C. Daños causados por agua
- R.C. Vehículos ajenos y/o alquilados
- Daños ocasionados a vehículos de terceros (choque, vuelco, colisión, incendio y explosión) hasta Bs. 100 millones en exceso de Bs. 40 millones
- Pagos suplementarios, gasto de defensa penal, asistencia legal hasta por Bs. 150 millones
- R.C. Grúas (en el Muelle Palúa)
- Daños ocasionados a la carga propiedad de terceros hasta por Bs. 400 millones
- R.C. Avisos
- R.C. Contratistas y Sub-contratistas
- R.C. Equipos y Maquinarias usadas fuera de los predios del asegurado
- Daños causados por desprendimiento accidental de la carga en vías públicas
- Cláusula de cables y tuberías subterráneas
- R.C. Ambiental

Asimismo, FAPCO tiene una póliza de seguro de flota de autos, vigente hasta el 14 de Septiembre de 2006 con ZURICH SEGUROS que cubre seguro de casco, responsabilidad civil, exceso de límite, que incluye asistencia legal.

Como se observa, los contratos han funcionado desde el punto de vista operativo sin retardos, ni inconvenientes, situación que manteniéndose estable en el tiempo permite inferir un riesgo operativo atenuado. Sin embargo, es importante destacar que la cesión de los créditos que contempla la presente transacción de un 35% de los ingresos por contrato, exige un manejo adecuado de los costos asociados a la operación de los mismos, de tal forma que dicha cesión lejos de afectar el desenvolvimiento de los mismos, signifique un manejo más eficiente y racional de los fondos previstos en la presente transacción, destinados a capital de trabajo y reestructuración de pasivos.



4.3 Riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio

Para el caso que nos ocupa, el rendimiento del Fiduciario está en función de una tasa negociada contractualmente con el originador, mientras que sus gastos por intereses, están referidos a un porcentaje de la tasa de interés anual, promedio ponderada, de las operaciones activas a noventa (90) días de los seis (6) principales bancos comerciales y universales de Venezuela, publicada semanalmente por el Banco Central de Venezuela (Ver Tabla4).

Tabla 4 Rendimiento de los Títulos de participación

Serie	Porcentaje de la TAM	Base de Cálculo
I	66%	30/360 para todas las series
II	68%	
III	70%	

TAM = Tasa Activa de Mercado
Fuente: FAPCO, C.A.

En ese sentido, existe el riesgo de un desfase entre los ingresos y gastos por intereses dado un aumento de la tasa de interés de referencia (para calcular los gastos por intereses) con respecto a la tasa acordada por el Fiduciario para el cálculo de su rendimiento.

En cuanto a la posibilidad de riesgo de tipo de cambio, efectivamente una proporción aproximada de 25% de los fondos provenientes de la prestación de los servicios en tres de los cuatro contratos cedidos¹³ se origina en dólares, ya que corresponden a un componente de costo importado para la prestación de los servicios. Por tanto, dado que la emisión de los títulos de participación está denominada en bolívares, existirá entonces un riesgo de tipo de cambio, en virtud de las posibilidades de fluctuaciones que desequilibren la administración de los flujos de entrada y salida del Fideicomiso.

4.4 Riesgo de mercado

Uno de los riesgos que se evaluaron como parte de este análisis se refiere al de exposición al mercado, relacionado a la estrategia seguida por FAPCO de concentrar sus actividades en la zona de Puerto Ordaz. Según la Gerencia, esto se debió al potencial que en sus dos negocios principales observaban en Ciudad Guayana, en el sector de la construcción – metalmecánica y en el de mantenimiento industrial.

En cuanto al riesgo de competencia, es importante destacar que las actividades realizadas por FAPCO presentan altas barreras de entrada para nuevos competidores, originadas en primer lugar en su experiencia de unos 25 años en el negocio y en segundo término, a los requerimientos de inversión en capital que son necesarios para que otras empresas inicien y mantengan sus operaciones, para que en el mediano plazo signifiquen la intensificación de la

competencia en los mercados en los cuales la empresa participa.

En ese sentido, FAPCO presenta una posición de liderazgo en el mercado y ha desarrollado una especialidad ajustada a los requerimientos de la zona en la que ha elegido concentrarse.

Otro elemento a considerar como parte del riesgo de mercado, se refiere a la evolución de las tarifas del servicio de cada contrato. Así, los contratos con MASISA (TERRANOVA, FIBRANOVA y ANDINOS) están en función o bien de la evolución de los indicadores de precios, de los volúmenes transportados o del comportamiento de los costos unitarios de los insumos y repuestos. Las tarifas de cada uno de los contratos ha registrado ajustes trimestrales caracterizados por su tendencia favorable para el prestador del servicio.

Por su parte, las tarifas del contrato entre TTP Orinoco – SIDOR, también se han venido ajustando trimestralmente, para un incremento de 5% en promedio en el período analizado. Con respecto a los riesgos asociados a este contrato, la Gerencia señaló que no existen competidores efectivos que pudieran amenazar la permanencia en el mercado de TTP ORINOCO. No obstante, las barreras a la entrada de nuevas empresas que pudieran eventualmente ingresar a competir en este mercado prestando un servicio de transporte adecuado a las exigencias de SIDOR y a través de una inversión de capital razonable, pudieran ser relativamente bajas.

4.5 Riesgo de los deudores de los contratos

Debido a que tres de los cuatro contratos están asociados a MASISA (que posee TERRANOVA, ANDINOS y FIBRANOVA), a continuación se analizará con un mayor detalle los riesgos que afronta esta empresa, así como de las fórmulas que ha aplicado para intentar mitigarlos.

En su Memoria de cierre del Año 2005¹⁴ MASISA señala que en el curso de sus operaciones enfrenta el riesgo de abastecimiento de materias primas, principalmente de resinas químicas y madera que son elementos esenciales para su proceso de producción. Sin embargo, para minimizarlos, mantienen acuerdos de largo plazo con proveedores de resinas químicas y adicionalmente a las plantaciones que posee en Chile, Brasil y Venezuela, es accionista principal de Forestal Tornagaleones, S.A., que posee plantaciones en Chile y Argentina.

Por otro lado, como parte del curso normal de sus negocios, MASISA enfrenta otros tipos de riesgos asociados a por ejemplo siniestros en sus plantas, pérdidas en sus bodegas, daños a terceros, riesgos comerciales, etc., los cuales se intentan identificar para evitar en lo posible su ocurrencia, minimizar sus efectos potenciales adversos y/o

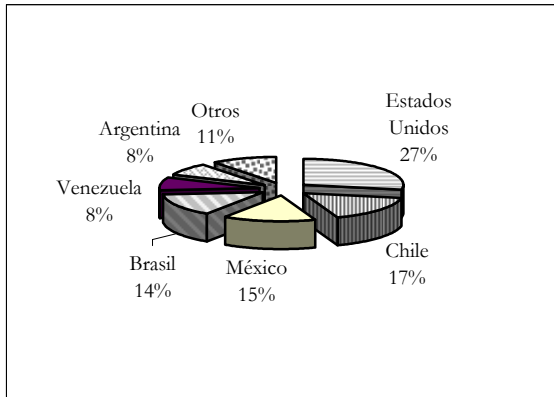
¹³ El contrato con SIDOR es el único de los cuatro contratos cedidos, completamente denominado en bolívares.

¹⁴ En: http://www.masisa.com/pdfs/memoria_anual_masisa_2005.pdf

cobrir mediante seguros las eventuales pérdidas ante tales siniestros.

Por último, MASISA señala sus estrategias para la diversificación de su riesgo atado a un mercado particular, a través de la expansión de sus operaciones productivas y comerciales a otros países (Ver Gráfico 5).

Gráfico 5: Distribución de las ventas por destino de MASISA



Fuente: MASISA y Elaboración propia

Ciertamente, el principal mercado de la empresa es Estados Unidos, que abarca el 28% de sus ventas, seguido de Chile, México, Brasil, Argentina y Venezuela, donde ha tenido una tendencia creciente, representando para el año 2005 un 8,3% de las ventas totales del grupo. En Venezuela, MASISA posee 37 distribuidores independientes que atienden la industria de la construcción y 17 “Placacentros”¹⁵ en todo el país.

Las principales tendencias de los indicadores financieros de esta empresa, señalan una mejora en su operación, debido principalmente al incremento de los precios y los volúmenes de las ventas de molduras MDF en Estados Unidos, y un aumento de los precios de los tableros MDF, especialmente en Venezuela, Brasil y México.

MASISA, S.A. cuenta con una calificación internacional de riesgo de “A”, (que fue subida en Enero 2006 desde “A-” fundamentado según la opinión de la agencia calificadora Feller Rate de Chile¹⁶, en el fortalecimiento de la base patrimonial y de sus indicadores financieros, mejora en los escenarios de precios para sus principales productos, sinergias resultantes de la fusión Masisa - Terranova y mejora de su perfil de deuda.

En cuanto a los riesgos asociados a SIDOR, es importante señalar la situación que actualmente ocurre en este complejo siderúrgico con la aplicación de lo que se ha denominado “operación morrocoy” por parte del Sindicato Único de Trabajadores de la Industria Siderúrgica y sus Similares (Sutiss)¹⁷, la cual, según informaciones de prensa implica pérdidas que podrían superar los US\$ 2 millones por día¹⁸. Ahora bien, este tipo de conflictos los ha tenido esta empresa en otras oportunidades y ha logrado superarlos favorablemente.

Por otra parte, los precios referenciales del acero han venido creciendo tanto en Asia, como en Europa y Estados Unidos, estimándose que al cierre del año 2006 podrían ubicarse por encima de los US\$ 700 por tonelada. Este aumento se debe al incremento de los precios del hierro y el carbón (insumos necesarios para su producción), así como la creciente demanda, que se espera que aumente en 4% a nivel mundial en el 2006, dado el efecto del crecimiento industrial de China.

Ahora bien, en el caso venezolano, se registró un alza en los precios del acero, toda vez que el único suplidor de hierro en el país, CVG Ferrominera del Orinoco informó que como consecuencia del aumento en el precio internacional del hierro, se establecieron unas nuevas condiciones con las siderúrgicas, que se traducen en un incremento desde US\$ 19 la tonelada, a US\$ 30 (un 57,89% más por tonelada)¹⁹. En ese sentido, los costos de producción de SIDOR se calculan entre US\$ 60 – 65 millones al año

Por otra parte, la producción estimada de acero fue de 2,4 millones de T.M. en el período Ene - Jun 2006 (un aumento del 1,65% con respecto a este mismo período del año anterior²⁰), destinada a suplir las necesidades de acero nacional e internacional. Resulta importante acotar que Venezuela se ubica como el tercer país productor de acero de la región, detrás de Brasil y Argentina, representando el 10,57% del total producido en Latinoamérica.

De esta manera, según lo señala la empresa, se estima que consolidarán los niveles de producción alcanzados a 4,6 millones de toneladas en el 2006. En este propósito, la empresa contará con el respaldo de una inversión que estará en alrededor de 70 millones de dólares²¹.

Riesgos de liquidez

De acuerdo a la estructura de la presente transacción, el cronograma de las Amortizaciones (Ver Tabla 5), permite determinar un aporte promedio al Fideicomiso por este

¹⁵ Se refieren a locales comerciales que operan bajo un concepto de licencia, con una misma marca y formato. Están orientadas principalmente a los pequeños y medianos fabricantes de muebles, ofreciendo productos y servicios asociados a la utilización de tableros en dicha industria.

¹⁶ En: <http://www.feller-rate.cl>

¹⁷ El Ministerio del trabajo en Bolívar llama a SUTISS a dialogar. 13/09/06. En: www.eud.com

¹⁸ Paralizan parcialmente a SIDOR. 06/09/06. En: www.eud.com

¹⁹ Sidor aceptó pagar más por la materia prima. 16/11/05. En: www.eud.com

²⁰ En: www.worldsteel.org

²¹ Información de: <http://www.elcaraboben.com>



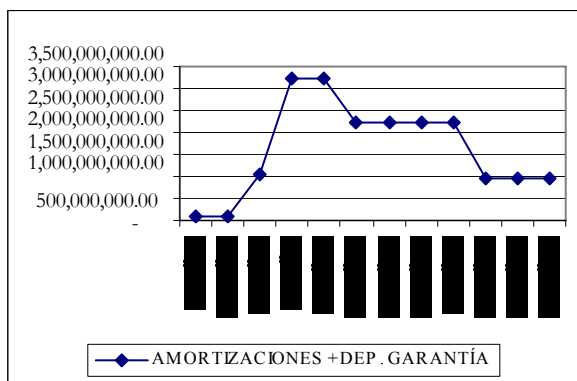
concepto, que incluye el Depósito de Garantía de 25%, de unos Bs. 1.615,98 millardos trimestrales. Como se observa en el Gráfico 6, dicho aporte encontraría su nivel máximo al final del Año 1 (cuarto trimestre), para luego ir disminuyendo a razón de 12,41% en promedio trimestral, aproximadamente.

Tabla 5: Cronograma de Amortizaciones s/contrato de Fideicomiso

	% Amortización	
Serie I	50% al 4T-AÑO 1	50% al 1T-AÑO 2
Serie II	16,67% al 4T-AÑO 1	83,33% al 4T-AÑO 3
Serie III	10% al 3T-AÑO 1	90% al 4T-AÑO 3

Fuente: FAPCO, C.A. y Elaboración propia

Gráfico 6: Aporte parcial al Fideicomiso (*)



(*) Incluye Amortización y Depósito de Garantía
 Fuente: Cálculos y Elaboración propia

Ahora bien, al incluir a este monto, un 35% de los ingresos totales obtenidos por todos los contratos que conforman la presente transacción el Flujo de entrada al Fideicomiso tomando en consideración el tiempo de vigencia de cada uno (sólo los contratos de SEMACA – ANDINOS y TTP ORINOCO – SIDOR tienen vencimiento hasta el final de la emisión) sería de unos Bs. 3.735,96 millardos promedio trimestralmente (Bs. 14.943,83 millardos en promedio al año).

Tabla 6: Aportes totales al Fideicomiso (*)

	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3
APORTES TOTALES	12.046,50	18.956,96	13.828,03

(*) Incluye Amortización, Depósito de Garantía e ingresos de los contratos titularizados

Fuente: Cálculos propios

Con respecto a los Flujos de salida del Fideicomiso, suponiendo una tasa promedio ponderada de los 6 principales bancos, publicadas mensualmente por el BCV, de un 14% (y aplicando los descuentos estipulados en cada una de la serie, según la estructura de la transacción), se estimarían unos Bs. 2.567,21 millardos por concepto de intereses (Ver Tabla 7).

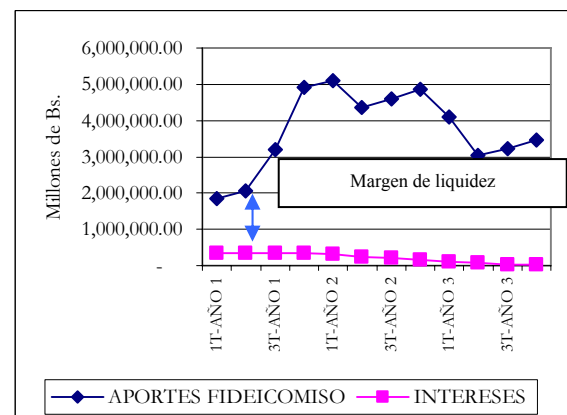
Tabla 7: Flujos de Salida estimados del Fideicomiso

INTERESES	MONTOS (Millardos de Bs.)
Serie I	152.583.750,00
Serie II	1.048.050.000,00
Serie III	1.366.575.000,00
TOTAL	2.567.208.750,00

Fuente: Cálculos Propios

En este sentido, considerando la diferencia entre los flujos de entrada y salida al Fideicomiso, se estima un margen liquidez de unos Bs. 3.522,02 millardos en promedio a lo largo de la vida de la emisión (Ver Gráfico 7), registrándose el nivel más bajo del margen en los primeros dos trimestres de la transacción.

Gráfico 7: Margen de liquidez del Fideicomiso



Fuente: FAPCO, C.A. y Elaboración Propia

FORMAS DE MITIGACIÓN DE LOS RIESGOS

Una forma que permitiría mitigar una situación de desfase entre los ingresos y los gastos por intereses, serían las enunciadas como garantías en el propio prospecto de la emisión:

(1) Sobrecolateralización: el valor nominal de la totalidad de los títulos de participación de cada serie no podrá exceder, en ningún momento, del equivalente del setenta y cinco por ciento (75%) del valor nominal del Certificado de Inversión



Definitivo de cada serie. Esta diferencia está disponible para cubrir cualquier desequilibrio.

(2) Fondo de reserva: conformado por los depósitos por adelantado de los intereses de los tres primeros meses de vigencia de los títulos de participación, dejados por el interesado en el Fideicomiso, una vez haya concluido el proceso de colocación de todos los títulos de participación de cada una de las series, y luego de efectuar el cálculo del rendimiento por el emisor para el respectivo trimestre.

Según lo observado anteriormente, el Depósito de Garantía resulta muy importante en el momento de mitigar el riesgo de liquidez de la presente transacción, en especial durante el primer año. Una disminución de tres puntos en el porcentaje destinado a este fondo, significaría un margen de liquidez de 5% en el primer año.

ANÁLISIS PROSPECTIVO Y DE SENSIBILIDAD

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Clasificadores S&S de emisión de títulos de participación, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de los contratos (activo subyacente), bajo tres escenarios, uno BASE, en el cual se toman inicialmente las premisas tanto macroeconómicas como del negocio presentadas por FAPCO; un escenario OPTIMISTA, donde se mejoran ciertas variables y uno PESIMISTA, donde se recoge el posible efecto de la desmejora de algunas condiciones. En todos los escenarios, se consideraron los períodos de vigencia de cada uno de los contratos, sin suponer renovaciones de los mismos.

Bajo el escenario BASE se consideró un aumento de los ingresos promedio de los contratos en un 11%, así como el cronograma de amortizaciones presentado por el Fideicomitente y el fondo de garantía de un 25%, obteniéndose unas coberturas que oscilan entre 1,00x y 1,65x (Ver Tabla 8), observándose una desmejora en el Año 2, debido principalmente al cronograma de amortizaciones acordado con el Fiduciario.

Tabla 8 Coberturas bajo un escenario base

Años	1	2	3
COBERTURAS	1,31	1,00	1,65

Fuente: Cálculos propios

Ahora bien, si se mejoran las condiciones, bajo un escenario OPTIMISTA con un incremento de los ingresos promedio de los contratos en un 35%, así como el cronograma de amortizaciones presentado por el Fideicomitente y el fondo de garantía de un 25%, se obtienen entonces unas coberturas que oscilan entre 1,53x y 2,42x (Ver Tabla 4).

Tabla 9 Coberturas bajo un escenario optimista

Años	1	2	3
COBERTURAS	1,77	1,53	2,42

Fuente: Cálculos propios

Bajo condiciones menos favorables, que implican una reducción del 11% de los ingresos, se puede observar unas coberturas que oscilan entre 0,89x y 1,21x (Ver Tabla 10).

Tabla 10 Coberturas bajo un escenario pesimista

Años	1	2	3
COBERTURAS	1,21	0,89	1,52

Fuente: Cálculos propios