

Perú Análisis de Riesgo

SIGMA – Fondo de Inversión en Leasing Operativo – Leasop I

Rating	AAf / V3 (pe)		
	Tipo de Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior

Riesgo Crediticio AAf (pe)

Riesgo de Mercado V3 (pe) N.M.

N.M.= No modificado. Información Financiera al 31-12-07

Analistas

Hugo Cussato
511) 444 5588
hugo.cussato@aai.com.pe

Bruno Pezzia
(511) 444 5588
bruno.pezzia@aai.com.pe

■ Perfil

SIGMA - Fondo de Inversión en Leasing Operativo - Leasop I es un fondo de capital cerrado dirigido a personas naturales y jurídicas. Inició operaciones el 26 de junio del 2006 con un patrimonio suscrito de US\$16 millones. El plazo del Fondo es de ocho años, contados a partir de la emisión de las cuotas de participación, pudiendo prorrogarse según acuerdo de la Asamblea General de Partícipes. La administradora es SIGMA Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.

El Fondo busca adquirir activos en el mercado local o internacional, que sean requeridos por empresas domiciliadas en el Perú, para luego otorgarlos en *leasing* operativo por un plazo limitado de tiempo.

La Sociedad Administradora del Fondo es SIGMA SAFI cuyo único objeto es la administración de fondos de Inversión que organice, por cuenta y riesgo de sus correspondientes partícipes, respondiendo por la gestión de dichos fondos.

SIGMA SAFI fue constituida el 24 de Agosto de 2005, y fue autorizada para funcionar por CONASEV el 19 de Octubre de 2005 A diciembre 2007, el Capital Social de la Sociedad Administradora alcanza los S/. 2.1 millones (S/. 1.47 millones al momento de constitución).

SIGMA –Fondo de Inversión en Leasing Operativo - Leasop I invierte el 100% de su patrimonio en el mercado local.

Al cierre de diciembre del 2007, el valor patrimonial del Fondo ascendió a US\$59.7 millones, siendo el capital pagado, de US\$53.2 millones.

■ Fundamentos

En Sesión de Comité de Clasificación, Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. decidió ratificar la calificación de riesgo de la Cuota de Participación del fondo *SIGMA - Fondo de Inversión en Leasing Operativo - Leasop I* de AAf (pe) para el riesgo crediticio y la calificación de V3 (pe) para el riesgo de mercado.

El rating otorgado se fundamenta en:

La fortaleza de los contratos, los cuales involucran no sólo al arrendatario sino también al proveedor y al beneficiario (contratante) del servicio que brinda éste. Cabe mencionar que la mayoría de los contratos cuentan con *put options* y/o cesión de la posición contractual al contratante del arrendatario, en caso de incumplimiento en el pago de las cuotas por parte del primero. Se debe mencionar que tanto proveedores como contratantes cuentan con calificación crediticia superior a la del titular del contrato de arrendamiento.

El nivel de morosidad del portafolio. El Fondo cuenta con un nivel de morosidad de 0.0% a diciembre 2007 y de 0.3% a marzo 2008. Es posible que con el tiempo y el desarrollo de las operaciones, el nivel de morosidad se incremente aunque de manera controlada, dados los estrictos criterios de evaluación crediticia y la relativa importancia del activo arrendado para el arrendatario, puesto que constituye su herramienta de trabajo.

La política de inversión, la misma que se considera razonablemente reglamentada para el nivel de riesgo del portafolio. De esta forma, las inversiones se concentran en sectores con potencial crecimiento, tales como minería, transporte y construcción. Asimismo, los criterios de evaluación crediticia establecen requerimientos de pagos adelantados, adecuado valor residual del activo y requisitos mínimos respecto de la calificación financiera y cualitativa del arrendatario.

Junio 2008

Adicionalmente, se señalan rigurosos límites de plazos y tipos de instrumentos permitidos.

Respecto de los límites de concentración, éstos están aún sujetos a que se alcance un tamaño mínimo de US\$50MM. Cabe mencionar que el 28 de agosto del 2007 el Fondo superó los US\$50 MM. En resumen, se considera que este riesgo es mitigado a través de la fortaleza de los contratos, la estricta evaluación y la conservadora estimación del valor residual del activo arrendado.

La calidad de la administración y su apego a las políticas de inversión: La Administradora está conformada por un equipo de profesionales con larga experiencia en operaciones de arrendamiento y en el sector financiero. Sobre la base de lo anterior, la Clasificadora estima que el desempeño de la gestión será profesional y eficiente.

La liquidez relativa de los activos arrendados y el nivel esperado de conservación de los mismos, que se manifiestan en un alto valor de mercado de los activos al término de la operación. Asimismo, se espera un *recovery* mayor frente a otro tipo de operaciones de arrendamiento, debido al riguroso control y monitoreo en el uso y mantenimiento de los activos arrendados con la permanente participación de los *dealers*.

El plazo de los contratos (en promedio tres años), el cual es inferior a la vigencia del Fondo (ocho años), por lo cual existe un riesgo de reinversión. No obstante lo anterior, y para su mejor control, este riesgo es permanentemente monitoreado a través de los respectivos comités de inversiones.

■ Descripción del Fondo

El fondo *SIGMA - Fondo de Inversión en Leasing Operativo - Leasop I* está constituido por un patrimonio suscrito de US\$68.09 millones, dividido en 6,809 cuotas de participación, cuyo valor nominal es de US\$10,000 cada una. La vigencia del Fondo es de ocho años, la cual podrá prorrogarse por acuerdo de la Asamblea General de Partícipes. Cabe mencionar que durante la vigencia del Fondo, el patrimonio del mismo no podrá ser menor a US\$3 millones.

El capital del Fondo es cerrado y el número de partícipes es fijo, por lo que las participaciones no se pueden rescatar antes de la liquidación del Fondo, salvo en algunos casos establecidos en el Reglamento y por decisión de la Asamblea General de Partícipes.

Asimismo, la colocación se realiza bajo el mecanismo de oferta pública; por lo que existe un mecanismo centralizado de negociación establecido por la regulación vigente.

A diciembre 2007, el Fondo contaba con siete partícipes; la participación de los mismos se muestra a continuación:

Partícipes	Fondo	Cuotas Suscritas	% Part Bruta
Prima AFP	Fondo 2	2,154	31.6%
Prima AFP	Fondo 3	127	1.9%
Prima AFP	Fondo 1	53	0.8%
Prima AFP	Total Fondos	2,334	34.3%
Integra AFP	Fondo 2	2,564	37.7%
AFP Horizonte	Fondo 2	1,524	22.4%
Inv. Quitalmahue	Corso	97	1.4%
Inv. Menevado Limitada	Megeve	290	4.3%
Total		6,809	100%

Fuente SIGMA SAFI

La organización del Fondo está compuesta por una Asamblea General de partícipes y un Comité de Vigilancia. La Asamblea es el órgano máximo y tienen derecho a concurrir a la misma los partícipes titulares de las cuotas.

El Comité de Vigilancia es el órgano encargado de la supervisión y verificación de las decisiones y acciones que tome la SAFI respecto del Fondo. Sus funciones son indelegables. El número de integrantes no podrá ser menor de 3 ni mayor de 6.

La Asamblea General de Partícipes está facultada para adoptar los siguientes acuerdos:

1. Modificación del Reglamento de participación.
2. Aumento o reducción del capital del Fondo.

3. Aprobación de aportes no dinerarios.
4. Inversión directa, indirecta o a través de terceros, en derechos sobre bienes de personas relacionadas a la SAFI.
5. Fijar, para cada deuda que se contraiga, las condiciones correspondientes a la misma, incluyendo la aplicación de los fondos
6. Determinar las condiciones de las nuevas emisiones de cuotas, fijando el monto a emitir, precio y plazos de las colocaciones de éstas.
7. La transferencia del Fondo y la designación de una nueva Sociedad Administradora.
8. La liquidación del Fondo, aprobación del procedimiento de liquidación, designación del liquidador, fijación de sus atribuciones y retribución, así como la aprobación del balance final y la propuesta de distribución del patrimonio.
9. Establecer las condiciones para la entrega de activos del Fondo a los Partícipes por la redención de las Cuotas, en el caso de vencimiento del plazo del Fondo.
10. La fusión o escisión del Fondo.
11. Otros acuerdos establecidos en el Reglamento de Participación o que considere la Asamblea.

El Comité de Vigilancia tiene las siguientes funciones:

1. Vigilar que la SAFI cumpla, respecto del Fondo, con lo dispuesto en la Ley y el Reglamento de Participación.
2. Verificar que la información proporcionada a los Partícipes sea veraz, suficiente, oportuna y clara.
3. Verificar las acciones seguidas respecto de las observaciones y recomendaciones de los auditores externos del Fondo.
4. Convocar a la Asamblea para dar cuenta de su gestión y cuando en ejercicio de sus funciones, lo considere necesario
5. Aquellas otras que se establezcan en el reglamento de Participación o que delegue la Asamblea.

Son, asimismo, obligaciones del Comité de Vigilancia:

1. Participar con voz pero sin voto en las Asambleas.
2. Supervisar que el órgano o persona responsable de verificar el cumplimiento de las normas internas de conducta, cumpla con sus funciones.
3. Proponer a las sociedades de auditoría para su elección en Asamblea.
4. Convocar a Asamblea en los casos señalados en el Reglamento de Participación.
5. Revisar los informes de valuación de los principales activos del Fondo y someterlos a la evaluación de la Asamblea cuando estime que los valores asignados no corresponden a los parámetros del mercado.
6. Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones, siempre que medie autorización de la Asamblea.

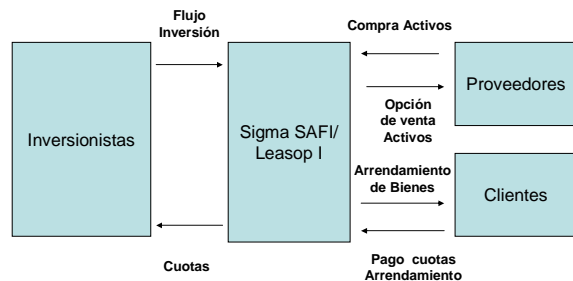
Las operaciones de *leasing* operativo se clasificarán en los siguientes tipos:

Arrendamiento Operativo Directo: *Leasing* de activos comprados a Proveedores locales o que han sido comprados por el Arrendatario durante los últimos seis meses; siendo el mismo arrendatario quien va a participar en el contrato como Proveedor.

Arrendamiento Operativo de Importación: Financiamiento de los gastos de capital de proveedores extranjeros. En este caso, el Fondo solicitará la emisión de una carta de créditos a favor del Proveedor y los pagos se realizarán contra documentos saneados.

Leasebacks Operativos: este tipo de operación se emplea para devolver liquidez al Arrendatario en caso de activos que han sido comprados con anterioridad a los seis meses.

El esquema de la operación del Fondo se muestra a continuación:



Las participaciones del Fondo serán adquiridas por los inversionistas a valor nominal de US\$10,000 cada una, hasta un número máximo de 10,000 cuotas; estableciéndose que ninguna persona natural o jurídica puede ser propietario de más de un tercio del patrimonio neto del Fondo, salvo el caso de partícipes fundadores en el cual existe la obligación de disminuir progresivamente dicha propiedad en un plazo máximo de 36 meses.

Como se mencionara anteriormente, el período de vigencia del Fondo es de ocho años prorrogable por períodos similares. Asimismo, el plazo de las operaciones de arrendamiento del Fondo se encuentra entre 1 y 4 años, siendo el Fondo propietario del activo en todo momento. Luego de vencido el plazo de arrendamiento el activo será vendido a terceros o al mismo proveedor a precios de mercado.

■ Objetivos de Inversión

La finalidad del Fondo es adquirir bienes muebles diversos, incluyendo, pero no limitado, a vehículos nuevos y usados, maquinaria movable y estacionaria, y equipos de oficina, con el único propósito de arrendarlos, mediante la figura del *leasing* operativo, por un plazo predefinido, recibiendo una cuota periódica que incluiría gastos de mantenimiento y seguros.

El Fondo está sujeto a ciertas restricciones que debe cumplir con respecto a las inversiones, las cuales contemplan, entre otros, los tipos de instrumentos, cumplimiento de ciertos ratios financieros y la diversificación por industrias.

Los instrumentos en los que se puede invertir son:

1. Inversiones en Operaciones de Adquisición de Activos para realizar arrendamiento Operativo (Inversión Principal).
2. Instrumentos de inversión con un mercado secundario líquido y con plazos de vencimiento no mayores a seis meses.

Para cumplir con el objetivo del Fondo, la mayor parte de las inversiones estarán concentradas en los instrumentos que corresponden a "1", mientras que los demás instrumentos tienen la función de facilitar el manejo del portafolio.

Los límites de inversión por tipo de instrumento son como sigue:

Límites por tipo de Instrumento	Mínimo	Máximo
Inversiones en Operaciones de Adquisición de Activos para Arrendamiento Operativo	80%	100%
Instrumentos de Inversión con mercado secundario líquido y con plazos de vcto no mayores a 6 meses	0%	20%

En lo referente a los límites de concentración por persona jurídica y grupo económico, éstos serán aplicables sólo cuando el Fondo alcance los US\$50 millones. El 28 de agosto del 2007, el Fondo alcanzó los US\$50 millones y a la fecha cumple con los límites de concentración propuestos en la política de inversión:

Límite	\$50MM<Fondo<\$100MM	Fondo > US\$ 100MM
Individual	20%	10%
Grupal	30%	15%

En referencia al endeudamiento, el fondo no puede endeudarse, salvo para obtener recursos adicionales de inversión y sólo con garantía de los nuevos activos que se adquieran con dichos recursos adicionales, contando para ello con la previa autorización expresa de la Asamblea, debiendo ésta fijar las condiciones en cada caso. El límite máximo de endeudamiento del Fondo será de 10% de su patrimonio neto calculado al momento de ser autorizado por la Asamblea.

Por política, el Fondo se concentrará en sectores considerados como de menor riesgo y con mayor potencial de crecimiento tales como Minería, Construcción, Transporte, Telecomunicaciones y los servicios de soporte de estas actividades vía contratistas.

Se debe hacer especial mención sobre la calidad profesional y experiencia del equipo a cargo de la administración del Fondo, que permite un adecuado manejo del portafolio, así como una buena relación con clientes y proveedores.

■ Riesgos de las Cuotas

Existen dos componentes para evaluar el riesgo en los fondos: i) riesgo de mercado; y, ii) riesgo crediticio y calidad de la administración.

El análisis de riesgo de mercado está relacionado con la sensibilidad relativa del Fondo ante cambios en las tasas de interés y otras condiciones de mercado.

En el caso particular del fondo *SIGMA – Fondo de Inversión en Leasing Operativo –Leasop I*, éste se orientará a instrumentos de mediano plazo.

En efecto, durante los 21 primeros meses de operación (a mayo 2008), el Fondo ha efectuado operaciones de arrendamiento operativo por plazos que oscilan entre los 12 y 48 meses, siendo el plazo promedio de 36 meses.

Asimismo, teniendo en cuenta el plazo promedio y que las amortizaciones se realizan en forma mensual, la duración estimada del portafolio, a diciembre de 2007, fue de 27 meses.

Respecto de la liquidez del Fondo, los Contratos de *Leasing Operativo* se ajustarán a los siguientes plazos máximos por tipo de activo:

Tipo de Activo	Plazo Máx: Activos Nuevos	Plazo Máx: Activos Usados
Equipo de Oficina	24 meses	No Aplicable
Computadoras Personales	24 meses	No Aplicable
Automoviles/Camionetas	48 meses	24 meses
Camiones y Ormibuses	60 meses	48 meses
Maquinaria Movible	48 meses	30 meses
Maquinaria Estacionaria	48 meses	36 meses

El análisis del riesgo crediticio del presente Fondo se basa en la evaluación del comportamiento de la cartera de inversiones, en función a su calidad crediticia, diversificación, cumplimiento de las políticas de inversión, la calidad de la Administradora, el historial de pagos, entre otros.

Asimismo, se evalúa la consistencia del objetivo del Fondo con la Política de Inversión, las políticas de valorización que emplea el Fondo, el manejo de conflictos de interés, las de administración y los controles internos. En caso estos últimos puntos no sean satisfactorios, el rating del portafolio podría ser ajustado en forma negativa.

Para el registro y control de las inversiones del portafolio, la Administradora cuenta con su propio *software* desarrollado especialmente para el Fondo y que viene funcionando desde el inicio de sus operaciones.

La calidad crediticia de las inversiones está determinada por: i) la calidad crediticia de las acreencias de las empresas medianas o grandes con las que SIGMA firma contrato; y, ii) la calidad de los otros activos (instrumentos financieros) que pueden componer el portafolio (instrumentos de inversión con un mercado secundario líquido).

A fin de asegurar una calidad mínima de las acreencias, la Administradora ha establecido ciertos criterios de selección, tanto cualitativos como cuantitativos, entre los que destacan:

Criterios Cuantitativos: La SAFI realizará una evaluación de la capacidad de pago de la empresa a través del análisis de sus estados financieros auditados y de su información financiera intermedia, así como de las características de la empresa, del sector en el cual se desenvuelve, su nivel de endeudamiento, márgenes de rentabilidad, volúmenes de ventas, liquidez, seguros contratados y otros que considere el Comité de Inversiones

Criterios Cualitativos: Este análisis contempla la calidad y carácter de los accionistas/dueños de la empresa, la Gerencia, su experiencia operativa en el tipo de activo a arrendar, su relación con los bancos, los aspectos fiscales, y otros aspectos que considere conveniente el Comité de Inversiones

Asimismo, el Fondo calculará la cuota a ser pagada por los arrendatarios en Función del retorno requerido, el plazo pactado y el Valor Residual (*balloon*). Además, podrá requerir un pago adelantado a los arrendatarios, según las características de la operación puntual o la fortaleza de los mismos.

Si bien puede adquirir bienes local o internacionalmente, el Fondo invertirá sólo en el mercado local. No obstante, podrá hacerlo en soles o en dólares, por lo que podría verse afectado ante situaciones fluctuantes del tipo de cambio. Con el objetivo de mitigar el riesgo cambiario, en la eventualidad en la que se invirtiese en soles, se contempla la posibilidad de invertir en instrumentos derivados (*forwards*) con fines de cobertura. A diciembre 2007, el Fondo mantenía una posición en soles marginal (saldos en cuenta corriente).

En el caso del fondo *Leasop I*, el rendimiento ha ido incrementándose en la medida en que se han ido incorporando un mayor porcentaje de operaciones de *leasings* frente a los otros instrumentos de renta fija (depósitos o certificados). A diciembre del 2007, la participación de la Inversión Principal (contratos de arrendamiento y activos fijos arrendados) en el portafolio, ascendió a 94.1%.

A fin de rentabilizar los activos del Fondo, el capital pagado será menor que el suscrito y se harán llamados de capital según las necesidades del Fondo hasta completar el capital suscrito. Dado que el Fondo puede tener un capital suscrito y pagado de US\$ 100MM como máximo, se realizarán posteriormente ofertas públicas de nuevas cuotas.

A diciembre 2007, el capital suscrito, a valor nominal, es de US\$68.09 millones y corresponde a 6,809 cuotas captadas a través de la oferta inicial

(1,600 cuotas) y a dos ofertas públicas posteriores efectuadas en diciembre del 2006 y mayo del 2007, de las cuales se logró captar 1,609 y 3,600 cuotas adicionales, respectivamente. Del total del capital suscrito, se han efectuado “*capital calls*” por US\$53.2 millones. Cabe señalar que el 16 de enero de 2008 se realizó un cuarto “*capital call*” por \$7.0 millones adicionales.

Cabe destacar que si un inversionista desea liquidar su posición antes del vencimiento del Fondo no podrá hacerlo, dado que éste es cerrado y no cuenta con un mecanismo de negociación. Sin embargo, éste podrá transferirla a otro inversionista por su cuenta y propio riesgo.

Lo anterior, le resta liquidez a las cuotas del fondo *Leasop I*, pero no se debe olvidar que las cuotas de los fondos de inversión no son consideradas instrumentos líquidos.

■ Evaluación crediticia de los Clientes

La Inversión Principal es efectuada estrictamente de acuerdo con los Límites de Composición de Cartera y con un estricto cumplimiento de los Criterios de Aceptación de Riesgos (CAR’s), así como con todas las otras consideraciones de la Política de Inversiones para el portafolio de *leasing* operativo.

Las CAR’s se basan en los siguientes criterios:

1. Conoce a tu Cliente (KYC)
2. Análisis Financiero
3. Capacidad de Pago
4. Tipo de Activos Arrendados

El riesgo de crédito asociado con la Inversión Principal puede ser mitigado a través los siguientes criterios generales:

1. Se financian sólo activos productivos vinculados al giro del negocio. De hacerse excepciones, éstas son puntuales y según el perfil de arrendatario y el activo particular.
2. Se tiene el derecho de venta de activos, para lo cual se contará con la propiedad del bien y se realizará una evaluación permanente del mercado secundario.
3. Se puede contar con otros métodos de cobertura y garantías incluidos en la operación (cuentas en custodia, *Stand By Letter of Credit*, hipotecas, fianzas, avales, sesión de posición contractual, etc.).

4. Se busca la generación marginal y adicional de efectivo por bien arrendado
5. Se busca la diversificación de cartera acorde con los límites de inversión individuales o grupales establecidos.
6. En ciertos casos se puede cobrar cuotas adelantadas para reducir el riesgo de la operación, cuando el Comité de Inversiones lo considere conveniente sobre la base del riesgo crediticio de cada Cliente.

Respecto de las consideraciones de mercado del análisis, la cartera de *leasing* operativo estará constituida por clientes de banca comercial que cumplan todos los requerimientos legales y organizacionales indicados en los CAR's sobre clientes. Asimismo, las industrias únicas o aquellas con negocios muy específicos, tales como la industria maderera, de ganado o agricultura, serán evitadas. También serán excluidas las empresas o sectores económicos cuyo origen o industria estén incluidos dentro de la calificación de crédito de alto riesgo que determina la SAFI.

Rent to Value (RTV):

El RTV es el monto neto de riesgo crediticio que tiene el Fondo por cada operación de *leasing* operativo. Por ello, el RTV mide la exposición o riesgo inicial que asume el Fondo con el arrendatario y se calcula en función al precio inicial del activo subyacente (la inversión) o de la sumatoria de las cuotas de capital (sin intereses) a recibir del arrendatario durante la vida del Contrato de *Leasing* Operativo (precio del Activo) menos Valor Residual.

El objetivo principal del RTV es calcular la cobertura que brinda cada activo sobre el capital invertido durante la vida útil de cada contrato. Un RTV aceptable dependerá del plazo y de los diversos mitigantes de riesgo tales como opciones de venta a favor del Fondo (valor de mercado) frente al proveedor, al cliente o a terceros; cuotas adelantadas; prendas dinerarias u otras coberturas y garantías.

Política de valorización de inversiones

La valorización de las inversiones del Fondo se realiza en forma diaria. Con el propósito de manejar eficientemente la caja del Fondo y considerando que las inversiones tienen plazos máximos de cinco años (prorrogables), la valorización se hace devengando los intereses diariamente.

La valorización de la Inversión Principal se hace de forma simple sumando las cuotas recibidas de cada operación individual al valor ajustado de todos los activos de la cartera. A este valor principal se le suman otros ingresos del Fondo (comisiones cobradas) y se le restan los gastos y comisiones respectivos.

Las utilidades distribuidas a los partícipes se deducirán del patrimonio neto. Asimismo, si hubiera una ganancia o pérdida en la venta del activo subyacente, al vencimiento de cualquier operación, ésta afectará directamente el patrimonio neto del Fondo.

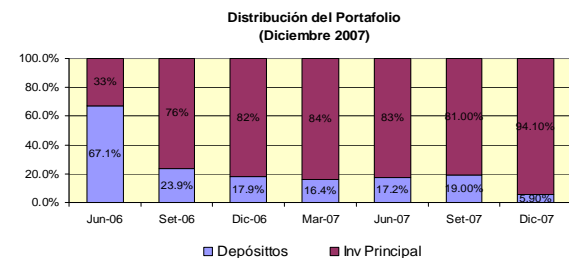
Cabe señalar que el patrimonio neto del Fondo podrá verse reducido por las provisiones o castigos que solicite efectuar el Comité de Inversiones bajo recomendación del Gerente de Riesgos y Finanzas de la SAFI.

Asimismo, la depreciación de los activos del Fondo se contabiliza en línea recta y es calculada como la diferencia entre la inversión menos el Valor Residual entre el plazo de vigencia del contrato del *leasing* operativo.

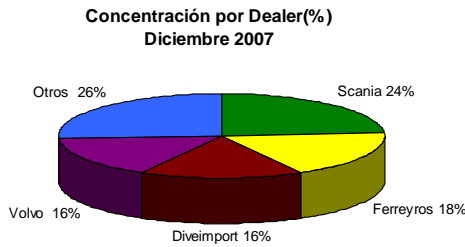
Finalmente, las cuotas son inscritas en la Bolsa de Valores de Lima, donde se cotizan de acuerdo con la oferta y demanda del mercado. El valor cuota de las mismas estará representado por el patrimonio del Fondo dividido entre el número de Cuotas en circulación del mismo.

Evaluación

Al cierre de diciembre del 2007 el Fondo tenía 19 meses de operaciones. En un inicio estaba concentrado en depósitos, 67% al cierre del primer mes de operaciones; sin embargo, dicha concentración ha ido disminuyendo en la medida en que las operaciones se han incrementado alcanzando 5.90% a diciembre 2007. La evolución de la distribución del portafolio en los 19 primeros meses de operación es como sigue:



A diciembre 2007, las operaciones de arrendamiento operativo que mantiene el Fondo involucran a 49 proveedores. Cabe señalar que los principales proveedores son empresas de primer nivel local que cuentan en algunos casos con contratos de opción de venta con el Fondo de los activos al vencimiento de los contratos de arrendamiento. La concentración de las inversiones por proveedor se muestra a continuación:



Fuente: Sigma SAFI

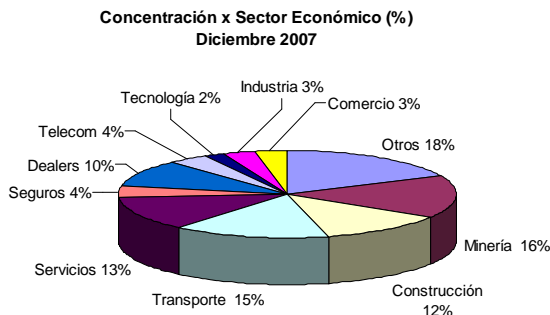
A diciembre 2007, la distribución del portafolio por categoría crediticia ponderada (considerando arrendatario, proveedores, contratante del arrendatario, garantías y condiciones contractuales) fue como sigue:

Rating Crediticio	Dic-07	Jun-07	Set-06
AAA	17.3%	31.3%	22.00%
AA	26.5%	14.5%	0.00%
A	36.9%	45.9%	61.00%
BBB	19.3%	8.4%	17.00%
Total	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Sigma SAFI

A setiembre 2006 con sólo tres meses de operación, el Fondo concentraba sus operaciones en el sector minería (85.5%), sin embargo, a diciembre 2007, dicha concentración se ha reducido a 16% y el portafolio ha logrado un grado de diversificación saludable por sector económico.

La composición del portafolio por sector económico, a diciembre 2007, muestra el grado de diversificación de las inversiones del Fondo.



Fuente: Sigma SAFI

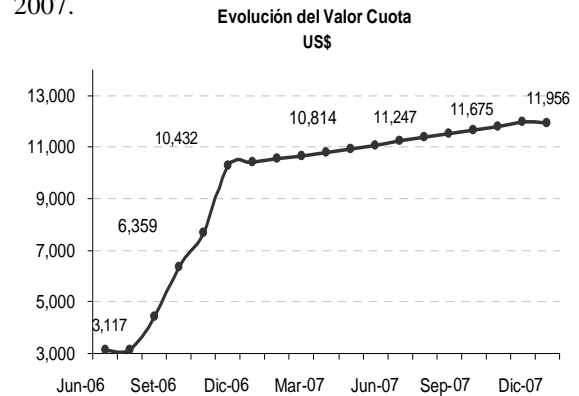
En cuanto a la composición del portafolio por moneda, éste se encuentra casi 100% concentrado en moneda extranjera.

La empresa no estima probable realizar inversiones mayores en soles, en el mediano plazo. Sin embargo, de hacerlo, mitigaría el riesgo cambiario vía instrumentos de cobertura tales como *forwards*.

El Fondo cuenta con operaciones que van desde los 12 hasta los 48 meses. Sin embargo, la inversión promedio tiene una duración de aproximadamente 36 meses.

Evolución del Valor Cuota

Al cierre de diciembre del 2007, el valor cuota fue US\$11,956 (US\$3,117 al cierre de junio 2006, primer mes de operación). En términos acumulados, en los últimos 12 meses de operaciones, el Fondo había rendido 14.61%, el cual es neto de los costos y calculado sobre el capital pagado. Cabe señalar que si se considera el rendimiento acumulado desde el inicio del fondo, éste fue de 14.62% a diciembre 2007.



Fuente: Sigma SAFI

Manejo de conflictos de interés

La Administradora cuenta con un código de ética interno que obliga a sus funcionarios a un actuar particular para efectos de evitar las situaciones de conflicto de interés que pudieran suscitarse, por lo que se espera que dichas situaciones se vean minimizadas.

En el caso de haber alguna controversia entre la Sociedad Administradora (SIGMA) y los partícipes del Fondo, y que no pueda resolverse entre las partes, podrá ser sometido al Poder Judicial o a arbitraje, de conformidad con la Ley General de Arbitraje.

■ Política de Administración y Controles Internos

SIGMA SAFI actúa como la Sociedad Administradora del Fondo y tiene a su cargo las labores de administración, control e información de las actividades del Fondo, así como la evaluación de las potenciales inversiones para el Fondo, proponerlas al Comité de Inversiones y ejecutar las inversiones que dicho Comité autorice.

SIGMA SAFI fue autorizada a operar el 19 de octubre de 2005 según Resolución CONASEV No. 070-2005-EF/94.10.

A diciembre 2007, el capital social de la administradora ascendió a S/. 2.1 millones y su patrimonio ascendió a S/. 3.3 millones.

La administración de SIGMA SAFI cuenta con significativa experiencia en materias financieras, evaluación de inversiones y administración de cartera producto de la relación previa de sus integrantes con diversas instituciones del sistema financiero; en particular con el ex -Bank Boston.

Adicionalmente, y dadas las particularidades del presente Fondo respecto de un fondo convencional, se cuenta con un procedimiento específico para evaluar clientes y proveedores potenciales.

Las inversiones que realiza la Administradora a nombre del Fondo son evaluadas por el Comité de Inversiones, el cual cuenta con el *know how* y el *expertise* adecuado, en opinión de la Clasificadora.

Retribución de la Administradora

Las Comisiones de Administración del Fondo, que tendrá derecho a cobrar la SAFI, estarán compuestas por una comisión fija y una variable o de éxito según se expresa a continuación.

Comisión Fija Mensual: Equivalente al 2% + IGV de tasa de Comisión Fija Mensual (TCFM) aplicado sobre el Patrimonio Neto del Fondo, con un monto mínimo de US\$30 MM y dividido entre doce meses. Para efectos de lo anterior, el Patrimonio Neto se determina por el número de cuotas suscritas multiplicadas por el Valor Cuota Partícipes (VCp).

El cálculo de la comisión fija se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Com.Fija} = (\text{TCFM} \times \text{días} / 360) \times (\# \text{ cuotas} \times \text{VCp})$$

Esta comisión fija se devenga diariamente, se liquida mensualmente y se pagará dentro de los primeros cinco días del mes siguiente.

A partir de mayo del 2007, el Fondo asume un mayor gasto por comisión fija mensual, ya que a partir de esa fecha, el patrimonio neto supera los US\$30 MM. En junio 2007, el mismo alcanzó los US\$40.9 MM.

Comisión Variable o de Éxito: Se calcula sobre la base de la diferencia entre el rendimiento obtenido por el Fondo y una Tasa de Referencia.

La Tasa de Referencia será la tasa Libor de doce meses más el índice Perú EMBI+ (calculado por JP Morgan NY) más 150 puntos básicos (bps) o 1.5%.

La Tasa de Referencia de cada *Cash Call* será ponderada por el monto del *Cash Call* respectivo y se promediará con las demás Tasas de Referencia, si las hubiere, para llegar a la Tasa de Referencia que será aplicable al íntegro del Patrimonio Neto.

La Fecha de Reajuste de dicha Tasa de Referencia será cada doce meses contados a partir de la fecha del primer *Cash Call* con el propósito de reflejar las posibles variaciones en el rendimiento de la tasa Libor y del índice Perú EMBI+. Este reajuste de la Tasa Referencial aplicará al íntegro del Patrimonio Neto a partir de la fecha de Reajuste. Este reajuste no se aplicará al *Spread* establecido. Si la fecha de reajuste coincide con un día no laborable, en el Perú o en Estados Unidos, la fecha se prorrogará al primer día laborable siguiente.

La cotización de la tasa Libor será determinada según sus niveles de cierre del día anterior al día en que se anuncie cada *Cash Call*.

El cálculo anual de la Comisión Variable se hará utilizando la Tasa de Referencia promedio ponderado vigente a la hora de hacer el cálculo de la comisión.

Sobre la base del rendimiento neto del Fondo la Comisión Variable será de 20% del incremento anual del Valor Cuota + IGV calculado de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$CV_a = (((VCp_1 - VCp_0) / VCp_0) - TR) \times 20\% \times PN_0$$

Donde:

CV_a: Comisión variable anual

VCp₁: Valor cuota aplicable en el período 1, neto de comisión fija y antes de Gastos de Funcionamiento.

VCp₀: Valor cuota aplicable en el período anterior, neto de comisión fija y antes de Gastos de Funcionamiento.

TR: Tasa de Referencia

PN: Patrimonio neto de toda comisión al cierre de período anterior

Cabe señalar que esta comisión, la cual devengará mensualmente, será calculada al cierre del ejercicio y será pagada antes de la distribución de utilidades a los Partícipes, retención de impuestos, aplicación para gastos y cualquier otro monto que pueda reducir el rendimiento acumulado del Fondo.

Para determinar la comisión aplicable, se promediará el patrimonio neto del Fondo diariamente. La metodología aplicable será la “High Water-Mark” (HWM); es decir, la Comisión variable se paga solamente si el Valor Cuota del período evaluado es mayor o igual al máximo valor cuota registrado al cierre de cualquier ejercicio anterior.

La Comisión Variable es neta de cualquier otra comisión, no incluyendo los gastos de funcionamiento.

Durante el 2007, los gastos de comisión por administración alcanzaron la suma de S/. 4.5 millones.

Gastos de funcionamiento

Con respecto a los gastos de funcionamiento, se imputan al Fondo los siguientes gastos ordinarios:

1. Tasación de bienes.
2. Seguros de responsabilidad civil.
3. Auditorías anuales a los Estados Financieros y a las valorizaciones del Fondo.
4. Comisiones a la Bolsa de Valores de Lima, CONASEV y CAVALI.
5. Publicidad del Fondo.
6. Honorarios y gastos legales, notariales, registrales y administrativos derivados de la operación y liquidación del Fondo al fin de la vigencia del mismo.
7. Tributos de cualquier clase que afecten o graven valores, operaciones o instrumentos financieros del Fondo.
8. Gastos de clasificación que sean obligatorios o que se estimen recomendables y que recaigan sobre Inversiones o Cuotas del Fondo.
9. Gastos asociados a cobranzas.

10. Gastos para impresión de contratos, documentos y material necesario para el desarrollo del Fondo.

11. Intereses, comisiones y tributos derivados de los créditos contratados por cuenta del Fondo y previamente autorizados por la Asamblea.

12. Honorarios del Comité de Vigilancia.

13. Gastos derivados de las Asambleas, adicionales a la Asamblea General Anual.

Cabe señalar que en ninguno de los casos la suma de los gastos ordinarios del Fondo podrá superar anualmente el 0.45% del monto suscrito de cuotas.

Gastos extraordinarios

En lo referido a los gastos extraordinarios (entendidos como litigios, procedimientos de arbitraje, honorarios profesionales y otros gastos y costos legales incurridos en la defensa de los intereses del Fondo), éstos serán aprobados previamente por la Asamblea.

Política de dividendos

SIGMA- Fondo de Inversión en Leasing Operativo - Leasop I, de acuerdo al Reglamento de Participación, tiene la política de no distribuir dividendos. Salvo decisión contraria de la Asamblea General Ordinaria, al final de cada ejercicio, todas las utilidades distribuibles obtenidas por las actividades del Fondo serán capitalizadas a favor de los Partícipes beneficiarios de las mismas.

Proceso de liquidación

De producirse alguna causal de liquidación, la SAFI o el Comité de Vigilancia, debe convocar a la Asamblea dentro de diez días hábiles de producida la causal. La Asamblea debe celebrarse en un plazo máximo de quince días posteriores a la convocatoria.

Asimismo, cualquier partícipe puede requerir a la SAFI, al Comité de Vigilancia o a CONASEV, para que en un plazo de diez días hábiles de presentada su solicitud, convoque a la Asamblea si a su juicio existe alguna causal de liquidación del Fondo.

Verificada la causal por parte de CONASEV, de no adoptarse acuerdo alguno en la Asamblea, CONASEV procederá a la liquidación del Fondo y designará al Liquidador.

Una vez iniciado el proceso de liquidación se añadirá la expresión “en liquidación” a la denominación del Fondo. Asimismo, cabe señalar que durante el Proceso de liquidación del Fondo no cesa la función de los miembros del Comité de Vigilancia.

El liquidador podrá ofrecer a los Partícipes, dependiendo de las características de las inversiones y antes de proceder a la venta de los activos en que se encuentran invertidos los recursos del Fondo, la opción de recibir tales activos como redención de las cuotas en las condiciones que se acuerden en la Asamblea que se celebre para estos efectos.

Sobre el particular de la redención de cuotas, plazos y condiciones de liquidación, la Clasificadora observa que el Reglamento no hace mayor precisión debido a que el proceso puede tomar diferentes caminos según lo que opte el Comité de Vigilancia y el Liquidador designado. No obstante, el Reglamento señala que los partícipes que se consideren afectados por las acciones de los liquidadores están habilitados, de ser el caso, para hacer valer su derecho ante CONASEV, a través de la interposición de acciones correspondientes.

RESUMEN FINANCIERO

SIGMA- Fondo de Inversión en Leasing Operativo LEASOP 1
(Cifras en miles de soles a Diciembre 31, 2007)

Tipo de Cambio Soles/USD a final del Periodo 3.30 3.17 3.00

BALANCE GENERAL

ACTIVO	Dic-06	Jun-07	Dic-07
Activo Corriente	23,709	40,623	41,046
Inversiones	53,633	90,733	145,645
TOTAL ACTIVOS	77,341	131,356	186,691
Pasivo	8,318	1,678	10,327
Patrimonio	69,023	129,677	176,364
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	77,341	131,356	186,691

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS

	Dic-06	Jun-07	Dic-07
Ingresos Operacionales	6,436	15,076	40,186
Gastos Operacionales	(5,393)	(8,820)	(25,263)
Resultado Operacional	1,043	6,256	14,924
Resultado No Operacional		(570)	
Utilidad Neta	1,043	5,687	14,924

SIGMA SAFI

(Cifras en miles de soles a Diciembre 31, 2007)

Tipo de Cambio Soles/USD a final del Periodo 3.30 3.17 3.00

BALANCE GENERAL

	Dic-06	Jun-07	Dic-07
Activo Corriente	1,677	1,804	4,271
Activo No Corriente	76	316	277
TOTAL ACTIVOS	1,753	2,120	4,548
Total Pasivos	80	334	1,240
Patrimonio Neto	1,673	1,786	3,308
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	1,753	2,120	4,548

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS

	Dic-06	Jun-07	Dic-07
Ingresos por Servicios	1,026	1,044	4,500
Gastos de Administración	(1,469)	(951)	(2,001)
Resultado Operacional	(443)	92	2,499
Resultado No Operacional	(33)	21	75
Impuesto a la Renta Diferido	259	-	(260)
Impuesto a la Renta			(573)
Utilidad Neta	(217)	113	1,741

ANTECEDENTES

Sociedad Administradora:	SIGMA SAFI S.A.
Domicilio legal:	Pardo y Aliaga No. 699 Oficina 601 A, San Isidro/ Lima Perú
RUC:	20511442011
Teléfono:	(511)-611 7100
Fax:	(511)-611 7120

RELACIÓN DE DIRECTORES

Craig John Carleton Smith de Souza	Presidente
Javier Freyre Trivelli	Director
Irzio Bruno Pietro Pinasco Mencheli	Director

COMITÉ DE INVERSIONES

Craig Smith
Irzio Pinasco
Javier Freire
John Gleiser
Germán Esterripa

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Craig John Carleton Smith de Souza	32.00%
Roberto José Stiglich Jiménez	21.46%
Luiz Felipe Mauger Cordenosi	20.00%
Irzio Bruno Pietro Pinasco Mencheli	13.00%
Otros com menos de 5%	15.54%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para las Cuotas de Participación SIGMA Fondo de Inversión para *LEASOP I*:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Riesgo Crediticio	Categoría AAf (pe)
Riesgo de Mercado	Categoría V3 (pe)

Definiciones

CATEGORÍA AAf (pe): La experiencia de la administradora del Fondo, junto a sus políticas de inversión, sus procedimientos y composición de la cartera de inversiones, otorga una muy buena protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.

CATEGORÍA V3 (pe): Aquellos Fondos que cuentan con una moderada sensibilidad en el valor de la cuota ante cambios en las condiciones de mercado.

* La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprarlo, venderlo o mantenerlo.