

Fondo de Inversión COMEX SRM

Ratings

| Tipo | Clasificación Actual | Clasificación Anterior |
|---|----------------------|------------------------|
| Cuotas de Participación Clase Senior | | |
| Riesgo Crédito | AAf(pe) | AAf(pe) |
| Riesgo Mercado | V1(pe) | V1(pe) |

* Con información financiera auditada a diciembre 2017 y marzo 2018.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 31/05/2018 y 27/02/2018.

Fundamentos

Las clasificaciones de riesgo otorgadas a las Cuotas de Participación Clase Senior se sustentan principalmente en:

Limitado riesgo crediticio y alta liquidez: Según el Reglamento de Participación, modificado en abril y noviembre 2016, el Fondo puede invertir en acreencias de comercio exterior (la Inversión Principal), a un plazo máximo de 180 días, en hasta un 75% en pagadores (o garantes) cuyo *rating* o el de su grupo económico sea entre 'BBB-' y 'BBB+' internacional; y, en por lo menos un 25% en pagadores cuyo *rating* o el de su grupo económico sea como mínimo 'A-' internacional. Así, el Reglamento actual ya no contempla inversiones por debajo de BBB- internacional o sin clasificación.

Si bien se espera que la mayor parte de los pagadores sean entidades miembros de *Factoring Chain International* (FCI), en el caso que el pagador sea una empresa cuya operación cuente con un seguro de riesgo crediticio, se asume que la aseguradora cumplirá con los mismos criterios de clasificación de riesgo.

Cabe señalar que para la Clasificadora una subsidiaria no necesariamente tendrá el mismo *rating* que su matriz o grupo económico. Así, factores como la importancia relativa de la subsidiaria dentro de un grupo y/o si comparten una misma marca, entre otros, pueden significar que el *rating* sea el mismo o que difiera en uno o más *notches*. De esta manera, en opinión de la Clasificadora, a marzo 2018 el 99.5% (99.5% a dic. 2017) del portafolio estaba garantizado por entidades cuyo *rating* o el de su grupo económico era equivalente 'BBB-' internacional o mayor.

Competencias del Administrador: El Administrador SRM SAFI (subsidiaria de Nova SRM Brasil) cuenta con el *staff*, los sistemas informáticos y de control operativo suficientes para gestionar el tipo de inversiones que maneja el Fondo Comex SRM (el Fondo) en Perú.

Al cierre del 2017 el Grupo Nova SRM gestionaba en Brasil cuatro fondos "FIDCs" que invierten principalmente en acreencias locales, administrando en conjunto alrededor de 784 MM de Reales (aprox. US\$243 MM). Además, administraba ocho fondos "FIC" que invertían en diversos activos, gestionando unos 97 MM de Reales (aprox. US\$30 MM) y un "FIC FIDC" de 123 MM de Reales (aprox. US\$38 MM). En ese sentido, el Grupo cuenta con amplia experiencia evaluando pequeñas y medianas empresas que realizan operaciones de *factoring* local en el mercado brasileño a través de los fondos que administra.

Comportamiento esperado de las inversiones: El Fondo buscará invertir en acreencias de empresas exportadoras que tengan experiencia comercial previa con sus contrapartes. Igualmente, buscará financiar programas de exportación y/o importación, en lugar de operaciones puntuales. Además, en promedio se financiarán como máximo el 90% de dichas acreencias. De otro lado, debido al corto plazo de las inversiones, el Fondo podría reaccionar rápidamente ante cambios en el mercado y/o el deterioro de algún cliente.

Alineación de intereses entre el Administrador y los Inversionistas: Se espera que SRM SAFI y/o sus vinculados participen mayoritariamente en la suscripción de las Cuotas Clase Junior del Fondo. Asimismo, inversionistas externos también podrían suscribir dichas cuotas. Además, las Cuotas Junior deben representar mínimo el equivalente al 10% del patrimonio neto del Fondo .

Metodología Aplicada: Metodología Maestra de Clasificación Fondos (03-2017)

Analistas

María del Carmen Vergara
maria.vergara@aai.com.pe

Sergio Castro Deza
sergio.castro@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

Dichas cuotas asumirán las primeras pérdidas en caso de no pago de cualquier acreencia adquirida por el Fondo. Además, según los plazos y las condiciones establecidas en el Reglamento, los titulares de las Cuotas Junior deberán buscar reponer los fondos necesarios para mantener el porcentaje de participación de los inversionistas *junior* en 10%. Así, en la medida que la participación de SRM SAFI en las Cuotas Junior sea mayoritaria se considera un fuerte incentivo para que el Administrador lleve una adecuada gestión del Fondo.

Sobrecolateral: Las Cuotas Clase Junior funcionan como un sobrecolateral de 10% que permiten absorber las pérdidas esperadas del portafolio proyectado. A diciembre 2017 las Cuotas Junior representaron el equivalente al 10% (10% a marzo 2018) del patrimonio neto del Fondo.

Limitado riesgo de mercado: El Reglamento establece que en caso de rescate anticipado existirá una penalidad de salida del 20% del capital invertido y el pago se efectuará con base al cronograma de pagos de las acreencias del Fondo. Así, la Clasificadora considera que se desincentiva los rescates anticipados y que en el caso que se produjeran existiría un cronograma de pagos, lo que mitiga el riesgo de mercado al evitar liquidar los activos de manera anticipada.

Además, el amplio *excess spread* que maneja actualmente el Fondo, le permite contar con un margen para cumplir con las metas de rentabilidad ofrecidas a los inversionistas en caso las tasas de las nuevas acreencias en las que invierte el Fondo disminuyan como consecuencia de cambios en las condiciones de mercado.

Entre los principales factores limitantes de la clasificación figuran los siguientes:

- a) **Alta concentración del portafolio:** Es de esperar que inicialmente la cartera registre elevados niveles de concentración por país, industria y por pagador. En ese sentido, hasta un 40% de los activos podrían estar concentrados en un mismo país y con un sólo pagador. Sin embargo, la Clasificadora esperaría que el portafolio muestre gradualmente una mayor diversificación especialmente en entidades que garantizan el pago (factor o garante).
- b) **Concentración de responsabilidades en los socios:** Existe una participación altamente relevante de los dos socios fundadores en las decisiones de crédito y gestión administrativa, lo que podría resultar en un riesgo operativo para el Fondo.

- c) **Riesgo de disputa comercial:** En las operaciones de comercio exterior se pueden presentar disputas comerciales (reclamos sobre la calidad de productos u otros) entre exportadores e importadores.

A marzo 2018 el Fondo registraba operaciones vencidas mayores a 90 días por US\$3.44 MM (US\$2.22 MM a dic. 2017 y US\$0.29 MM a dic. 2016), principalmente vinculadas a disputas comerciales. En opinión de la Clasificadora, estas obligaciones constituyen un riesgo potencial toda vez que se ha observado un crecimiento significativo con respecto al cierre del 2016 y porque los garantes no cubren el riesgo por disputa comercial (solo cubren el riesgo crediticio).

No obstante, al cierre de marzo 2018 el saldo de provisiones constituidas, en línea con lo establecido en el Reglamento del Fondo, era de US\$2.70 MM (siendo equivalente al 78.5% del portafolio con más de 90 días de vencido). En ese sentido, se continuará monitoreando la evolución de dichas cuentas, así como las provisiones constituidas y las medidas correctivas implementadas por la SAFI para controlar este riesgo. Cabe indicar que este riesgo está parcialmente mitigado a través de la provisión constituida y es asumido hasta por el importe de su participación por las Cuotas Clase Junior, protegiendo a los inversionistas Senior.

Cabe señalar que de las operaciones que figuraban con vencidos mayores a 90 días al cierre de marzo 2018, unos US\$0.44 MM fueron pagados durante el mes de abril.

¿Qué podría modificar la clasificación?

Entre los aspectos que podrían tener un impacto negativo en la clasificación figuran: i) incumplimientos en lo establecido en el Reglamento de Participación; ii) la disminución en las Cuotas Clase Junior por debajo del 10% del patrimonio neto, sin que sean repuestas en los plazos pactados, o que el Grupo Nova SRM no participe mayoritariamente en las mismas; iii) cambios en la composición del portafolio que incrementen la pérdida esperada; y/o, iv) un incremento sostenido de las acreencias del portafolio vencidas mayores a 90 días.

■ Perfil

El Fondo de Inversión Comex SRM (el Fondo) tiene como objetivo invertir, en el mercado peruano y del exterior, principalmente en acreencias vinculadas a operaciones de comercio exterior (la Inversión Principal), denominadas en Dólares. Al adquirir estos activos, el Fondo buscará proveer de financiamiento mayoritariamente a empresas peruanas que realicen operaciones de comercio exterior. El plazo de la Inversión Principal no podrá ser mayor a 180 días, y el Administrador (SRM SAFI) buscará que el plazo promedio sea de aproximadamente 90 días.

El Fondo tiene un plazo de duración indeterminado, pudiendo la Asamblea General decidir modificarlo a un plazo determinado.

Además, el Fondo tendrá un capital de hasta US\$100 MM, pudiéndose emitir hasta 90,000 Cuotas Senior (en una o varias Series) y hasta 10,000 Cuotas Junior. El valor nominal de las cuotas será de US\$1,000 por cada una, independientemente de la clase de cuota.

La Asamblea General le ha otorgado facultades a SRM SAFI para crear dentro de las Cuotas Senior diversas Series con vencimientos y metas de rentabilidad diferenciadas, definiendo sus características en los respectivos prospectos de Oferta Pública de cada Serie e emitirse. Cabe señalar que el plazo de vencimiento de la Oferta Pública para las Cuotas Senior y de la Oferta Privada para las Cuotas Junior es de cinco años contados a partir del 28 de abril del 2016.

Cabe recordar que el 12 de febrero del 2015 se dio inicio a las actividades del Fondo colocándose 715 Cuotas Clase Junior por US\$715 mil, mediante Oferta Privada, adquiridas por el partícipe SRM SAFI. Además, con fecha de 15 de mayo del 2015 se realizó el primer requerimiento de capital a los partícipes de la cuota Clase Senior equivalente a US\$3.3 MM suscribiéndose 3,300 cuotas Clase Senior. Dichas cuotas fueron adquiridas por inversionistas institucionales.

Al cierre del 2017 los partícipes del Fondo fueron 15 incluidos los inversionistas Junior (15 a marzo 2018) y el patrimonio neto ascendió a US\$32.2 MM (US\$34.7 MM a marzo 2018). Por su parte, a fines del ejercicio 2016 el Fondo contaba con 15 partícipes y un patrimonio neto equivalente a US\$25.4 MM.

Según el Reglamento de Participación del Fondo (el Reglamento), modificado en abril y noviembre del 2016, como mínimo un 25% de la Inversión Principal se invertirá en acreencias cuyos pagadores (o garantes) o su grupo económico sean empresas que cuenten con una clasificación mínima de 'A-' internacional y el 75% restante con una calificación entre 'BBB-' y 'BBB+' internacional.

Asimismo, el Administrador y/o sus vinculados, así como inversionistas externos participarán como inversionistas *junior* con un monto mínimo del 10% del patrimonio neto del Fondo, de modo que la Cuota Junior sirva como colateral para los inversionistas *senior*.

Igualmente, en caso se verifique la existencia de utilidades en un trimestre, el Fondo otorgará a sus inversionistas *senior* como dividiendo la meta de rentabilidad señalada en sus respectivos Contratos de Suscripción de Cuotas. Por su parte, los inversionistas *junior* sólo podrán recibir todo el exceso de caja que pueda existir después de haberse cancelado los dividendos correspondientes a las Cuotas Senior.

Aunque no se generasen utilidades distribuibles en un trimestre, los inversionistas *senior* mantendrán el derecho de percibir dividendos en función de la meta de rentabilidad fijada en sus respectivos Contratos de Suscripción de Cuotas.

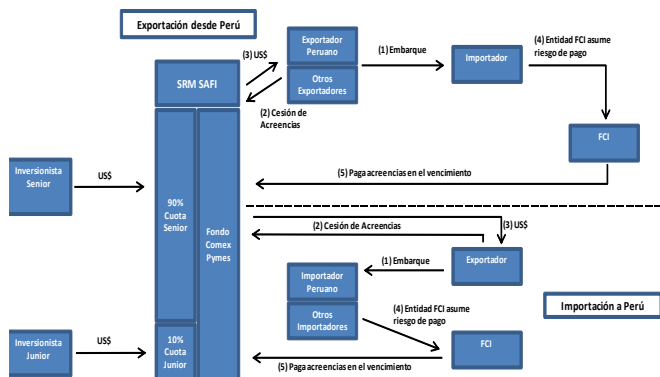
Cabe señalar que los partícipes de las Cuotas Senior podrán efectuar un rescate anticipado de su inversión con una penalidad del 20% sobre el capital invertido y estando sujeto el pago al cronograma de pago de las acreencias del Fondo. Lo anterior le permite al Fondo mitigar el riesgo de tener que liquidar activos anticipadamente.

Asimismo, en el caso de las Cuotas Senior la colocación se realizará bajo Oferta Pública, según lo establecido en el Reglamento. En tal sentido, el Fondo se encontrará regulado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Por su parte, las Cuotas Junior se colocarán mediante Oferta Privada y no estarán inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

Esquema de Operación del Fondo

Para la operación del Fondo, se deberá contar con los siguientes contratos firmados por SRM SAFI (en representación del Fondo), las empresas que ceden sus acreencias (Clientes) y las Entidades Pagadoras de dichas acreencias: i) Contrato Marco de Cesión de Acreencias (CMA), firmado entre SRM SAFI y los Clientes, mediante el cual se ceden los derechos sobre las acreencias de comercio exterior; ii) Formato de Adquisición de Acreencias, contrato suscrito entre SRM SAFI y los Clientes, complementario al CMA, en el que se definen las características específicas de los instrumentos a ser adquiridos; iii) Contrato de Obligación de Pago (COP), que se firma entre SRM SAFI y las Entidades Pagadoras de las acreencias; iv) Formato de Aceptación, que es el documento que suscribirán las Entidades Pagadoras en el que reconocen que mantienen una obligación de pago con el Fondo (como único titular de la acreencia) legalmente exigible y en el que se comprometen a realizar el pago en la

fecha de vencimiento acordada; y, v) Contrato Marco de Factoring Internacional, que se suscribirá entre SRM SAFI y una entidad miembro de la FCI que asumirá el riesgo de pago de la acreencia adquirida por el Fondo, en caso el obligado al pago inicial no cumpla. El esquema de la operación se muestra a continuación:



Fuente: SRM SAFI

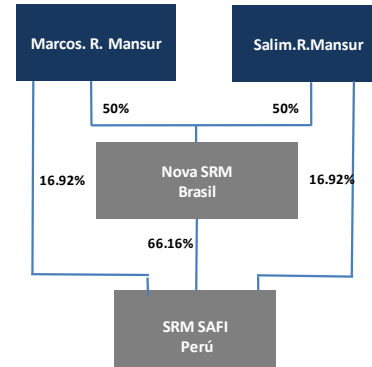
■ Administración

El Fondo de Inversión Comex SRM es administrado por SRM Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A. (SRM SAFI o la SAFI). SRM SAFI es la responsable de identificar y presentar las potenciales inversiones para la evaluación y aprobación por parte del Comité de Inversiones del Fondo, procurando que la estrategia de inversiones y diversificación se ejecute de acuerdo al Reglamento de Participación. Además, tiene a su cargo las labores administrativas y contables, así como el control de información de las actividades del Fondo, entre otros.

SRM SAFI se constituyó en Perú en mayo 2014, e inició operaciones en noviembre del mismo año. A marzo 2018 contaba con un patrimonio neto de S/ 10.9 MM (S/ 9.5 MM a dic. 2017 y S/ 7.3 MM a dic. 2016), siendo su principal accionista con el 66.16% de participación, Nova SRM Administração de Recursos e Finanças S.A. (Nova SRM o la Matriz). Además, el Sr. Marcos Mansur registraba un 16.92% de participación y el Sr. Salim Mansur, un 16.92%.

Por su parte, Nova SRM fue constituida en Brasil, siendo sus accionistas el Sr. Marcos Mansur (50%) y el Sr. Salim Mansur (50%). Esta empresa se dedica principalmente a administrar cuatro Fondos de Inversión en Derechos Crediticios (FIDCs), los mismos que son considerados una forma de titulación bajo la regulación brasilera, invirtiendo principalmente en acreencias locales. A diciembre 2017 dichos fondos gestionan un patrimonio de alrededor de 784 MM de Reales (aprox. US\$243 MM). Además, también administraba ocho Fondos de Inversión en

Cuotas (FIC) que gestionaban un patrimonio en conjunto de alrededor de 97 MM de Reales (aprox. US\$30 MM) y un "FIC FIDC" de 123 MM de Reales (aprox. US\$38 MM).



Fuente: SRM SAFI

Cabe señalar que los Fondos de Inversión en Cuotas son un vehículo de inversión en los FIDC. Los FIDC que administra actualmente Nova SRM en Brasil son: i) FIDC Exodus I; ii) FIDC Exodus III; iii) FIDC Exodus Institucional NP; y, iv) FIDC Exodus Institucional.

Nova SRM busca principalmente financiar a empresas medianas en Brasil mediante la adquisición de acreencias locales de corto plazo. Cabe resaltar la experiencia del Grupo en la adquisición de acreencias de corto plazo en Brasil a través de los fondos que administra. Es importante indicar que el Grupo SRM participa como inversionista *junior* en cada uno de los fondos que administra, por lo que se considera que existe una alineación de intereses con los inversionistas *senior* de dichos fondos.

Por otro lado, Nova SRM otorga soporte a las operaciones de SRM SAFI en Perú, por lo que la Clasificadora considera que existe una alta vinculación entre la SAFI y su Matriz. Asimismo, los principales directivos de Nova SRM (los dos socios fundadores y el gerente de *trade finance del Grupo*) forman parte del Comité de Inversiones de la SAFI en Perú y se encargan de la dirección general del Fondo. Por su parte, el Gerente de Inversiones del Fondo de Inversión Comex SRM y las personas que se encargan del soporte operativo en Perú son peruanos.

Por su parte, Nova SRM cuenta en Brasil con un Data Center externo, el cual posee planes de contingencia y está protegido. Igualmente, se realizan *checklist* y *backups* diarios para verificar el correcto funcionamiento de los sistemas y garantizar la continuidad del negocio.

Adicionalmente, el Grupo SRM en Brasil maneja una amplia base de datos de clientes o potenciales clientes (empresas con facturación entre R\$ 6.0 y 300 MM). Lo anterior le permite realizar un control minucioso: *scores* de pago, concentraciones de deuda, provisiones para deudores

morosos, garantías, entre otros. Además, cuenta con una página web y aplicativos para la atención de consultas de clientes y monitoreo de las cobranzas.

Igualmente, en Brasil cuenta con un área de Gestión de Riesgo de Crédito y un área de *Back Office* (operaciones y cobranzas). Nova SRM posee un modelo de *rating* interno y controles de crédito. Su metodología tiene como criterio básico conocer las operaciones y visitar a la compañía a la que se le otorga crédito. El *rating* final es una combinación de factores cuantitativos y cualitativos, que son presentados, discutidos y definidos en el Comité de Créditos. Dado que las acreencias que adquieren los fondos son de corto plazo, la empresa puede reducir la exposición crediticia con un cliente rápidamente. Además, la medición de riesgo de crédito puede incluir el análisis de garantías reales.

El Grupo SRM cuenta con un código de ética y de conducta, con el fin de orientar sus actuaciones para preservar la ética empresarial y asegurar una adecuada administración. Estos documentos incluyen temas de control interno, conflictos de interés y manejo de información confidencial, entre otros.

No obstante, se observa una alta concentración de las decisiones del Grupo en los dos accionistas fundadores, los mismos que lideran el Comité de Crédito y el Comité de Gestión de Nova SRM, lo cual en opinión de la Clasificadora podría generar un riesgo operativo. Igualmente, en Perú el Comité de Inversiones del Fondo está compuesto por los dos accionistas fundadores y el Gerente General del Fondo.

Por otro lado, Nova está supervisada por la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de Brasil. Asimismo, desde 2012 es parte de *Factors Chain International* (FCI), una red internacional de entidades que realizan negocios de *factoring* alrededor de 90 países, lo que hace que la matriz tenga que adherirse a las normas de comercio internacional y a los principios que rigen a las instituciones miembros del FCI. Lo anterior les permite contar con una red global de entidades con las que pueden desarrollar operaciones de *factoring* de comercio internacional.

Nova SRM tiene un área dedicada a Relaciones con Inversionistas, la que se dedica a la atención de consultas. Los inversionistas reciben un informe mensual que contiene indicadores del mercado local y un resumen del comportamiento del portafolio.

Por su parte, en Perú SRM SAFI emitirá mensualmente un informe detallado a los inversionistas sobre la administración realizada y el detalle de inversiones del portafolio. Asimismo, se entregará en forma trimestral los EE.FF. del Fondo y de manera anual los EE.FF. auditados y la Memoria Anual.

Respecto del Comité de Inversiones de SRM SAFI, éste contará con un mínimo de tres y un máximo de cinco personas designadas por ella, por un período de un año

renovable, los mismos que podrán ser removidos por el Administrador. Actualmente este Comité está conformado por tres miembros del Grupo SRM y no registra miembros independientes.

La Clasificadora reconoce la capacidad técnica y de gestión de Nova SRM en la evaluación y adquisición de acreencias locales de corto plazo en Brasil; así como también considera que la plataforma operativa de la cual dispone el Grupo posee la dimensión y capacidad suficiente para los objetivos del Fondo a desarrollarse en Perú. No obstante, en el caso de la adquisición de acreencias relacionadas a operaciones de comercio internacional en Brasil se observa un volumen relativamente reducido de operaciones. Así, la experiencia del Grupo SRM ha estado vinculada principalmente al análisis y adquisición de acreencias de comercio local de empresas de tamaño pequeño y/o mediano en Brasil, y a algunas operaciones de comercio exterior con dichas empresas. Sin embargo, el hecho de que el 100% de las acreencias a ser adquiridas por el Fondo en Perú serán garantizadas por una entidad miembro del FCI o un seguro de riesgo crediticio, mitiga el riesgo crediticio que pudiera existir al realizar operaciones en otros mercados. Como se señaló anteriormente, estas garantías no cubren riesgo por disputa comercial.

Asimismo, si bien se observa una alineación de los objetivos de la SAFI y sus accionistas con los objetivos del Fondo, se considera que el soporte financiero que éstos puedan brindar es limitado. Por lo anterior, dichos factores han sido incorporados en la clasificación otorgada al Fondo.

■ Conflictos de Interés

Como se mencionó anteriormente, el Grupo SRM gestiona diversos fondos (FIDC) en Brasil, los mismos que se especializan principalmente en la adquisición de acreencias de comercio local y se diferencian entre ellos básicamente por su estructura, el tipo de acreencias a ser adquiridas, el plazo de las mismas y el período en el que los inversionistas pueden realizar un rescate. Cabe mencionar que Nova SRM participa como inversionista *junior* en cada uno de los FIDC que gestiona y asume, de ser el caso, las primeras pérdidas de los FIDC, por lo que existe una convergencia de intereses entre el Administrador y los inversionistas *senior*.

Dada la orientación de los fondos en Brasil (fondos de adquisición de acreencias locales), los potenciales conflictos en la asignación de activos con el Fondo de Inversión Comex SRM estarían limitados a las acreencias cuyo pagador se pudiera encontrar en Brasil. No obstante, la amplia base de empresas potenciales de inversión con las que cuenta el Grupo en Brasil y la alta rotación de las acreencias mitigan este riesgo.

Respecto de la apertura de nuevos fondos con la misma estrategia de inversión que el Fondo de Inversión Comex SRM, la Clasificadora considera poco probable que en el corto y mediano plazo se abra un segundo fondo similar en Perú; sin embargo, existiría la posibilidad de que el Grupo SRM lance otros fondos de comercio exterior en otros países de Latinoamérica. No obstante, en el supuesto anterior, se esperaría que las inversiones se orienten principalmente a las acreencias generadas en el país de operación de cada fondo.

Por otro lado, cabe mencionar que todos los inversionistas *senior* contarán con los mismos derechos y orden de prelación en la distribución de dividendos (proporcional a su participación en el Fondo), independientemente de que la rentabilidad ofrecida a cada uno de ellos pudiera ser diferente. Asimismo, de proponerse aumentos de capital para el Fondo, los inversionistas *senior* tendrán derecho de preferencia para la suscripción de nuevas cuotas.

Asimismo, el Grupo SRM cuenta internamente con un código de ética y un manual de resolución de conflictos. En cuanto a las operaciones en Perú, el corto historial de *compliance* por parte de SRM SAFI en el país limita la evaluación que se pueda dar sobre estos aspectos.

Tal como se señaló, el Grupo SRM participará mayoritariamente en la suscripción de Cuotas Junior. Cabe señalar que los inversionistas *junior* participarán como mínimo con el 10% del patrimonio neto del Fondo. Así, en caso existiesen utilidades por distribuir en un trimestre, después de haber cubierto los gastos operativos del Fondo, la ganancia del inversionista *junior* estará subordinada al pago previo de la rentabilidad ofrecida a los inversionistas *senior*.

Además, aunque en un trimestre no existiesen utilidades distribuibles, los inversionistas *senior* mantendrán el derecho de percibir dividendos sobre la base de la meta de rentabilidad indicada en sus respectivos Contratos de Suscripción de Cuotas.

Por lo anterior, existe un fuerte incentivo a la alineación de intereses entre el Administrador y los inversionistas *senior*.

■ Políticas de Inversión

El Reglamento del Fondo Comex SRM plantea como objetivo de inversión principalmente la adquisición de acreencias vinculadas a actividades de comercio exterior (Inversión Principal) generadas en el Perú y en el exterior, denominadas en Dólares. No obstante, el Fondo buscará proveer de financiamiento mayormente a empresas peruanas.

Así, la Inversión Principal requiere de una estructura contractual por medio de la cual el Fondo adquirirá acreencias vinculadas a operaciones de comercio exterior.

Cabe señalar que se buscará adquirir facturas que, entre otros: i) formen parte de programas de exportación de empresas que cuenten con una relación comercial previa con sus clientes (mínimo un año); ii) sean operaciones de comercio exterior “post embarque”; y, iii) no se encuentren vencidas (atraso mayor a 30 días). Además, el Fondo buscará financiar como máximo el 90% del valor de la acreencia de comercio exterior.

Igualmente, el Fondo podrá invertir en instrumentos financieros y valores mobiliarios de renta fija de acuerdo a los límites establecidos en su Reglamento, con el objetivo de mantener una clasificación mínima de ‘AA-(pe)’.

El plazo de la Inversión Principal no podrá ser mayor a 180 días, buscando que el plazo promedio sea de alrededor de 90 días. En el caso de los demás instrumentos, éstos contarán con un plazo máximo de 360 días.

Se debe tener en cuenta que los límites de inversión consideran las cuotas suscritas y efectivamente pagadas en su medición.

| Restricciones por Tipo de Instrumento de Inversión | % Mínimo de activos del Fondo | % Máximo de activos del Fondo |
|--|-------------------------------|-------------------------------|
| a) Inversión Principal | 50% | 100% |
| b) Instrum. fin. de renta fija de corto plazo, específicamente títulos valores de emisión no masiva | 0% | 50% |
| c) Valores mobiliarios de renta fija emitidos o garantizados por el BCRP | 0% | 50% |
| d) Depósitos en entidades del Sist. Fin. Nacional en MN o ME, así como instrum. representativos de éstos con clasificación de riesgo en escala nacional igual o mejor que CP1- | 0% | 50% |

SRM SAFI

Al adquirir el Fondo acreencias de comercio exterior, el instrumento adquirido asumirá el riesgo de crédito de la Entidad Pagadora (la empresa importadora extranjera en el caso de una exportación peruana; o la empresa importadora peruana, en el caso de una exportación de un país del exterior).

Así, con el fin de limitar la exposición al riesgo de crédito de las pequeñas y medianas empresas, peruanas y/o extranjeras, la política de inversión del Fondo contempla que el 100% de la Inversión Principal será en acreencias de entidades pagadoras (o su grupo económico) que cuenten con una clasificación internacional de *investment grade* (‘BBB-’ o superior), otorgada por al menos una de las tres principales agencias clasificadoras a nivel mundial, o en su defecto, de empresas que cuenten con la garantía de una entidad miembro de la *Factors Chain International* con

clasificación (escenario más probable) o que cuenten con un seguro de riesgo crediticio emitidos por entidades que cuenten ellas (o su grupo económico) con *investment grade* internacional. Adicionalmente, se ha establecido que de ese 100%, al menos un 25% debe contar con una clasificación internacional de 'A-' o superior.

Grado de Riesgo de la Inversión Principal *

| Clasificación de Riesgo en Escala Internacional de la Entidad Pagadora o Entidad Miembro de FCI | Límite Mínimo como % de la Inversión Principal (Cuotas suscritas y pagadas) | Límite Máximo como % de la Inversión Principal (Cuotas suscritas y pagadas) |
|---|---|---|
| Igual o mayor a A- internacional | 25% | 100% |
| Entre BBB- y BBB+ internacional | 0% | 75% |
| Menor a BBB- internacional / Sin clasificación / Clasificada por SRM | 0% | 0% |

(*) Considera el rating de la entidad pagadora o del Grupo Económico al cual pertenece
Fuente: SRM SAFI

Cabe señalar que el Reglamento indica que la entidad pagadora o su grupo económico deberán tener un rating de por lo menos 'BBB-' internacional para que el Fondo pueda invertir en una acreencia. Sin embargo, se debe señalar que para la Clasificadora una subsidiaria no necesariamente tendrá el mismo rating que su matriz o grupo económico.

Así, sólo para efectos de la ponderación del portafolio, la Clasificadora basándose en el rating de una matriz buscará inferir el *rating* de una subsidiaria en función, de su importancia relativa dentro de un grupo económico y/o si comparten una misma marca y/o si existe un manejo de tesorería centralizado y/o si operan en una misma jurisdicción, entre otros factores. Lo anterior podría implicar que el rating sea igual o menor en uno o más *notches*. En el caso de entidades pagadoras que tengan una clasificación en escala local, la Clasificadora buscará una equivalencia en escala internacional sólo para efectos de la ponderación de la cartera.

En ese sentido, podrían existir algunos activos de subsidiarias cuyo grupo económico tenga un rating internacional de 'BBB-' o mejor y por lo tanto el Fondo pueda, según su Reglamento, invertir en él, pero que en opinión de la Clasificadora no sean necesariamente equivalentes a un *investment grade*.

Cabe indicar que una entidad miembro de la FCI al otorgar una línea de financiamiento de comercio exterior a una empresa pagadora (el importador), asume el riesgo de pago de la acreencia adquirida por el Fondo en caso el obligado al pago inicial no cumpla con el mismo. Así, bajo las reglas del *factoring* internacional a las que se adhirieron las entidades miembros de la FCI, estas últimas asumirían obligatoriamente el pago de la acreencia garantizada a los 90 días de su fecha de vencimiento.

Cabe señalar que una misma entidad del FCI podría garantizar a diversas empresas pagadoras de acreencias. Así, el riesgo de crédito del instrumento adquirido corresponde finalmente al de la entidad garante del FCI, en tanto ésta se constituye como el último pagador de la acreencia adquirida en caso de no pago por parte del obligado inicial.

En el caso de las entidades que otorgan seguro de riesgo crediticio también serían éstas las que asumirían el pago en el supuesto de que la empresa pagadora no cumpla con sus obligaciones. Sin embargo, el periodo de pago dependería de las características del contrato de seguro.

Es importante indicar que las garantías otorgadas por entidades del FCI o los seguros crediticios, no cubren el riesgo de disputa comercial.

Por su parte, la SAFI y/o sus vinculadas, así como inversionistas externos que suscriban las Cuotas Junior, se comprometen a participar con un monto mínimo del 10% del patrimonio neto del Fondo, de modo que dichas cuotas sirvan como colateral para los inversionistas *senior*.

Al cierre del primer trimestre del 2018 las Cuotas Junior significaron un 10% del patrimonio neto (10% a dic. 2017 y 11% a dic. 2016).

Según su Reglamento, SRM SAFI está obligada a constituir provisiones por atrasos en los pagos de las acreencias adquiridas, con cargo al monto aportado por las Cuotas Junior. Cabe señalar que en Asamblea General realizada el 28-04-2016 se acordó modificar la tabla de provisiones:

**Provisiones con Cargo a Cuota Junior
(% Valor de Acreencia)**

| Días Calendarios de Retraso | % de Provisión |
|-----------------------------|----------------|
| Hasta 8 | 1% |
| De 9 hasta 30 | 5% |
| De 31 hasta 60 | 25% |
| De 61 hasta 120 | 60% |
| Más de 120 | 100% |

Fuente: SRM SAFI

Anterior:

**Provisiones con Cargo a Cuota Junior
(% Valor de Acreencia)**

| Días Calendarios de Retraso | % de Provisión |
|-----------------------------|----------------|
| A partir del 8 hasta el 29 | 1% |
| De 30 hasta 59 | 5% |
| De 60 hasta 119 | 25% |
| A partir del 120 | 60% |
| Más de 120 | 100% |

Fuente: SRM SAFI

Actual:

En opinión de la Clasificadora la actual tabla de provisiones es significativamente menos estricta que la anterior hasta el día 119. Sin embargo, se debe considerar que se esperaría que en el caso de operaciones garantizadas por una entidad miembro de la FCI, el pago de la garantía debería realizarse a más tardar a los 90 días de vencida la acreencia. En el caso de las acreencias garantizadas con seguros de crédito, las condiciones de pago dependerán de los respectivos contratos.

Por su parte, el último día de cada mes la SAFI verificará el monto de las provisiones realizadas con cargo a las Cuotas Junior y en caso de haberse consumido el monto total de las Cuotas Junior, los inversionistas *junior* contarán con un plazo máximo de 90 días para realizar un aporte de capital al Fondo y así restablecer el ratio de 10% de participación sobre el patrimonio del Fondo; de lo contrario, se entrará en causal automática de liquidación. En caso se reciba el pago de las acreencias provisionadas a favor del Fondo, se revertirá la provisión realizada y el monto se acreditará nuevamente a favor de los Partícipes de la Cuota Junior.

Cabe señalar que en cada fecha de medición, los inversionistas *junior* tendrán el derecho preferente de aumentar el capital para recuperar el ratio mínimo del 10% en caso éste se encuentre por debajo de dicho indicador, lo cual deberá realizarse en un plazo máximo de 90 días desde la fecha de notificación; de lo contrario, los partícipes contarán con las siguientes opciones: i) disminución del ratio mínimo; ii) reducción del capital del Fondo; o, iii) la liquidación del Fondo.

Asimismo, la Política de Inversión (considerando como base de cálculo las cuotas suscritas y pagadas) permite invertir como máximo un 40% de los activos del Fondo en instrumentos, valores o depósitos de una sola empresa.

Como se mencionó anteriormente, la Asamblea General del 28-04-2016 aprobó eliminar el rango de acreencias que no sean *investment grade* o no tengan clasificación, lo cual en opinión de la Clasificadora mejora el riesgo crediticio.

De este modo, la Inversión Principal del Fondo deberá considerar los siguientes límites:

| Clasificación de Riesgo en Escala Internacional * | Máximo por Empresa Pagadora | Máximo por Entidad de la FCI | Máximo de la Inversión Principal (Cuotas suscritas y pagadas) |
|---|-----------------------------|------------------------------|---|
| Igual o mayor a A- | 30% | 40% | 100% |
| Entre BBB- y BBB+ | 30% | 40% | 100% |
| Menor a BBB- / Sin clasificación / Clasificada por SRM SAFI | 0% | 0% | 0% |

(*) Considera el rating de la entidad pagadora o del Grupo Económico al cual pertenece

Fuente: SRM SAFI

Igualmente, el Fondo podrá invertir como máximo un 40% de la Inversión Principal en un sólo país, considerando el país de la Empresa Pagadora o de ser el caso de la Entidad Miembro de la FCI.

Para un mayor detalle de los límites de inversión, se recomienda revisar el Reglamento de Participación del Fondo.

Por otro lado, respecto de las políticas de endeudamiento, liquidez y valorización, el Reglamento ha establecido lo siguiente:

- **Endeudamiento:** Si lo aprueba por unanimidad la Asamblea de Partícipes, el Fondo podrá adquirir deuda hasta por el equivalente al 10% de su patrimonio neto, pudiendo otorgar garantías hasta por un máximo de 2.0x respecto de la deuda.
- **Liquidez:** El Reglamento no plantea un límite mínimo para instrumentos de alta liquidez. Sin embargo, el Reglamento ha establecido que el Fondo sólo podrá adquirir acreencias que tengan un plazo máximo de 180 días, siendo el plazo promedio estimado de 90 días. En el caso de los demás instrumentos (renta fija de corto plazo, valores del BCRP y depósitos del sistema financiero) se contempla un plazo máximo de un año. Lo anterior permite asegurar una liquidez adecuada para el portafolio durante la existencia del Fondo.
- **Valorización:** La valorización del Fondo (valor de la cuota) y de los activos del Fondo será realizada por SRM SAFI de manera diaria. Para la valorización de las Cuotas Senior se tomará en cuenta la meta de rentabilidad que se acuerde con los inversionistas *senior*, mientras que las Cuotas Junior se valorizarán tomando en cuenta el valor del patrimonio neto del Fondo menos el valor de las Cuotas Senior. Cabe señalar que los lineamientos de la metodología de valorización de las inversiones del Fondo serán establecidos por el Comité de Inversiones.

Retribución de los Partícipes

En caso que los EE.FF. trimestrales del Fondo reflejen la existencia de utilidades, éstas serán distribuidas a los partícipes en forma de dividendos. Cabe señalar que las Cuotas Senior tendrán prioridad en el pago de las utilidades que genere el Fondo, después de haber cubierto los gastos del mismo. Así el Fondo ofrecerá una rentabilidad fija a las Cuotas Senior en función de lo acordado en sus respectivos Contratos de Suscripción de Cuotas. Esta rentabilidad se mantendrá como un derecho de percibir dividendos de las Cuotas Senior incluso si en un período determinado no existiesen utilidades distribuibles.

Por otro lado, las Cuotas Junior tendrán derecho a todo el exceso de caja, sólo después de haber cumplido con el pago de las Cuotas Senior.

Retribución del Administrador

SRM SAFI tendrá derecho a recibir unos honorarios de asesoría anuales (*management fee*) iguales al 2% + IGV del patrimonio neto del Fondo. La retribución será pagada de forma mensual. Además, recibirá una comisión variable calculada sobre el 20% de los resultados de la Cuota Junior distribuidos trimestralmente.

Asimismo, los inversionistas *junior* tendrán derecho a recibir trimestralmente todo el exceso de caja que pudiera existir en el Fondo, después de haber cubierto los gastos del mismo y el pago de la meta de rentabilidad ofrecida a los inversionistas *senior*.

En la medida que la SAFI y/o sus vinculadas mantengan una participación mayoritaria en las Cuotas Junior, la Clasificadora considera que existirá una alineación directa entre los intereses de la SAFI y los inversionistas *senior*, en tanto que la retribución adicional de la SAFI solo aplica si es que se generan las utilidades suficientes para el pago a los inversionistas *senior*, lo que genera un incentivo para una adecuada gestión del Fondo.

Evaluación de la Cartera de Inversiones

La Clasificadora evalúa dos componentes principales de riesgo en los fondos: i) riesgo de mercado; y, ii) riesgo crediticio, en el que también se recoge la calidad de la administración.

A marzo 2018 y al cierre del 2017, la Clasificadora observó un portafolio consistente con la estrategia de inversión planteada en el Reglamento del Fondo. Además, para el análisis también se tomó en cuenta el saldo en caja-bancos, el cual incluye, principalmente, depósitos a plazo en el Scotiabank Perú.

Cabe señalar que a marzo 2018 las cuentas por cobrar comerciales netas del Fondo ascendieron a US\$36.5 MM, siendo equivalentes al 94.4% de los activos. Por su parte, al cierre del 2017 dichas cuentas fueron US\$25.7 MM y significaron el 72.3% de los activos (US\$15.9 MM y 57.7% a dic. 2016).

De otro lado, a marzo 2018 el saldo caja-bancos fue US\$2.2 MM y representaba el 5.6% del total de activos del Fondo, observándose una disminución con respecto a lo registrado al cierre del 2017 (US\$9.1 MM y 25.6%, respectivamente) y a fines del 2016 (US\$11.5 MM y 42%, respectivamente), explicado por el crecimiento de las inversiones del Fondo.

A continuación mostramos el portafolio con las clasificaciones de riesgo inferidas por la Clasificadora, según los criterios señalados anteriormente:

Distrib. Portafolio Invertido (incluye Caja-bancos)**

| Clasificación Internacional | Dic-15 | Dic-16 | Dic-17* | Mar-18* |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AAA | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| AA | 0.0% | 0.9% | 0.0% | 0.0% |
| A | 28.7% | 53.7% | 35.4% | 18.9% |
| BBB | 50.6% | 33.2% | 64.1% | 80.7% |
| BB | 15.2% | 12.3% | 0.5% | 0.5% |
| B / sin clasif. | 5.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Total | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

(*) Analizado según el Valor Actual del Portafolio.

(**) Clasificaciones según ratings inferidos por Apoyo & Asociados.

Cada categoría incluye las clasificaciones con signo + ó - que pudieran existir dentro de la misma.

Fuente: SRM SAFI/Elaboración Apoyo & Asociados

Si se compara la distribución del portafolio a marzo 2018 y diciembre 2017 con el observado al cierre del 2016, se aprecia que el portafolio muestra un mejor balance. Así, el portafolio que estaba invertido en instrumentos "BB" disminuyó, de 12.3% a diciembre 2016, a 0.5% a fines del primer trimestre del 2018.

Sin embargo, también se observó una menor participación de los instrumentos clasificados con rating "A" y un aumento en "BBB". Así, la disminución significativa de instrumentos con clasificaciones por debajo del BBB- refleja los cambios de Reglamento aprobados el 28-04-2016.

Por su parte, el portafolio al cierre del primer trimestre del 2018 continuó registrando la mayor parte de sus inversiones en instrumentos con clasificación "BBB", los cuales representaron el 80.7% (64.1% a dic. 2017) y disminuyendo su posición en instrumentos de categoría "A" (18.9% a mar. 2018 vs. 35.4% a dic. 2017).

Según las estimaciones de la Clasificadora, a marzo 2018 y diciembre 2017, el riesgo crediticio del Fondo de "AAf(pe)" reflejaba el rating promedio de las acreencias adquiridas de acuerdo a lo establecido en el nuevo Reglamento, sumado a la existencia de una Cuota Junior mínima del 10% que es considerado un colateral suficiente para el nivel de rating esperado para las Cuotas Senior.

De acuerdo a la metodología de Apoyo & Asociados, en la medida que el Fondo invierta en instrumentos de categorías más riesgosas, el impacto en el rating del Fondo será mayor, dado que la probabilidad de default se incrementa en mayor proporción para categorías inferiores. De esta manera, inversiones en categorías bajas, tendrán que ser compensadas proporcionalmente con un mayor porcentaje de inversiones en instrumentos de mejor calificación.

Por otro lado, a diciembre 2017, el principal pagador (factor o garante) del Fondo era Coface Chile, el cual garantizaba aproximadamente el 43.7% de los activos del Fondo, e incrementando su participación a 63.8% a marzo 2018. Por otro lado, el segundo factor en términos de participación fue Solunion, el cual garantizaba alrededor del 17.4% de los activos a fines del 2017 y 12.8% a marzo 2018.

A diciembre 2017 y marzo 2018, el Fondo contaba con diez factores que garantizaban el riesgo crediticio de todas sus inversiones en acreencias, siendo menor respecto al número de factores observados al cierre del 2016 (13 factores). En ese sentido, la Clasificadora considera que la concentración en el número de factores es muy elevada, habiéndose deteriorado en los últimos trimestres, por lo que se esperaba que se logre aumentar el número de factores gradualmente.

A diciembre 2017, 26.2% de los activos del Fondo eran depósitos mantenidos en el Scotiabank Perú, el cual registraba una clasificación internacional de "A-" asignada por *FitchRatings* y de "AAA(pe)" en escala nacional otorgada por Apoyo & Asociados. Sin embargo, al cierre del primer trimestre del 2018 esta participación disminuyó a 5.7%.

Por otro lado, se debe señalar que a marzo 2018 el Fondo registraba acreencias que superaban los 90 días de vencidas por unos US\$3.44 MM, observándose un fuerte incremento con respecto a lo registrado a diciembre 2017 (US\$2.22 MM) y fines del 2016 (US\$0.29 MM).

De este modo, a marzo 2018 y diciembre 2017 estas acreencias representaban el 9.1 y 6.4 % de las inversiones totales del fondo respectivamente (9.6 y 8.6% sin incluir caja-bancos, respectivamente).

Cabe indicar que estas obligaciones vencidas estaban vinculadas principalmente a disputas comerciales y fueron provisionadas según lo establecido en el Reglamento. Así, al cierre del primer trimestre del 2018, las provisiones ascendieron a US\$2.7 MM, siendo equivalentes al 78.5% de las obligaciones con más de 90 días de mora. Por su parte, a diciembre 2017 las provisiones del Fondo fueron US\$2.1 MM, significando el 92.6% de las obligaciones con mora mayor a 90 días.

Además, se debe señalar que durante el mes de abril del 2018 se efectuaron cobranzas por US\$0.44 MM de clientes que a marzo figuraban atrasados por más de 90 días.

No obstante lo anterior, en opinión de la Clasificadora, estas obligaciones vencidas constituyen un riesgo potencial toda vez que se ha observado un crecimiento significativo con respecto al cierre del 2016 y porque los factores o garantes no cubren riesgo operativo.

Por lo anterior, la SAFI ha adoptado diversas medidas para mitigar este riesgo, entre las que figuran: i) realizar confirmaciones de aceptación del factoring directamente con

los importadores; ii) monitoreo en el sistema de las confirmaciones de la cartera vigente del exportador; y, iii) realización de una segunda confirmación cuando la mercadería llega a su destino.

En ese sentido, se continuará monitoreando la evolución de dichas cuentas, así como la evolución de las provisiones constituidas y las medidas correctivas implementadas por la SAFI para mitigar el riesgo de disputa comercial.

Con respecto a la participación de los importadores por país (incluyendo caja-bancos), a marzo 2018 y diciembre 2017 la mayor participación la tuvo Perú con 30.2 y 17.2%, respectivamente. Cabe recordar que a fines del 2016 la mayor participación la tuvo EE.UU. con 24.0%.

Asimismo, al cierre del 2017, las acreencias del portafolio registraban un vencimiento original promedio de unos 92 días, número que se incrementó a marzo 2018 (95 días). No obstante, el plazo promedio del vencimiento de los activos se encontraba en línea con lo establecido en el Reglamento.

Evolución del Valor Cuota

En la siguiente tabla se muestra el Valor Cuota de las series Senior vigentes:

| Valor Cuotas Senior (US\$) | | | |
|----------------------------|----------|----------|----------|
| | dic-16 | dic-17 | mar-18 |
| Serie SRM360D2B | | 1,007.67 | 1,006.88 |
| Serie SRM360D3B | | 1,007.03 | 1,006.88 |
| Serie SRM720D2D | 1,008.94 | 1,008.94 | 1,008.75 |
| Serie SRM720D3D | | 1,008.94 | 1,008.75 |
| Serie SRM540D1C | | 1,007.67 | 1,007.50 |
| Serie SRM180D3A | | 1,000.67 | 1,005.00 |
| Serie SRM720D4D | | 1,000.39 | 1,008.75 |

Fuente: SRM Comex

Elaboración: A&A

Cabe señalar que la distribución de dividendos influyen en la evolución del valor de la Cuota Senior. En ese sentido, los inversionistas Senior reciben sus dividendos trimestralmente. A continuación se señala la rentabilidad de las Cuotas Senior vigentes:

| Rentabilidad anualizada Cuotas Senior (US\$) | | |
|--|--------|--------|
| | dic-17 | mar-18 |
| Serie SRM360D2B | 2.75% | 2.75% |
| Serie SRM360D3B | 2.75% | 2.75% |
| Serie SRM720D2D | 3.50% | 3.50% |
| Serie SRM720D3D | 3.50% | 3.50% |
| Serie SRM540D1C | 2.50% | 2.50% |
| Serie SRM180D3A | 2.00% | 2.00% |
| Serie SRM720D4D | 3.50% | 3.50% |

Fuente: SRM Comex

Elaboración: A&A

A continuación se presenta de manera resumida el historial de los requerimientos de capital efectuados por el Fondo.

| Resumen - Requerimientos de Capital | |
|-------------------------------------|---|
| 12/02/2015 | Se suscriben 715 Cuotas Junior por US\$715,000 íntegramente pagadas. |
| 15/05/2015 | Se suscriben 3,300 Cuotas Senior por US\$3'300,000 íntegramente pagadas. |
| 31/08/2015 | Se suscriben 5,202 Cuotas Senior por US\$5'232,850 íntegramente pagadas y 1,045 Cuotas Junior por US\$1'100,230 íntegramente pagadas. |
| 28/10/2015 | Se suscriben 3,399 Cuotas Senior por US\$3'407,922 íntegramente pagadas y 50 Cuotas Junior por US\$50,861 íntegramente pagadas. |
| 12/11/2015 | Se suscriben 48 Cuotas Junior por US\$50,393 íntegramente pagadas. |
| 13/01/2016 | Se suscriben 100 Cuotas Junior por US\$100,859 íntegramente pagadas. |
| 05/02/2016 | Se suscriben 2,141 Cuotas Senior por US\$2'148,285 íntegramente pagadas y 98 Cuotas Junior por US\$100,435 íntegramente pagadas. |
| 25/02/2016 | Se suscriben 2,588 Cuotas Senior por US\$2'602,090 íntegramente pagadas. |
| 03/05/2016 | Se suscriben 395 Cuotas Junior por US\$400,257 íntegramente pagadas. |
| 07/06/2016 | Se suscriben 95 Cuotas Junior por US\$100,881 íntegramente pagadas. |
| 19/07/2016 | Se suscriben 1,750 Cuotas Senior Serie 180 días 1-A por US\$1'750,000 íntegramente pagadas. |
| 19/07/2016 | Se suscriben 2,450 Cuotas Senior Serie 360 días 1-B por US\$2'450,000 íntegramente pagadas. |
| 19/07/2016 | Se suscriben 1,800 Cuotas Senior Serie 720 días 2-D por US\$1'800,000 íntegramente pagadas. |
| 01/08/2016 | Se suscriben 103 Cuotas Junior por US\$100,632 íntegramente pagadas. |
| 16/01/2017 | Se suscriben 2,400 Cuotas Senior Serie 180 días 2-A por US\$2'400,000 íntegramente pagadas. |
| 02/02/2017 | Se suscriben 13,586 Cuotas Senior Serie 720 días 3-D por US\$13'586,000 íntegramente pagadas. |
| 02/02/2017 | Se suscriben 1,000 Cuotas Senior Serie 540 días 1-C por US\$1'000,000 íntegramente pagadas. |
| 05/06/2017 | Se suscriben 1,789 Cuotas Senior Serie 720 días 3-D por US\$1'800,305 íntegramente pagadas. |
| 14/07/2017 | Se suscriben 749 Cuotas Senior Serie 720 días 3-D por US\$749,946 íntegramente pagadas. |
| 14/07/2017 | Se suscriben 3,650 Cuotas Senior Serie 360 días 2-B por US\$3'650,000 íntegramente pagadas. |
| 05/09/2017 | Se suscriben 1,051 Cuotas Junior por US\$1'000,000 íntegramente pagadas. |
| 11/09/2017 | Se suscriben 1,500 Cuotas Senior Serie 360 días 3-B por US\$1'500,000 íntegramente pagadas. |
| 27/09/2017 | Se suscriben 700 Cuotas Senior Serie 360 días 3-B por US\$700,856 íntegramente pagadas. |
| 04/12/2017 | Se suscribieron 200 Cuotas Senior Serie 360 días 3-B por US\$200,978 íntegramente pagadas. |
| 19/12/2017 | Se suscribieron 1,000 Cuotas Senior Serie 180 días 3-A por US\$1'000,000 íntegramente pagadas. |
| 27/12/2017 | Se suscribieron 3,000 Cuotas Senior Serie 720 días 4-D por US\$3'000,000 íntegramente pagadas. |

Fuente: SRM SAFI
Elaboración Propia

FONDO DE INVERSIÓN COMEX SRM
Estados Financieros
(Expresados en Dólares)

| | mar-18 | dic-17 | mar-17 | dic-16 | dic-15 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| ACTIVO | | | | | |
| ACTIVO CORRIENTE | | | | | |
| Caja - Bancos | 2,171,801 | 9,131,480 | 10,880,787 | 11,518,088 | 1,036,120 |
| Cuentas por cobrar comerciales, neto | 36,478,046 | 25,733,476 | 15,553,989 | 15,863,132 | 13,357,354 |
| Otros activos | 3,496 | 737,425 | 1,635 | 125,495 | 16,247 |
| TOTAL ACTIVOS | 38,653,343 | 35,602,381 | 26,436,411 | 27,506,715 | 14,409,721 |
| PASIVO | | | | | |
| PASIVO CORRIENTE | | | | | |
| Remuneración por pagar a la Administradora | - | 49,847 | 47,152 | 47,152 | 63,416 |
| Cuentas por pagar comerciales | 134,476 | - | 753,398 | - | 183,165 |
| Cuentas por pagar a exportadores | 2,373,416 | 2,070,676 | 862,941 | 1,616,339 | - |
| Cuentas por pagar diversas | - | 292,368 | 48,360 | 254,401 | 15,434 |
| Dividendos por pagar | - | - | 206,041 | - | 292,444 |
| Tributos por pagar | 17,539 | - | - | - | - |
| Pasivo diferido | 1,382,992 | 961,023 | - | 185,282 | - |
| TOTAL PASIVOS | 3,908,423 | 3,373,914 | 1,917,892 | 2,103,174 | 554,459 |
| PATRIMONIO NETO | | | | | |
| Capital | 35,437,188 | 32,786,803 | 23,955,317 | 25,402,317 | 13,853,176 |
| Capital adicional | - | - | 1,795 | - | - |
| Resultados acumulados | -692,268 | -558,336 | 75,655 | 1,224 | 2,086 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 34,744,920 | 32,228,467 | 24,032,767 | 25,403,541 | 13,855,262 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 38,653,343 | 35,602,381 | 25,950,659 | 27,506,715 | 14,409,721 |

Estado de Resultados
(Expresados en Dólares)

| | mar-18 | dic-17 | mar-17 | dic-16 | dic-15 |
|---|-----------------|-----------------|----------------|------------------|----------------|
| Ingresos totales | 906,341 | 2,915,174 | 646,295 | 2,631,700 | 829,331 |
| Gastos de administración | -275,701 | -527,936 | -174,769 | -543,307 | -181,461 |
| Gastos de Ventas | - | - | - | - | -120,225 |
| Estimación para cuentas de cobranza dudosa | -645,677 | -1,685,579 | -300,841 | -351,760 | -16,696 |
| Otros ingresos/gastos (neto) | -118,893 | -1,292,455 | -42,239 | -553,176 | - |
| Resultado Operativo | -133,931 | -590,796 | 128,447 | 1,183,457 | 510,949 |
| Ingresos/gastos Financieros, neto | - | 31,236 | - | 8,608 | - |
| Otros ingresos/egresos, neto | - | - | -54,015 | - | - |
| Diferencia de cambio, neta | - | - | - | - | - |
| Valuación y deterioro de activos y provisiones | - | - | - | - | - |
| Resultado no operativo | - | 31,236 | -54,015 | 8,608 | - |
| Resultado antes de imptos. y participac. | -133,931 | -559,560 | 74,432 | 1,192,065 | 510,949 |
| Impuesto a la renta corriente | - | - | - | - | - |
| Impuesto a la renta diferido | - | - | - | - | - |
| Distribución de utilidades | - | - | - | - | - |
| Resultado Neto | -133,931 | -559,560 | 74,432 | 1,192,065 | 510,949 |

SRM SOC. ADM. DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.
Estados Financieros

| (Expresados en miles de Soles) | mar-18 | dic-17 | mar-17 | dic-16 | dic-15 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ACTIVO | | | | | |
| Caja Bancos | 241 | 39 | 29 | 345 | 160 |
| Inversiones Financieras (cuotas junior) | 14,409 | 13,470 | 8,684 | 9,186 | 7,198 |
| Cuentas por cobrar comerciales | 252 | 196 | 134 | 158 | 216 |
| Cuentas por cobrar diversas | 1,482 | 1,133 | 411 | 233 | 790 |
| Otros activos corrientes | 9 | 10 | 30 | 49 | 27 |
| Inversión en subsidiaria | 1,030 | 1,030 | 1,030 | 1,030 | |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | 17,423 | 15,878 | 10,318 | 11,001 | 8,391 |
| Activo Fijo neto | 268 | 284 | 247 | 94 | 87 |
| Activo Intangible neto | 112 | 116 | 128 | 132 | 138 |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | 380 | 401 | 376 | 226 | 224 |
| TOTAL ACTIVOS | 17,803 | 16,279 | 10,694 | 11,227 | 8,615 |
| PASIVO | | | | | |
| Sobregiros y préstamos bancarios | - | - | - | - | - |
| CxP comerciales | 14 | 32 | 21 | 26 | 6 |
| CxP diversas | 305 | 196 | 277 | 492 | 377 |
| Préstamos de Terceros | - | - | 3,303 | - | - |
| Parte corriente de deudas de LP | - | - | - | - | - |
| Otros pasivos corrientes | - | - | - | - | - |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | 319 | 228 | 3,600 | 518 | 383 |
| Deuda de largo plazo | 6,582 | 6,566 | - | 3,410 | 3,411 |
| TOTAL PASIVO NO CORRIENTE | 6,582 | 6,566 | - | 3,410 | 3,411 |
| TOTAL PASIVOS | 6,901 | 6,794 | 3,600 | 3,928 | 3,794 |
| PATRIMONIO NETO | | | | | |
| Capital Social | 7,701 | 7,701 | 7,701 | 4,628 | 3,943 |
| Capital Adicional | 9,548 | 6,585 | 690 | 3,073 | 685 |
| Resultados Acumulados | -3,455 | -3,070 | -1,141 | -747 | -852 |
| Resultados no realizados | -2,892 | -1,732 | -157 | 345 | 1,045 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 10,902 | 9,485 | 7,093 | 7,299 | 4,821 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 17,803 | 16,279 | 10,694 | 11,227 | 8,615 |

SRM SOC. ADM. DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.
Estado de Resultados

| (Expresados en miles de Soles) | mar-18 | dic-17 | mar-17 | dic-16 | dic-15 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos totales | 645 | 1,774 | 393 | 1,837 | 602 |
| Gastos de administración y ventas | -859 | -3,866 | -771 | -3,347 | -1,928 |
| Otros ingresos/gastos, neto | - | - | - | - | - |
| Resultado Operativo | -214 | -2,092 | -378 | -1,510 | -1,327 |
| Ingresos / Gastos Financieros, neto | -124 | -305 | -67 | -203 | -76 |
| Otros ingresos/egresos, neto | -64 | - | -57 | 4 | - |
| Dividendos recibidos | - | 74 | - | 1,813 | 1,165 |
| Diferencia de cambio, neta | 17 | - | 108 | - | -119 |
| Resultado no operativo | -171 | -231 | -16 | 1,615 | 971 |
| Resultado antes de imptos. y participac. | -385 | -2,323 | -394 | 105 | -355 |
| Impuesto a la renta | - | - | - | - | - |
| Resultado Neto | -385 | -2,323 | -394 | 105 | -355 |

ANTECEDENTES

| | |
|--------------------------|--|
| Sociedad Administradora: | SRM Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A. (SRM SAFI) |
| Domicilio legal: | Av. Las Camelias No.256, Int. 701, San Isidro, Lima - Perú |
| RUC: | 20562933370 |
| Teléfono: | (511) 705 9839 |

RELACION DE EJECUTIVOS – SRM SAFI*

| | |
|----------------------------|------------------------|
| Rui Yukinori Matsuda | Gerente General |
| Edgar Aldo Martínez Valdez | Gerente de Inversiones |

RELACION DE ACCIONISTAS – SRM SAFI *

| | |
|--|--------|
| Nova SRM Administração de Recursos e Finanças S.A. | 66.16% |
| Marcos Rafael Mansur | 16.92% |
| Salim Raphael Mansur | 16.92% |

COMITÉ DE INVERSIONES – FONDO DE INVERSIÓN COMEX SRM*

Marcos Rafael Mansur
Salim Raphael Mansur
Rui Yukinori Matsuda

COMITÉ DE VIGILANCIA – FONDO DE INVERSIÓN COMEX SRM*

Jonathan Kleinberg Trelles
Ximena Vértiz Yohann
Ricardo Santanera Bacchas

(*) Nota: Información a marzo 2018

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 SMV N°032-2015-SMV/01, acordó la siguiente clasificación de riesgo para el Fondo de Inversión COMEX SRM:

| Instrumentos | Clasificación |
|---|---------------|
| Cuotas de Participación Clase Senior | |
| Riesgo de Crédito | AAf(pe) |
| Riesgo de Mercado | V1(pe) |

Definiciones

CATEGORÍA AAf (pe): La composición de la cartera de inversiones del Fondo, sus políticas de inversión y la calidad del administrador, otorgan una muy buena protección ante pérdidas asociadas al riesgo crediticio.

(+) *Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.*

(-) *Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.*

CATEGORÍA V1 (pe): Aquellos Fondos que cuentan con una baja sensibilidad en el valor de la cuota ante cambios en las condiciones de mercado.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.8% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.