

FONDO DE INVERSIÓN EN LEASING OPERATIVO – LEASOP I

Informe con EEFF¹ al 30 de junio 2018
Periodicidad de actualización: Semestral

Fecha de comité: 30 de noviembre de 2018
Sector Fondos de Inversión, Perú

Equipo de Análisis

Adrian Coello Martínez
acoello@ratingspcr.com

Daicy Peña Ortiz
dpena@ratingspcr.com

(511) 208.2530

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Fecha de información						
Fecha de comité	23/05/2014	22/05/2015	25/05/2016	31/05/2017	31/05/2018	30/11/2018
Riesgo de Cuotas de Participación	PEAAf+	PEAAf+	PEAAf	PEAAf	PEAAf	PEAAf
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

Riesgo Fundamental Categoría AA: Los factores de protección que se desprenden de la evaluación de la calidad y diversificación de los activos del portafolio son altos. En esta categoría se incluyen a aquellos Fondos que se caracterizan por invertir de manera consistente y mayoritariamente en valores de alta calidad crediticia. El perfil de la cartera se caracteriza por mantener valores bien diversificados y con prudente liquidez.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos +/- mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías *PEAA* y *PEB*.

“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 por PCR 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 PCR (<http://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.”

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, se decidió mantener la clasificación de riesgo fundamental del Fondo de Inversión en Leasing Operativo – Leasop I, sustentado en su adecuada diversificación del portafolio por cliente y la operatividad del Fondo por mantener sus márgenes de rentabilidad en un contexto económico adverso y en el inicio del proceso de desinversión. La calificación también considera el efecto de los factores externos que derivaron en un deterioro de la calidad de su cartera durante el 2017, y que la Empresa ha sabido mitigar durante el presente año.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Alta diversificación por sector económico.** Al cierre de junio 2018, el fondo mantiene la diversificación de su portafolio, por lo que obtiene una menor exposición al riesgo por sector, siendo el más representativo el sector comercio con el 23.2% de la participación total. Seguido de este, se puede observar inversiones en diversos sectores como el de construcción, servicios, pesca, minería, comercio, entre otros.
- **Deterioro de la calidad de la cartera reflejó una mayor morosidad.** Durante el 2017 la morosidad y la cartera en pérdida aumentaron respecto al cierre del 2016, como consecuencia del rompimiento de la cadena de pagos por parte de ciertas empresas de sectores como minería, construcción y transportes y comunicaciones afectados por vínculos directos o Indirectos con ODEBRECHT, y que tras el D.U.² 003 vieron estancados los flujos de pagos, lo cual repercutió en atrasos hacia Sigma Safi. Tras la reestructuración de deuda de más de 9 clientes y dado el menor monto del patrimonio del Fondo como consecuencia de la distribución de dividendos y menores resultados se generó un incremento en el nivel de la morosidad al pasar de 2.1% en junio 2017 a 2.3% a junio 2018.
- **Cumplimiento de políticas y procesos de control interno que permiten mitigar riesgos.** El Fondo cuenta con un manual de políticas de inversión y un reglamento de participación en el cual se delimitan claramente las funciones de cada una de las instancias dentro del funcionamiento del Fondo, definiendo los criterios financieros sobre los cuales se

¹EEFF No Auditados.

²Decreto Legislativo.

deben evaluar las posibles inversiones y se establecen los mecanismos para mitigar el riesgo crediticio y el riesgo de mercado al que se encuentren expuestas las operaciones de leasing operativo.

- **Experiencia y capacidad de la plana gerencial y directiva del Administrador del Fondo.** SIGMA SAFI S.A. posee una administración que se encuentra conformada por un equipo de profesionales con más de 20 años de experiencia en el sector financiero, así como en operaciones de arrendamiento, lo cual fortalece la estructura gerencial, directiva y accionarial de la empresa.
- **Disminución del patrimonio debido principalmente al reparto de utilidades.** Durante el periodo interanual junio 2017 y junio 2018, el patrimonio se vio disminuido en 15.2% debido fundamentalmente al reparto de utilidades solicitadas por los inversionistas. Asimismo, los ingresos fueron menores en 19% respecto al mismo periodo del año anterior básicamente por la disminución de los activos administrados por el fondo, la culminación de contratos de Leasing operativo, ejecución de opciones de venta e inicio del periodo de desinversión. Todo ello cual repercutió finalmente en una menor utilidad neta y por consiguiente menores resultados acumulados. No obstante, sino se toma en cuenta este proceso de desinversión y reparto de , el Fondo tendría un rendimiento acumulado anualizado al corte de junio de 8.5%³.
- **Inicio del proceso de desinversión del Fondo.** Por acuerdo de los partícipes, se aprobó ampliar el plazo de vencimiento del Fondo hasta el 31 de diciembre del 2022, con el propósito de reacomodar las estructuras de los contratos de leasing operativo existentes; sin embargo, el periodo de inversión vigente finalizará el 31 de diciembre del 2018 lo que significará un menor nivel de inversión para el año actual y un nivel patrimonio descendente progresivo hasta la finalización del fondo.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología de calificación de riesgo de fondos de inversión vigente, el cual fue aprobado en Sesión 04 de Comité de Metodologías con fecha 09 de julio 2016.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondientes al periodo 2013 – 2017 y No auditados al cierre de junio 2017 y junio 2018.
- **Riesgo Fundamental:** Detalle de la cartera, concentración, valuación y detalle de cartera vencida. Indicadores oficiales publicados por la Superintendencia de Bancos y Seguros y AFP (SBS).
- **Riesgo de Mercado:** Análisis y discusión de la gerencia a junio 2018, Reglamento de Participación del LEASOP.
- **Riesgo Fiduciario:** Reglamento de Participación del LEASOP I, Estructura organizacional de Sigma Safi S.A. y Fondo LEASOP I.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontraron limitaciones referentes a la información.
- **Limitaciones potenciales:** Seguimiento al pago de cuotas de clientes del sector construcción que se encuentran relacionadas con licitaciones de proyectos con el Estado.

Contexto Económico

La producción nacional durante el segundo trimestre del 2018 fue de 5.4%, siendo la tasa más alta desde el último periodo del 2013, lo que permitió finalmente que la actividad económica nacional presente un crecimiento de 4.29% durante los primeros seis meses del año en el relación al primer semestre del 2017. Esto obedece a la evolución favorable de la demanda interna dinamizada por el incremento del consumo y de la inversión; a lo cual se suma un importante incremento de las exportaciones tanto tradicionales como no tradicionales. A nivel sectorial, los segmentos que sustentaron la expansión fueron manufactura, “otros servicios” y agropecuario restringido por el decrecimiento en 0.02% del sector minería e hidrocarburos. Así, según el BCRP, los soportes para el crecimiento del presente año serán las mejores condiciones externas y el gasto público. A nivel sectorial, se estima que las actividades primarias presentarían el mayor dinamismo; con énfasis en el sector de pesca y una recuperación del sector minero. Asimismo, las proyecciones contemplan un comportamiento positivo de la producción de petróleo y una mayor expansión de la producción agropecuaria en un entorno de condiciones climatológicas más normales.

INDICADORES	PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS						PROYECCIÓN ANUAL*	
	ANUAL					1S2018	2018	2019
	2013	2014	2015	2016	2017			
PBI (var. % real)	5.8%	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.3%	4.0%	4.2%
PBI Electr & Agua	5.5%	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	3.3%	3.3%	4.0%
PBI Servicios Financieros & Seguros	9.7%	12.8%	9.6%	5.4%	1.2%	6.3%	-	-
PBI Construcción (var. % real)	8.9%	1.9%	-5.8%	-3.1%	2.3%	6.1%	7.5%	8.0%
Inflación (var. % IPC)	2.9%	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	1.08%	2.2%	2.0%
Tipo de cambio promedio (US\$)	2.70	2.84	3.19	3.38	3.26	3.23	3.29	3.28
Tasa de Interés de Referencia	4.00	3.50	3.75	4.25	3.25	2.75	2.75	2.75

Fuente: Reporte de inflación BCRP, INEI / Elaboración: PCR
BCRP, Reporte de inflación de junio 2018

³ Información proporcionada por el cliente.

Descripción del Fondo

El "Fondo de Inversión en Leasing Operativo-Leasop I" administrado por Sigma SAFI S.A. tiene un plazo de vigencia de 14 años y medio contados desde la fecha de inicio de sus actividades, siendo la fecha de vencimiento el 31 de diciembre de 2020, prorrogable por dos años adicionales por acuerdo de la Asamblea General. En diciembre 2017, por acuerdo de la Asamblea General Extraordinaria de Partícipes, se aprobó ampliar el plazo de vencimiento del Fondo hasta el 31 de diciembre del 2022, con el propósito de reacomodar las estructuras de los contratos de *leasing* operativo existentes; sin embargo, el periodo de inversión vigente finalizará el 31 de diciembre del 2018.

El Fondo es de capital cerrado y su patrimonio está dividido en un número fijo de cuotas que se representan en certificados de participación. Los certificados de participación son transferibles y pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta. Por ser un fondo de capital cerrado, las cuotas no son susceptibles de rescate o reembolso.

El objetivo del fondo es comprar activos productivos requeridos por empresas domiciliadas en Perú tales como bienes muebles diversos, incluyendo, pero no limitando, a vehículos nuevos y usados, maquinaria movable y estacionaria, y equipos de oficina; a fin de otorgarlos en *leasing* operativo por un plazo de tiempo entre 2 y 5 años, y recibir una cuota periódica que incluiría gastos de mantenimiento y de seguros. En todo momento el Fondo es propietario del activo por lo que al vencimiento del periodo de arrendamiento, el cliente devuelve el bien, el cual es vendido a un tercero o al mismo proveedor a precio de mercado.

PRINCIPALES CARACTERISTICAS (Al 30.06.18)

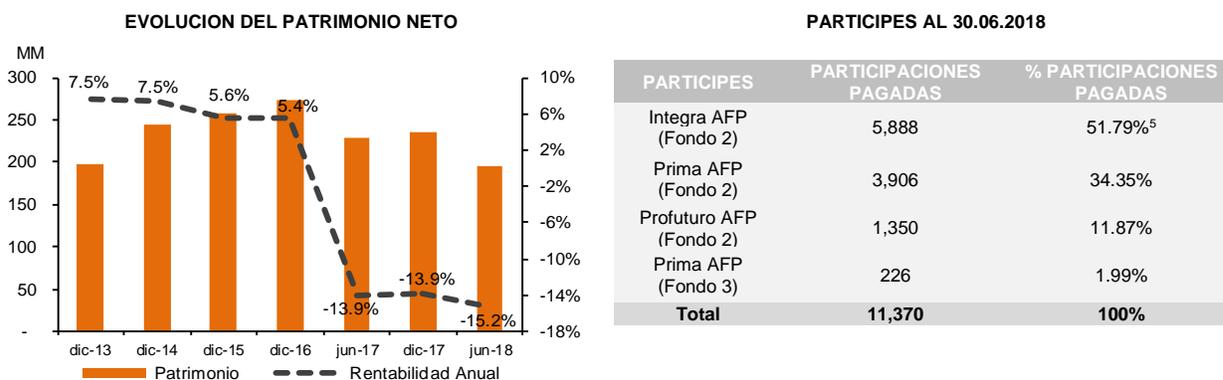
Tipo de Fondo de Inversión	Leasing Operativo	Tipo de Renta	Renta Fija
Sociedad Administradora	SIGMA SAFI	Custodio	Iron Mountain Perú S.A.
Inicio de Operaciones	16 de junio de 2006	Fecha de Inscripción de Valores SMV	27 de octubre de 2005 ⁴
Patrimonio Inicial	USD 5.00 MM	Valor Nominal Cuota	USD 10,000
Cuotas Suscritas	11,370	Cuotas Pagadas	11,370
Patrimonio	USD 194.20 MM	Valor Cuota	USD 17,080
Número de partícipes	4	Vencimiento	31 diciembre 2022

Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

Patrimonio y Rentabilidad

Al 30 de junio de 2018, el patrimonio neto del Fondo ascendió a USD 194.20 MM (diciembre 2017: USD 272.59 MM, junio 2017: USD 229.13 MM) representado por 11,370 cuotas emitidas y pagadas, que cuentan con un valor nominal de USD 10,000 cada una, las cuales están distribuidas en cuatro diferentes partícipes, siendo el partícipe principal Integra AFP que cuenta con el 51.8% de participación pagada. Cabe destacar que el 30 de junio de 2014 se llevó a cabo la Asamblea Universal de Partícipes del Fondo, donde se acordó por unanimidad modificar el inciso 79.1 del artículo 79 del Reglamento de Participación del Fondo, lo cual sirve como sustento de un exceso de participación por parte de AFP Integra.

Asimismo, el 15 de septiembre de 2016, se llevó a cabo en sesión universal la Asamblea General Extraordinaria de Partícipes del fondo en la cual se acordó: (i) Solicitar la exclusión de las cuotas de participación representativas del patrimonio del Fondo LeasOp I del Registro de Valores de la Bolsa de Valores de Lima; (ii) Adecuar el Fondo LeasOp I al Régimen Simplificado y en consecuencia solicitar su inscripción bajo dicho régimen en el Régimen Público del Mercado de Valores de la SMV; y (iii) Modificar el Reglamento de Participación del Fondo según los términos expuestos en la Asamblea y que fueron debidamente aprobados por los partícipes. Dicho Régimen Simplificado indica que sólo se pueden incluir como partícipes de los fondos a inversionistas institucionales.



Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

⁴ Resolución Gerencia General N° 115-2005-EF/94.11

⁵ Monto en exceso resultante de la distribución de cuotas de participación, a consecuencia de la reorganización societaria de Inversionistas Institucionales al momento en que AFP Horizonte se excluye del Fondo de Inversión.

Al cierre de junio 2018, el valor cuota de mercado fue de USD 20,649 (junio 2017: USD 23,974) produciéndose una disminución de 15.2% respecto a lo observado un año atrás, explicado básicamente por el reparto de utilidades a solicitud de los inversionistas. Asimismo, el Fondo ha sido afectado indirectamente por diferentes factores externos como la pronunciada desaceleración de la economía nacional debido a Efectos del Fenómeno El Niño Costero en el 2017, así como la postergación de grandes proyectos a causa del escándalo político de Lava Jato en el Perú.

Factores de Riesgo

Riesgo Fundamental

Desde esta perspectiva, las inversiones del Fondo se basan en la calidad crediticia de las acreencias de las empresas y la calidad de los otros instrumentos financieros que pueden componer el portafolio. A fin de mantener una buena calidad crediticia se ha establecido criterios de selección que contiene una perspectiva cuantitativa y cualitativa, como se describe a continuación:

- Se tendrá 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. En este caso la venta de los activos será efectuada como mínimo a valor de mercado.
- Se podrá contar con otros métodos de cobranza y garantías incluidos en la operación (cuentas en custodia, *stand by letter of credit*, hipotecas, fianzas, avales, sesión de posición contractual, etc.).
- Se buscará la generación marginal y adicional de efectivo por bien arrendado.
- Se buscará la diversificación de cartera.
- Se cobrarán en ciertos casos cuotas iniciales para reducir el riesgo de la operación, cuando el Comité de Inversiones lo considere conveniente sobre la base del riesgo crediticio de cada cliente.

La selección de potenciales operaciones de *leasing* operativo y su evaluación recae sobre los funcionarios y directores de la SAFI, los cuales verifican la razonabilidad del negocio de acuerdo con las políticas y estrategias de la SAFI. Además, se examinan los CARs (Criterios de Aceptación de Riesgos), los cuales se basan en los siguientes criterios: conoce a tu cliente (KYC), análisis financiero, capacidad de pago y tipos de activos arrendados.

De esta manera, el analista de riesgos obtiene toda la información necesaria del cliente, la cruza con otra información oficial y analiza todos los riesgos relevantes con la operación y del entorno del mercado. Todos los puntos contemplados en los CARs deberán ser comparados por dos períodos cerrados consecutivos y un corte del año en curso y especificados en la propuesta de *leasing* operativo (COM). En esta propuesta se expone y analiza el riesgo de crédito de cada cliente de acuerdo a la información relevante cualitativa y cuantitativa. Toda operación deberá contar con las aprobaciones internas del Funcionario de Negocios, del Gerente Comercial, del Gerente de Riesgos y del Director Gerente General para poder ser presentadas al Comité de Inversiones. Este comité es la instancia final de aprobación.

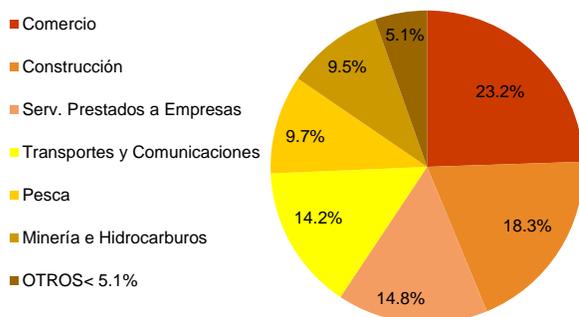
A junio 2018, las inversiones del Fondo se ubican en USD 140.95 MM⁶, siendo 20.2% menor al cierre junio 2017. La disminución de la inversión en la empresa, así como del sector en general han sido consecuencia del debilitamiento de la economía nacional y principalmente por el proceso de desinversión iniciado durante el último años en el cual el fondo lo materializa con una menor compra de activos.

El portafolio está distribuido en 70 clientes (junio 2017: 64 clientes) a través de 171 contratos (junio 2017: 179 contratos). La cartera de clientes del fondo se encuentra ampliamente diversificada resaltando la baja concentración de activos en un solo cliente o grupo económico, generando de esta manera que el principal cliente solo posea una participación del 9.3%. Es importante mencionar que todas las operaciones cuentan con opciones de venta (clientes 65.9%, proveedor – cliente 17.3%, tercero – cliente 3.4%, tercero 0.6%, No detalla: 12.9%). Asimismo, al medirse por saldo del total de activos, la estructura es la siguiente: clientes 78.3%, proveedor – cliente 17.9%, tercero – cliente 1.5%, tercero 1.1% y No detalla 1.2%.

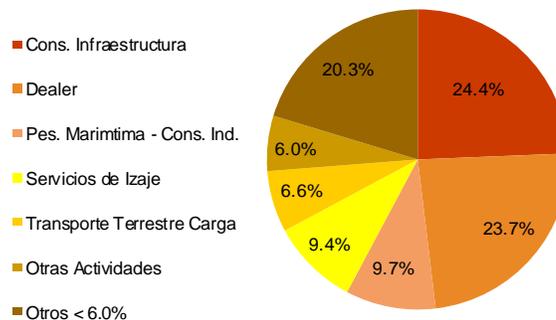
Respecto a los sectores donde invierte el fondo, se observa una mayor concentración en el sector Comercio con 23.2% de participación (junio 2017: 21.5%), seguido por el sector construcción con 18.3% (junio 2017: 18.7%) y en tercer lugar el sector servicios prestados a terceros con el 14.8% (junio 2017: 14.9%). Respecto a la distribución de los activos por actividades económicas, la mayor participación la obtuvieron las actividades de construcción e infraestructuras, dealer y pesca marítima – cons. industrial con el 24.4%, 23.7% y 9.7% del total de activos, respectivamente.

⁶ Las inversiones del Fondo consideran la suma del Activo No corriente.

SECTOR ECONÓMICO



ACTIVIDADES ECONÓMICAS



Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

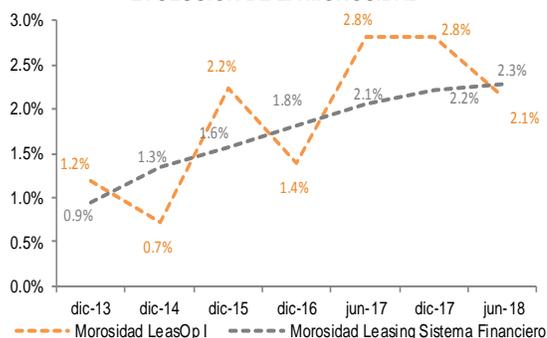
La administración del Fondo realiza un monitoreo y control periódico de todas las operaciones de *leasing* operativo que integran el portafolio de inversión, además mantiene una calificación Interna de Riesgo o *Risk Rating*. Para cada operación, se toma en cuenta los días de vencimiento y para cada cliente se determina sobre la base de los análisis de estados financieros, en lo que concierne a la capacidad de generación de fondos y la evolución del cumplimiento de sus obligaciones con el Administrador y con el sistema financiero en su conjunto. En todo momento la cobranza es parte de la SAFI. Paralelamente, se lleva un comité semanal haciendo seguimiento a cada uno de los casos. Actualmente la cobranza se está realizando internamente a través del área de riesgos.

La morosidad del fondo durante los últimos años ha sido variable, con una ligera disminución en los últimos 6 meses. Durante los últimos cinco años, el aumento de la morosidad se explicó por el atraso de clientes del sector minería, construcción, y sector transportes y comunicaciones, donde se encontraban más concentrados. Al cierre de junio 2018, debido a la recuperación en la demanda de empresas constructoras y a las nuevas reestructuraciones de pagos para empresas afectadas por el Fenómeno El Niño Costero y caso Lava Jato permitió una disminución en la morosidad que pasó de 2.8% a 2.1% entre diciembre 2017 y junio 2018.

CLASIFICACION DE CLIENTES POR RIESGO CREDITICIO

SIGMA RR ⁷	CONCEPTO ⁸	PARTICIPACIÓN
1	Autoliquidable	0.87%
5	Bancable	82.76%
6	Bancable con Cuidado	0.95%
7	Problemas Potenciales	1.06%
8	Criticado	0.85%
9	Clasificado	2.38%
10	Pérdida	11.12%

EVOLUCION DE LA MOROSIDAD



Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

POLITICA DE INVERSIÓN

Cartera de Inversiones:

- Activos vinculados al giro principal del negocio. Con excepciones puntuales según perfil crediticio y el activo en particular.
- Solo se efectúan las adquisiciones una vez que las partes hayan acordado con los términos del Leasing Operativo.
- La cartera estará constituida por Clientes de banca comercial que cumplan con los requerimientos legales y organizacionales indicados en los CARs⁹
- Las industrias únicas serán evitadas. Como, industria maderera, crianza de ganado, agricultura o de naturaleza similar.
- Se excluyen empresas o sectores económicos que se encuentren dentro de la calificación de créditos de alto riesgo determinada por la SAFI
- Límite de concentración general de actividades económicas no excederá de (30%) para sectores objetivos, siempre y cuando el Fondo esté colocado al (100%) del monto máximo de colocación permitido.

	Límite	Cumplimiento ¹⁰	Observación
Individual	10%	6.28%	Ok
Grupo Económico	15%	6.87%	Ok
Concentración por Actividad	30%/25% ¹¹	16.32%	Ok
Gastos de Funcionamiento	0.45%	0.13%	Ok

⁷ Sigma Risk Rating.

⁸ Autoliquidable: sesión de flujos a favor del Fondo para cobrar cuota. Bancable: no tienen cuotas atrasadas. Bancable con cuidado: tiene cuota atrasada menor de 29 días. Problemas potenciales: cuota atrasada entre 30 y 59 días. Criticado: cuota atrasada entre 60 y 98 días. Clasificado: cuota atrasada entre 90 y 179 días. Pérdidas: cuota atrasada mayor a 180 días

⁹ Criterios de Aceptación de Riesgos

¹⁰ Información enviada por el cliente.

¹¹ Límite de Minería, Contratistas y Construcción – 30%

Los recursos que se pueden invertir sin afectar los planes de inversión y los requerimientos mínimos de liquidez:

- a) Valores mobiliarios, representativos de deuda
- b) Valores mobiliarios, representativos de deuda emitidos o garantizados por el Estado peruano, negociados en el Perú
- c) Depósitos en entidades del Sistema Financiero Nacional en moneda nacional o extranjera, así como en instrumentos representativos de éstos
- d) Instrumentos derivados, específicamente operaciones forward con monedas con la finalidad de cobertura contra el riesgo cambiario del IGV del Fondo
- e) Límite mínimo en Inversión Principal (80%) del total de activos del Fondo. (Se puede invertir en un porcentaje menor los primeros cuatro meses de recibidos los Cash Calls individuales)
- f) Los depósitos en el sistema financiero nacional que cuenten con una clasificación mínima de A, no podrán exceder el 30% de los activos. Del mismo modo, los instrumentos representativos de esta entidad no deben contar con una clasificación menor de A para instrumentos de deuda de largo plazo o CP2 para el corto plazo.

Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

El RTV (*Rent to Value*) 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 Principal) y la sumatoria de las cuotas a recibir del arrendatario durante la vida del Contrato de Arrendamiento Operativo (Precio - Valor Residual, sin considerar intereses).

El Valor Residual inicial de cada operación individual no podrá ser mayor al 49% del precio de adquisición del activo, incluido IGV, por cada operación puntual, con el fin de satisfacer los requerimientos de la Superintendencia de Banca Seguros y AFP para que el Fondo sea considerado un fondo de renta fija (51% de riesgo crediticio).

La sumatoria de los Valores Residuales ("balloons") del Fondo no podrá ser mayor al 49% de los precios iniciales de adquisición de los activos, incluido IGV, comprendidos en el Fondo, sin contar con un pago inicial, una opción de venta a favor del Fondo con el Proveedor del activo u otro mitigante de riesgo debidamente aprobada por el Comité de Inversiones.

En caso de bienes usados, se considerará el menor valor entre el monto de compra y aquel obtenido en la tasación efectuado por peritos contratados por la SAFI. En casos de *Leasebacks* Operativos que consideren efectos en el flujo impositivo del Arrendatario, el RTV será calculado considerando sólo el valor comercial de la tasación. Como parte de la oferta del producto y siguiendo la práctica en el mercado, se financian las primas de seguro, lo que eleva el monto del contrato de arrendamiento. Sin embargo, las primas de seguros son reembolsables en casos de recuperación y venta del activo.

Riesgo de Mercado

El Fondo de Inversión en leasing Operativo – Leasop I, se orienta a instrumentos de mediano plazo. Al cierre de junio 2018, el Fondo ha realizado operaciones de arrendamiento operativo por plazos que van desde los 6 a 60 meses, siendo el plazo de inversión promedio de 37 meses (junio 2017: 38 meses). En relación a la liquidez del Fondo, los contratos de Leasing Operativo se ajustarán a los siguientes plazos máximos por tipo de activo:

PLAZOS MÁXIMO POR TIPO DE ACTIVO		
Tipo de Activo	Nuevos	Usados
Camiones y Buses	60 meses	48 meses
Maquinaria Movable	48 meses	30 meses
Maquinaria Estacionaria	48 meses	36 meses
Equipos de Oficina	24 meses	No Aplica
Automóviles / Camionetas	48 meses	24 meses

Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

Por otro lado, desde el punto de vista de la composición del portafolio por moneda, el Fondo se encuentra concentrado principalmente en moneda extranjera, ya que la totalidad de los contratos están realizados en dólares y solo los tributos y costos y gastos menores en moneda nacional, lo que reduce considerablemente su exposición al tipo de cambio. Se considera que la empresa tiene una posición en activos netos positiva en soles por un monto de S/ 9.34 MM.

Riesgo Fiduciario

Sociedad Administradora

Sigma SAFI S.A. es una Sociedad Anónima que tiene por objeto único la administración de Fondos de Inversión, los cuales organizará por cuenta y riesgo de sus partícipes, respondiendo por la gestión de dichos fondos.

El funcionamiento de Sigma SAFI S.A. ha sido autorizado mediante Resolución SMV N° 070-2005-EF/94.10 de fecha 19 de octubre de 2005, para administrar fondos de inversión. En Junta Universal de Accionistas del 16 de junio de 2006 se acordó incrementar el capital social de Sigma SAFI S.A. en S/ 815,000¹² suscrito y pagado por el 100% de accionistas. Como resultado de dicho aporte, el capital social al cierre de junio 2018 asciende a USD 701,040 representado por 45'640,000 acciones comunes de clase A suscritas y pagadas, cada una con un valor nominal de USD 0.01536021.

Responsabilidad Social Empresarial y Gobierno Corporativo

¹² Al 2006 los Estados Financieros de Sigma SAFI estaban expresados en Soles, a partir del 2007 estos cambian a dólares.

Producto del análisis efectuado, consideramos que la empresa Sigma Safi – Leasop I tiene un nivel de desempeño Aceptable¹³, respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial y un nivel de desempeño Bueno¹⁴, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Sigma Safi S.A. es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima, de acuerdo a la Ley General de Sociedades. El Capital Social de la compañía totalmente suscrito y pagado es de USD 701,040 (setecientos un mil cuarenta 00/100 Soles) representado por 45'640,000 acciones nominativas de USD 0.01536021 cada una, gozando todas de iguales derechos y prerrogativas. A la fecha, Sigma Safi tiene 8 accionistas, entre los que destacan los siguientes:

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL (30.06.2018)

ACCIONISTAS DE LA SAFI	
Craig John Carleton – Smith de Souza	30.00%
Mirko Stiglich J.	21.46%
Luiz F. Mauger C.	20.00%
Irzio Pinasco M.	13.00%
Patricia Baertl A.	5.54%
Accionistas <5%	9.98%
Total	100.00%

Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

Según el Estatuto Social de Sigma Safi S.A, sus órganos de gobierno son la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Gerencia, contando cada uno con sus respectivos reglamentos. La Junta General de Accionistas es el órgano supremo de la sociedad, en tanto la administración de la sociedad estará a cargo del Directorio y del Gerente General. La siguiente tabla muestra a los miembros actuales del Directorio al cierre de junio 2018:

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL (30.06.2018)

DIRECTORIO		PLANA GERENCIAL		COMITÉ DE INVERSIONES	
Craig John Carleton – Smith de Souza	Presidente	Craig John Carleton – Smith de Souza	Director G. General	Craig John Carleton – Smith de Souza	G. General
Irzio Pinasco M.	Vicepresidente	Germán Esterripa M.	Director Gerente	Germán Esterripa M.	Director Gerente
Gonzalo de las Casas	Director	Karen Ames Vásquez	Vicepresidente de A. Legales	John D. Gleiser S.	Director
Luis F. Mauger C.	Director	Víctor Chavez Torres	Vicepresidente de Operaciones y Sistemas	Luis F. Mauger C.	Director
Martin Pérez M.	Director	Arturo Palomares Villanueva	Vicepresidente de Finanzas, Contabilidad y RRHH	Sebastián Rodrigo	Director LO (Alternó)
		Katherine Reyes Warthon	Vicepresidente de Riesgos	Javier S. Freyre T.	Director
		Guillermo Teramura	Vicepresidente de Gestión de Activos y Seguros	Patricia Lizarraga G.	Director (Alternó)
				Katherine Reyes Warthon	Vicepresidente de Riesgos

Fuente: Sigma SAFI / Elaboración: PCR

Dentro de los principales responsables de la Sociedad Administradora podemos encontrar una plana gerencial con amplia experiencia y conocimiento dentro del sector financiero, lo cual ha sido demostrado en el buen manejo administrativo del Fondo. El Sr. **Carleton – Smith de Souza**, actual Director y Gerente General, es responsable de la creación y administración de tres Fondos de inversión públicos y privados dedicados al Leasing Operativo con inversionistas institucionales peruanos y extranjeros. Cuenta con más de 20 años de experiencia en banca en países de Latinoamérica, Europa y Estados Unidos. El Sr. **Germán Esterripa**, es el actual Director Gerente de la SAFI y cuenta con 20 años de experiencia en el Sistema Financiero y Mercado de Capitales peruano. Es miembro del Comité de Inversiones desde octubre 2005 y fue Gerente General Adjunto de SIGMA SAFI desde mayo 2007, puesto que el año 2014 pasó a ser Gerente Senior de Riesgos. Adicionalmente, lidera las áreas de Riesgos, Administración, Contabilidad, Control Interno y Planeamiento Financiero. El Sr. **Victor Chavez**, es el actual Gerente de Operaciones y Sistemas y es socio fundador de SIGMA, cuenta con más de 16 años de experiencia trabajando en las principales entidades financieras del país. Asimismo, la Gerencia de Asuntos Legales la ocupa la Sra. **Karen Ames**, quien cuenta con experiencia y trayectoria en áreas de Derecho Corporativo, Seguros, Finanzas y Mercado de Capitales. Sra. **Katherine Reyes**, Ejecutiva con 18 años de experiencia en el Sector Financiero. Ha sido Gerente de División de Riesgos Banca Mayorista en el Banco Financiero del Perú, donde fue responsable de la gestión y evaluación de cartera de clientes. Licenciada en Ingeniería Industrial egresada de la Pontificia Universidad Católica del Perú y MBA especializado en Finanzas Corporativas en IE Business School (Madrid, España).

Organización del Fondo LEASOP I

La organización del Fondo presenta dos instancias claramente identificadas:

- **Asamblea General:** Es el órgano máximo del Fondo y tiene derecho a concurrir a ella cualquier partícipe. La Asamblea General está conformada por los partícipes que debidamente convocados por Sigma SAFI, o el Comité de Vigilancia, en su caso, concurren a ella y reúnan los requisitos y el quórum necesario para constituirse, con arreglo a lo establecido en el Reglamento de Participación. Las Asambleas Generales extraordinarias se reunirán sólo cuando las convoque Sigma SAFI o el Comité de Vigilancia, de ser el caso, o lo soliciten partícipes que representen no menos del 20% de la totalidad de las cuotas del Fondo en circulación, expresando en la solicitud los asuntos a tratar en la Asamblea.

¹³Categoría RSE4 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

¹⁴Categoría GC3 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

- **Comité de Vigilancia:** Es el órgano encargado de supervisar y verificar las acciones y decisiones que adopte Sigma SAFI respecto al Fondo. Así mismo, es el ente encargado de resolver todos los potenciales conflictos de interés referidos dentro del Reglamento de Participación del Fondo. El número de integrantes no podrá ser menor de tres ni mayor a seis personas siendo elegidos por la Asamblea de Partícipes por un periodo de dos años. Corresponde al Comité de Vigilancia velar por los intereses de los partícipes y sus miembros podrán ser o no partícipes.

COMITÉ DE VIGILANCIA (30.06.2018)			
Persona Natural o Jurídica	Puesto	AFP	DNI y/o RUC
Pedro Otero Sahurie	Titular	Integra	40446624
PRIMA AFP	Titular	Prima	20510398158
Profuturo AFP	Titular	Profuturo	20142829551
Mónica Claudia Giraldez García	Suplente	Integra	44503151

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

Por su parte, el Fondo espera que los funcionarios, empleados, directores y asesores de Sigma SAFI eviten conflictos de interés que puedan darse cuando éstos realicen una actividad personal que pueda generar conflictos con la propia empresa. En tal sentido, los empleados de Sigma SAFI, sus directores y asesores, y cualquier otra persona están sujetos a las Normas Internas de Conducta, los cuales prohíbe:

- Actuar en nombre de la SAFI en transacciones en las que tengan algún interés personal, financiero o de otra clase.
- Involucrarse en alguna actividad que entre en competencia directa con la SAFI.
- Recibir o dar bienes o servicios que puedan interpretarse como que fueron dados o recibidos para influir en una decisión, transacción o negocio de la SAFI, o para mantener u obtener un negocio de ello.
- Utilizar la información interna no pública sobre la SAFI, sus proveedores o sus clientes para beneficio propio. Esta restricción es aplicable también a los familiares hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los funcionarios, trabajadores, directores y asesores de la SAFI, y a las personas cuya situación financiera este ligada a la de éstos.
- No aceptar de un cliente o proveedor dádiva alguna, a menos que el mismo tenga valor simbólico, no debiendo exceder el equivalente a USD 200. Este límite también se aplica para el otorgamiento de regalos a clientes o proveedores.
- No aceptar agasajos o invitaciones pagadas por un cliente o proveedor, a menos que ellos estén presentes en el evento y pueda demostrarse que el mismo tiene un propósito comercial determinado.

Para que la SAFI realice operaciones o mantenga relaciones comerciales con clientes o proveedores en que los miembros (accionistas, directores, gerentes, funcionarios y empleados de la SAFI, así como sus cónyuges y familiares hasta el primer grado de consanguinidad y hasta segundo grado de afinidad) tengan inversiones en acciones, valores o títulos de representación patrimonial que representen más del 5% de participación en dicha empresa, será necesario la aprobación del Directorio de la SAFI. Además, deben evitar inversiones de clientes, proveedores o competidores que pudieran causar un conflicto de interés o influir en sus decisiones y acciones en el trabajo mediante el otorgamiento de una ventaja personal en una decisión potencial de la SAFI.

Situación Financiera de la SAFI

Al cierre de junio 2018, los activos corrientes de la SAFI totalizaron en USD 1.42 MM, lo cual significa un aumento de USD 0.38 MM (+2.8% vs junio 2017), principalmente por el considerable aumento de efectivo dado los mayores depósitos a plazo. En contraposición se redujeron las cuentas por cobrar relacionadas y diversas. Por otro lado, los activos no corrientes aumentaron en 7.1%, sustentado principalmente por un incremento de “inversiones en asociada” que registra las ganancias que mantiene la sociedad al participar del 40%.

Por su parte, los pasivos registraron un aumento de USD 0.34MM incrementándose 5.9% respecto a junio 2017. Este aumento del pasivo se debe básicamente a la mayor cantidad de: (i) “otras cuentas por pagar” debido a los mayores montos correspondientes a pasivos pendientes de pago por servicio de telefonía, combustible y reembolsos de gastos menores así como por la menor cantidad de impuestos pagados y por las (ii) menores “cuentas por pagar comerciales”, las cuales se redujeron en USD 0.07 MM (-18.9%) respecto al cierre 2016, y cuyos montos corresponden a los honorarios por pagar a Sigma Capital por los servicios de asesoría financiera. En relación al patrimonio, éste se ubicó en USD 2.39 MM, aumentando USD 0.11 MM respecto al cierre de junio 2017, ocasionado por un mayor monto de resultados acumulados al cierre del 2018.

Situación Financiera de LEASOP 1

Al cierre de junio 2018 el activo corriente del Leasing Operativo disminuyó en 1.1% respecto al cierre de junio 2017, influenciado básicamente por la disminución del crédito fiscal, el cual a su vez se explica por las menores compras realizadas. No obstante, este menor monto estuvo amortiguado por las mayores cuentas por cobrar comerciales. El activo no corriente disminuyó considerablemente al descender 20.2% respecto a junio 2017, explicado por las menores inversiones o compra de activos de acuerdo a su proceso de desinversión que acaba en el 2018.

Asimismo, por el lado del pasivo corriente también se generó una disminución de 4.0% dada las menores cuentas por pagar comerciales, que retrocedieron en 15.5% por un menor monto de facturas por pagar y compras pendientes de facturación que se derivan de las menores provisiones por servicio de monitoreo, inspecciones y tasaciones. El pasivo no corriente también sufrió una disminución del 30.4% debido a un menor monto de “otras cuentas por pagar”, las cuales corresponden a los menores pagos adelantados recibidos de clientes como cuota inicial en contratos de arrendamiento operativo. A su vez,

es importante mencionar que Patrimonio también disminuyó, al descender en 15.2%, explicado por los menores resultados acumulados, lo cual a su vez se explica por las menores ganancias del Fondo a causa del contexto económico nacional y a su proceso de desaceleración en nuevas inversiones de acuerdo con su proceso de cierre como Fondo.

En cuanto al estado de resultados, la cuenta de ingresos por arrendamiento operativo disminuyó en 20.9%, lo cual generó por consiguiente una caída en los ingresos brutos totales. Asimismo, los costos operacionales disminuyeron tanto por la depreciación como por los seguros de los activos. Esto generó una menor utilidad bruta (junio 2018: USD 8.53 MM vs junio 2017: USD 11.56 MM). En correlación a los menores ingresos por ventas, se generaron menores gastos de administración y remuneración a la SAFI. A su vez, se produjo un incremento de los ingresos financieros netos y una pérdida por diferencia de cambio, lo cual significó un descenso de la utilidad neta (junio 2018: USD 4.42 MM vs junio 2017: USD 6.55 MM), generando, a su vez, menores márgenes de rentabilidad.

SITUACIÓN FINANCIERA

SIGMA SAFI S.A. (Miles de Dólares)						LEASOP 1 (Miles de Dólares)					
Estado de Situación Financiera	Dic15	Dic16	Dic17	Jun17	Jun18	Estado de Situación Financiera	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Activos Corrientes	4,383	3,656	2,621	1,382	1,420	Activos Corrientes	82,714	92,369	84,661	63,094	62,403
Total Activo	5,509	5,003	4,247	2,856	2,999	Total Activo	276,321	285,444	244,185	239,799	203,354
Pasivos Corrientes	1,307	1,095	892	539	568	Pasivos Corrientes	10,304	8,082	5,942	6,524	6,266
Total Pasivo	1,307	1,134	940	575	609	Total Pasivo	18,228	12,858	9,403	10,668	9,150
Capital Social	701	701	701	701	701	Capital	113,700	113,700	113,700	113,700	113,700
Resultados Acumulados	3,361	2,888	2,336	1,300	1,420	Resultados Acumulados	89,444	103,510	65,705	60,055	25,128
Patrimonio	4,202	3,868	3,306	2,281	2,390	Patrimonio	258,521	272,586	234,782	229,132	194,204
Estado de Resultados	Dic15	Dic16	Dic17	Jun17	Jun18	Estado de Resultados	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Total Ingresos	9,035	8,739	7,822	3,514	3,544	Total Ingresos	74,939	76,779	62,803	31,640	25,624
Gastos de Operación	-6,353	-6,394	-5,966	-2,899	-2,635	Total Costos Operacionales	-40,027	-35,868	-37,920	-20,084	-17,090
Utilidad Operativa	2,681	2,345	1,856	615	909	Remuneración a la SAFI	-5,498	-4,978	-4,534	-2,426	-2,181
Utilidad Neta	2,132	2,145	1,648	612	984	Resultado Operativo	15,964	12,881	10,809	5,734	4,039
						Resultado del Ejercicio	13,801	14,066	12,195	6,545	4,423
Indicadores	Dic15	Dic16	Dic17	Jun17	Jun18	Indicadores	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Liquidez general	3.35	3.34	2.94	2.56	2.50	Liquidez general	8.03	11.43	14.25	9.67	9.96
Solvencia	0.31	0.29	0.28	0.25	0.25	Solvencia	0.07	0.05	0.04	0.05	0.05
ROE	51%	55%	50%	27%	41%	ROE	5.3%	5.2%	5.2%	2.9%	2.3%
ROA	39%	43%	39%	21%	33%	ROA	5.0%	4.9%	5.0%	2.7%	2.2%
Margen Operativo	30%	27%	24%	17%	26%	Margen Operativo	21%	17%	17%	18%	16%
Marge Neto	24%	25%	21%	17%	28%	Marge Neto	18%	18%	19%	21%	17%

Fuente: SMV / Elaboración: PCR

SIGMA SAFI opera en el mercado de *leasing* operativo (LO) atendiendo a diversos sectores. El *leasing* operativo a diferencia del *leasing* financiero es un servicio de alquiler de activos y no un crédito. Asimismo, las entidades del sistema financiero no pueden brindar *leasing* operativo por normativa de Basilea. No obstante, se hace una comparación con el mercado de *leasing* financiero ya que los negocios en donde invierte cada SAFI son muy diferentes y en algunos casos hasta se complementan.

Custodio

Los títulos o documentos representativos de la Inversión Principal (tales como los Contratos de Leasing Operativo y los documentos que acrediten la compra y/o el título de propiedad de los bienes a favor de la SAFI con el fin de ser arrendados) serán custodiados por Iron Mountain Perú S.A., entidad encargada de prestar los servicios de administración, almacenamiento y custodia respecto de documentos y medios magnéticos, que cuenta con la infraestructura adecuada para dicho propósito. En octubre 2013 la empresa File Service S.A. (anterior Custodio) fue adquirida por Iron Mountain INC., empresa líder a nivel mundial en gestión de información brindando soluciones a más de 150,000 clientes en más de 36 países de todo el mundo, sus acciones cotizan en la Bolsa de Nueva York bajo la denominación "IRM" y conforma el índice Standard & Poor's 500.

Anexos

Remuneraciones de la SAFI

Los ingresos por remuneración a la Sociedad Administradora corresponden a las siguientes fuentes:

- a) **Comisión Fija Mensual:** Para determinar la comisión aplicable, se tomará el Valor Cuota partícipes (VCp) al final del mes relevante multiplicado por el número de cuotas de participación vigentes y se aplicará la Comisión Fija Mensual. Esta Comisión Fija se devengará diariamente, se liquidará mensualmente y se pagará dentro de los primeros 5 días hábiles del mes próximo siguiente. La Tasa de Comisión Fija Mensual (TCFM) anualizada será escalonada sobre la base del patrimonio neto del Fondo, según los siguientes rangos:

- Hasta USD125 millones 2% + IGV
- Más de USD125 y hasta USD175 millones 1.5% + IGV
- Más de USD175 millones 1% + IGV

Aplicada sobre el patrimonio neto del Fondo según la siguiente fórmula:

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

b) Comisión de Administración Variable o de Éxito: La SAFI recibirá anualmente esta comisión calculada 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 12 meses más el índice Perú Embi+ más 150 pbs ó 1.5% (Libor 12m + Perú Embi+ 1.5%). La tasa de referencia de cada *Cash Call* será ponderada por el monto del *Cash Call* respectivo y será promediada con las demás tasas de referencia, si las hubiese, para llegar a la tasa de referencia que será aplicable al íntegro del Patrimonio Neto. La Fecha de Reajuste de dicha tasa referencial será cada 12 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 + Dicho reajuste de la Tasa Referencial aplicará al íntegro del Patrimonio Neto a partir de la fecha de reajuste. Este reajuste no aplica al *Spread* establecido. Si la fecha de reajuste coincide con un día no laborable, en el Perú o en los Estados Unidos, la fecha se prorrogará al primer día laborable siguiente. Incluir fórmula del Reglamento de Participación y límite

En base al rendimiento neto del Fondo la Comisión Variable será de 20% del incremento anual del Valor Cuota calculado de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{Com. Variable Anual} = [((\text{VCp } t+1 - \text{VCp } t) / \text{VCp } t) - \text{Tasa Ref.}] \times 20\% \times \text{Pat. Neto } t$$

Asimismo, la metodología aplicable será la "High Water-Mark" (HWM). Se considera como HWM en el sentido que la Comisión Variable se paga solamente si VCp t+1 es mayor o igual al máximo valor cuota registrado al cierre de cualquier ejercicio anterior. El valor cuota (VCp t) será ajustado para reflejar la distribución de utilidades en años anteriores. Sin perjuicio de lo anterior, el límite máximo del monto de la Comisión Variable Anual que la SAFI podrá cobrar será de hasta 1.8% del Patrimonio Neto del fondo.

Gastos de Funcionamiento: Los gastos ordinarios que se imputarán al Fondo serán los siguientes:

- Gastos de tasación de bienes.
- Gastos de seguros de responsabilidad civil (daños y perjuicios).
- Auditorías anuales a los Estados Financieros y a las valorizaciones del Fondo.
- Gastos de Custodia de Documentos, seguros y traslado que ocasionen los títulos, bienes y documentos de los activos del Fondo.
- Comisiones a la Bolsa de Valores de Lima (derecho de cotización inicial y mensual, aumento de la emisión de Cuotas y otras aplicables sobre el Fondo).
- Comisiones SMV (contribución por labores de supervisión y otras que pudieran crearse en el futuro y que recaigan directamente sobre el Fondo).
- Comisiones CAVALI (inscripción de las Cuotas, mantenimiento de las Cuotas y otras aplicables sobre el Fondo).
- Gastos derivados de la publicidad del Fondo, incluyendo los gastos por publicación de los estados financieros del Fondo en los diarios, así como cualquier otro requerimiento de publicación que solicite SMV, la SBS o autoridad administrativa competente.
- Honorarios y gastos legales, notariales, registrales y administrativos derivados de la operación y liquidación del Fondo cuando termine el periodo de vigencia del mismo o cuando se haya reducido el monto mínimo necesario para seguir operando.
- Todo tributo de cualquier clase que afecte o grave valores, operaciones o instrumentos financieros del Fondo.
- Gastos de clasificación que sean obligatorios o que se estimen recomendables y que recaigan sobre las inversiones o sobre las Cuotas del Fondo.
- Gastos asociados a cobranzas.
- Gastos para impresión de contratos, documentos y material necesario para el desarrollo del Fondo.
- Los gastos, intereses, comisiones y tributos derivados de créditos contratados por cuenta del Fondo previamente autorizados por la Asamblea.
- Honorarios originados por el Comité de Vigilancia.
- Gastos derivados de la convocatoria, citación, realización y legalización de las Asambleas, adicionales a la Asamblea General Anual.
- Los gastos antes señalados incluyen el Impuesto General a las Ventas que resulte aplicable, el mismo que será asumido también por el Fondo.
- En ningún caso la suma de los gastos ordinarios del Fondo podrá superar, anualmente, el monto que resulte de la siguiente fórmula: Monto Suscrito de Cuotas x 0,45%.

Gastos Extraordinarios: los gastos extraordinarios que serán imputados al Fondo son los siguientes:

- Gastos de litigios, costas, honorarios profesionales u otros gastos legales ocurridos en defensa de los intereses del Fondo, incluyendo recuperación de activos, cobranzas judiciales y las compensaciones monetarias por fallos emitidos en contra de intereses del Fondo.
- Gastos por la liquidación anticipada del Fondo.
- Gastos de informes adicionales solicitados por la Asamblea o por el Comité de Vigilancia.