

Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra – NAFIBO 015

Informe con Estados Financieros al 30 de junio de 2011	Fecha de Comité: 30 de septiembre de 2011	
Alan Moscoso De las Muñecas	(591) 2-124127	amoscoso@ratingspcr.com
Daniel Acevedo Loayza	(591) 2-124127	dacevedo@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación PCR	Equivalencia ASFI
Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015	_B AAA	AAA

Significado de la Calificación PCR

Categoría _BAAA: Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

El subíndice B se refiere a calificaciones locales en Bolivia.

Significado de la Calificación ASFI

Categoría AAA: Corresponde a aquellos Valores que cuentan con muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión o su emisor; sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

Racionalidad¹

El presente instrumento financiero recibe la calificación de AAA, la cual fue otorgada en comité No. 025/2011 del 30 de septiembre de 2011. La clasificación asignada se sustenta en: (i) las características de la estructura de titularización, y (ii) la suficiencia y riesgo de flujos generados por los Activos Financieros que respaldan la amortización del capital de los valores de titularización.

a. La Estructura, Resguardos, Garantías y Activos Titularizados

La estructura de la titularización contempla un producto de renta fija formado por dos Activos Financieros distintos con diferentes niveles de riesgo y rentabilidad, PCR considera que la estructura permite reducir los riesgos ya que ambos activos son de calidad crediticia satisfactoria. A continuación se detallan las principales características de la estructura que se evaluaron para la calificación:

- El pago del principal de los Valores de Titularización se encuentra relacionado directamente al cumplimiento de pago de los Bonos del TGN, de acuerdo a los Flujos establecidos en la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. correspondientes al capital e intereses, en caso no se cumpla con los flujos previstos, el inversionista estará expuesto a perder una parte o todo el capital invertido en ellos, pero el riesgo de pérdida se encuentra asociado al riesgo del Emisor de dichos valores, en este caso la República de Bolivia que para PCR se ubica en AAA dentro de la escala local. Respecto a los intereses, estos dependerán del cumplimiento de los flujos de pago por parte de Sinchi Wayra S.A. en función a los Pagarés emitidos por ésta y adquiridos por el Patrimonio Autónomo, cabe mencionar que estos podrían ser cero o positivos dependiendo del desempeño de la operación de Sinchi Wayra S.A. Cabe resaltar que Sinchi Wayra S.A. presenta favorables indicadores financieros, los cuales muestren la alta capacidad de la empresa para afrontar el pago de sus gastos y deuda financiera; ello es bastante favorable, ya que de la gestión de la empresa depende el pago de intereses de los Valores de Titularización.
- La estructura establece una adecuada sincronización en los días de pago de los intereses y el principal. Los flujos proyectados para la presente estructura, indican que una vez que se generen los ingresos para el Patrimonio Autónomo correspondientes a los flujos de los Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. y los Bonos del TGN, se realizará los pagos correspondientes a los inversionistas a los cinco días de cada mes por concepto de capital y/o intereses, excepto los meses de Mayo 2008, Agosto 2008, Agosto 2011, Agosto 2013, Abril 2014 y Julio 2014.
- La utilización de cuentas para depositar los recursos derivados de la recaudación de los flujos provenientes de los Pagarés de Sinchi Wayra S.A., de los intereses y capital de los Bonos del TGN; de los recursos destinados para los pagos; y de los recursos provenientes de la Colocación de los Valores de Titularización permitirá canalizar adecuadamente los fondos mencionados y mitigará el riesgo de un desvío de fondos.
- La experiencia lograda por la Administración de BDP ST (antes NAFIBO Sociedad de Titularización) en procesos de titularización. Se trata además de la institución más antigua en Bolivia dedicada a realizar procesos de titularización con este tipo de producto.
- Debido a que el activo principal del estructurado son los bonos del TGN que emite Bolivia, y que dentro de la escala local, la calificación de riesgo para Bolivia es de AAA, y esto se basa en que técnicamente un país no quiebra, debido a la solvencia que representa el poder que le otorga el señoreaje (poder de emisión de la moneda) y puede hacerlo en el momento que necesite más dinero.
- El Patrimonio Autónomo constituye un respaldo de la Emisión, el cual permite que a través de su administración se reduzcan las potenciales pérdidas para los tenedores.
- Adicionalmente la estructura cuenta con mecanismos de cobertura interna para el pago de interés y capital. PCR evalúa positivamente éstos mecanismos correspondiente al Exceso de Flujo de Caja, que es una reserva creada con el margen diferencial entre el rendimiento generado por la Cartera y el rendimiento pagado al inversionista. Además evalúa favorablemente el Mecanismo de Seguridad Adicional planteado para la presente estructura, consistente en la protección del capital, de modo que el pago del 100% del capital de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 provengan de los flujos correspondientes a los Bonos del TGN por concepto de capital e intereses.
- El desempeño monetario estable. El Estado Plurinacional de Bolivia establece límites mínimos para las Reservas Internacionales Netas, con el fin de mantener un adecuado nivel de RIN en una economía con elevados niveles de dolarización.

¹ El presente informe de calificación se ha elaborado en base a la Declaración Unilateral suscrita con fecha 28 de diciembre de 2007 y el Contrato de Derecho de Compra suscrito el día 24 de diciembre de 2007 y sus adendas suscritas en fechas 03 de marzo de 2008, 17 de marzo de 2008 y 19 de marzo de 2008, respectivamente.

b. Activos Subyacentes

Sinchi Wayra

La evaluación crediticia de los Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. toma en consideración lo siguiente:

- El respaldo accionario con el que cuenta la compañía, por la experiencia de Glencore Internacional AG² (en adelante Glencore) en operaciones alrededor del mundo.
- Tanto los ingresos como los indicadores que la compañía refleja a junio de 2011, tienden a una recuperación favorable luego de una baja significativa de los indicadores a diciembre de 2009 principalmente por la crisis suscitada en aquel periodo.
- Sinchi Wayra cuenta con la exigencia de altos estándares de cuidado medioambiental y social establecidos por el IFC y el Banco Mundial.
- Los nuevos proyectos de expansión en las minas ya existentes y en las nuevas. Dichos procesos permitirían mejorar la eficiencia en los procesos operativos de la empresa.
- El riesgo en las operaciones, en cuanto a la probabilidad de que se generen pérdidas como consecuencia de fallas o faltas de procesos internos adecuados, fallas del personal, de sistemas o como resultado de eventos externos, es mitigado por la experiencia de Sinchi Wayra adquirida durante más de 45 años.
- La legitimidad de los contratos de arrendamiento y riesgo compartido realizados por Sinchi Wayra se sustenta en los adecuados procedimientos administrativos y legales adoptados por la empresa para la suscripción de estos. Asimismo, la empresa ha hecho una verificación previa de los antecedentes constitucionales. La legislación actual declara reserva fiscal a todo el territorio nacional y otorga a COMIBOL la facultad de su explotación salvando los derechos preconstituídos sobre las áreas mineras otorgadas anteriormente en concesión, con lo cual los contratos celebrados por Sinchi Wayra merecerían los derechos adquiridos con anterioridad a la actual legislación. Sumado a ello, en fecha 31 de julio de 2007, se promulgó la ley No 3720 que, en su artículo 2, expresa textualmente: "Se respetan los contratos suscritos por la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL), en el marco de las leyes actuales". PCR se mantendrá atento a las normas que pueda dictar el gobierno y que puedan afectar la estabilidad de los contratos de la empresa.

c. Estado Plurinacional de Bolivia

El pago de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 estará asociado al cumplimiento de pago de los Bonos del Tesoro General de la Nación emitidos por la República de Bolivia. La calificación otorgada por PCR al riesgo soberano del Estado plurinacional de Bolivia a escala local se ubica en AAA y considera los siguientes aspectos:

- Debido a que el activo principal del estructurado son los bonos del TGN que emite Bolivia, y que dentro de la escala local, la calificación de riesgo para Bolivia es de AAA, y esto se basa en que técnicamente un país no quiebra, debido a la solvencia que representa el poder que le otorga el señoreaje (poder de emisión de la moneda) y puede hacerlo en el momento que necesite más dinero.
- La economía Boliviana muestra señales de preservar niveles de crecimiento de alrededor del 3,0%. Se espera que sectores como construcción, manufacturas, transporte y agricultura sigan marcando la senda del crecimiento para el año 2011.
- La mejor situación económica de los principales socios comerciales de Bolivia en la región como: Brasil y la Argentina, mejoran los ingresos recaudados por el país en materia de exportación de Gas Natural. Sin embargo este punto representa un riesgo para el país ya que mantener el grueso de sus exportaciones por la venta de Gas Natural y minería, es riesgoso debido a la volatilidad de los precios internacionales de minerales y el creciente uso de los bio-combustibles.
- La inflación ha sido en los últimos meses de 2010 un tema muy discutido en Bolivia. Según informes del BCB la inflación al 2010 cerró en 7,18 %. Si bien el BCB ha empezado a tomar medidas para reducir la inflación mediante apreciaciones del tipo de cambio, las expectativas inflacionarias de la población boliviana aumentan las posibilidades de un escenario inflacionario. A esto se debe sumar que existe desabastecimiento de productos básicos como: el azúcar, arroz y harina, lo cual hace aumentar el precio de los componentes domésticos del IPC y aumentar las expectativas inflacionarias de la población. Sin duda alguna la inflación será un tema a ser analizado y discutido en Bolivia para la gestión 2011.
- Las finanzas del Gobierno de Bolivia muestran una tendencia histórica al superávit fiscal. Tal como se vio en la descripción de este punto. Los superávits fiscales se dan debido a que el Sector Público no Financiero ahorra más de lo que gasta. Sin embargo este ahorro no es dirigido a financiar la inversión pública, ya que los niveles de gasto de capital en el PGN, son aun inferiores al 30,00%. Sin embargo para la gestión 2011 se espera un déficit fiscal de aproximadamente un 4,9%.

² Es una de las compañías más grandes de oferta de commodities y materiales industriales para el mercado internacional industrial

- Si bien el Gobierno ha incrementado las transferencias, de manera de efectuar una política de redistribución del ingreso, esto ha contribuido a incrementar la demanda por liquidez en la economía y aumentar las presiones inflacionarias. Será necesario para el gobierno de Bolivia alinear su política de transferencias con una política de reducción de la inflación.
- En lo referente al sector monetario, es necesario para el BCB luchar contra la inflación y mejorar las tasa de interés en el mercado. A septiembre de 2010 las tasas de interés pasivas en la banca nacional a 360 días oscilan en 0,57% para moneda extranjera y 0,89% para moneda nacional. Con tasas tan bajas la preferencia por liquidez en los agentes económicos bolivianos es alta lo cual fomenta la inflación. Será necesario para el BCB tomar medidas para subir las tasas de interés en 2011 y reducir así los niveles de liquidez en la economía.
- El sector externo Boliviano, muestra que la economía nacional es dependiente de los shocks externos. La desaceleración mundial y de los principales países de la región como: Argentina y Brasil, han reducido los niveles de exportación de Gas Natural en 2009. Como resultado de esta situación el país necesita mejorar los niveles de exportación de productos no tradicionales (manufacturas y otros bienes) y reducir su dependencia en exportaciones de productos tradicionales (minería e hidrocarburos) ya que los precios de estos productos son volátiles.
- En relación a las reservas internacionales estas han presentado un crecimiento sostenido en los últimos 5 años producto de las buenas inversiones realizadas en los mercados de valores extranjeros así como los mercados de commodities los cuales presentaron incrementos en los precios del oro y la revalorización de los títulos valores del Tesoro Americano.

Información de la Calificación

Información empleada en el proceso de calificación:

De la estructura y Patrimonio Autónomo:

1. Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. que realiza BDP ST (antes NAFIBO ST) para la constitución del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015 suscrita el 28 de diciembre de 2007 .
2. Adenda a la Declaración Unilateral de fecha 03 de marzo de 2008.
3. Adenda a la Declaración Unilateral y al Contrato Modificatorio a la Declaración Unilateral de fecha 17 de marzo de 2008.
4. Adenda a la Declaración Unilateral de fecha 19 de marzo de 2008.
5. Contrato de Derecho de Compra de Pagarés suscrito el 24 de diciembre de 2007 y protocolizado ante Notario de Fe Publico N° 007 a cargo de la Dra. Silvia Noya Laguna del Distrito Judicial de La Paz, Bolivia.
6. Información financiera proyectada del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015 por diez años.
7. Estados financieros del Patrimonio Autónomo al 30 de junio de 2011.

Activos Subyacentes:

Sinchi Wayra

1. Información Financiera:
 - Cubre el período de diciembre de 2006 a junio de 2011.
 - Proyecciones financieras.
 - Estructura de costos y gastos.
 - Detalle de las principales cuentas del activo, pasivo y patrimonio.
 - Informe del marco legal Sinchi Wayra.
2. Información de las operaciones:
 - Estadísticas de producción y ventas.
 - Información sobre principales proyectos.
3. Otros
 - Información corporativa.
 - Información Estadística del sector.

Tesoro General de la Nación:

1. Información macroeconómica desde diciembre de 2000 a diciembre de 2010.
2. Memoria Anual del Banco Central de Bolivia de los años 2005 hasta 2009.
3. Boletines estadísticos del Banco Central de Bolivia.

Análisis Realizados

1. *Análisis financiero histórico:* Interpretación de los estados financieros históricos de los partícipes en el proceso de titularización con el fin de evaluar la calidad crediticia de las entidades participantes a fin de salvaguardar la buena calidad de la emisión y la protección de los intereses de los inversionistas.
2. *Análisis financiero proyectado:* Evaluación de los supuestos que sustentan las proyecciones financieras del patrimonio autónomo y de los participantes en la estructura, así como análisis de la predictibilidad, variabilidad y sensibilidad de la capacidad de pago de la empresa a diversos factores económicos.
3. *Evaluación de los aspectos legales:* Revisión de todos los contratos que involucre la estructura.

Resumen de la Estructura³

Cuadro 1	
Condiciones y Términos Generales	
Instrumento	: Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015
Emisor	: Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra – NAFIBO 015
Características del Patrimonio Autónomo y de los Valores de Titularización	: Patrimonio Autónomo autorizado e inscrito en el Registro del Mercado de Valores de la SPVS (actual ASFI) mediante Resolución Administrativa SPVS/IV/No. 741 de fecha 23 de septiembre de 2008 y con número de registro SPVS-IV-PA-SIW-012/2008. Emisión inscrita con el número de registro SPVS-IV-TD-SIW-013/2008. En Reunión de Directorio de NAFIBO celebrada el 07 de julio de 2008 se autorizó la realización del proceso de titularización.
Estructurador	: NAFIBO Sociedad de Titularización S.A.
Colocador	: Panamerican Securities S.A. Agencia de Bolsa
Constitución del Patrimonio Autónomo	: La constitución del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015, se realiza mediante la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés, siendo su valor inicial el equivalente al Precio del Contrato de Derecho, mismo que ha sido fijado en US\$ 100.- (Cien 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América).
Declaración Unilateral	: Es el documento mediante el cual NAFIBO ST cede irrevocablemente al Patrimonio Autónomo el Contrato de Derecho de Compra de Pagarés. En dicho documento NAFIBO ST se compromete a realizar la Emisión de los Valores de Titularización y a cumplir con la administración y representación del Patrimonio Autónomo.
Monto de la emisión	: US\$ 156,380,000.00 (Ciento cincuenta y seis millones trescientos ochenta mil con 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América), Serie única.
Emisor de los Pagarés	: Sinchi Wayra S.A.
Cartera	: Está compuesta por los Pagarés a ser emitidos por Sinchi Wayra y que serán adquiridos por el Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA – NAFIBO 015.
Contrato de Derecho de Compra	: Es el Derecho de Compra de los Pagarés con el que se constituye el Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA - NAFIBO 015.
Tipo de interés de los Valores de Titularización	: El interés será anual y fijo, de acuerdo a las tasas de interés mostradas en el anexo 1.
Exceso de Flujo de Caja	: Se constituye como un Mecanismo de Cobertura interna y consiste en crear una reserva con el margen diferencial entre el rendimiento generado por la Cartera y el rendimiento pagado al inversionista.
Mecanismo de Seguridad Adicional	: Protección al capital: Los flujos provenientes de los Bonos del TGN serán destinados para proveer el pago de capital de los Valores de Titularización.

³ Los términos definidos en esta sección se utilizarán de forma recurrente en todo el documento, sin detallar nuevamente los conceptos o agentes a los que se hace referencia.

Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización	Es el máximo órgano de decisión del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015, a través del cual los Tenedores de Valores de Titularización emitidos en el Proceso de Titularización expresan su voluntad.
---	--

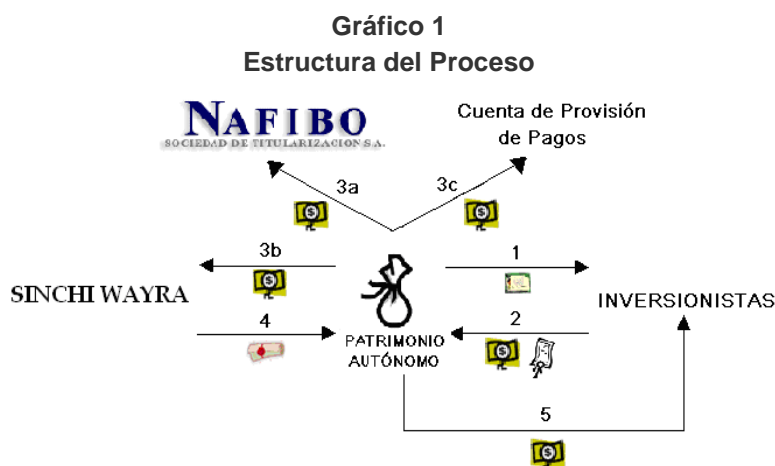
Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Descripción de la estructura

NAFIBO Sociedad de Titularización S.A. (NAFIBO ST), en calidad de Estructurador, ha diseñado la presente estructura con la finalidad de ofrecer valores de titularización cuyo rendimiento esté vinculado a Pagarés emitidos por la empresa minera Sinchi Wayra S.A.

Los fondos que se obtengan de la colocación exitosa de los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015 fueron utilizados para: (i) Pagar el Derecho de Compra a NAFIBO ST por el monto de US\$ 100.00, (ii) Pagar directamente a Sinchi Wayra S.A. por la adquisición de los Pagarés, y (iii) Realizar el depósito mínimo de US\$ 420,000.00 en la(s) cuenta(s) de provisión de pagos. La amortización del capital y el pago de los intereses que recibe el Patrimonio Autónomo son utilizados por éste para cumplir con el cronograma de pago de los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015. El rendimiento de los Valores de Titularización está vinculado a un interés fijo, de acuerdo a lo estipulado en la Declaración Unilateral.

El flujo de fondos de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 será como el que se detalla en el gráfico 1:



Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

1. El Patrimonio Autónomo (a través de NAFIBO ST), realiza la emisión de los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015 por un monto de US\$ 156,38 millones, mientras que Panamerican Securities se encarga de realizar la colocación de dichos valores.

2. Los inversionistas que compran los Valores de Titularización generados a partir del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra – NAFIBO 015 realizan el pago correspondiente por la suscripción de dichos valores en la fecha de la emisión en Bonos del Tesoro General de la Nación (según una relación de un valor de titularización a un Bono del TGN para un número definido de Valores de Titularización, mientras que el restante es pagado en efectivo), de acuerdo a lo estipulado en la Declaración Unilateral de fecha 28 de julio de 2008. Estos recursos son depositados en la(s) Cuenta(s) de Recaudación de la Emisión a nombre del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra – NAFIBO 015.

3. Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015, se procede con lo siguiente: (3a) Pagar a NAFIBO ST por el Contrato de Derecho de Compra el monto de US\$ 100, (3b) Pagar directamente a SINCHI WAYRA por la compra de los Pagarés, y (3c) Realizar el depósito mínimo de US\$ 420,000.00 en la(s) cuenta(s) de provisión de pagos.

4. Sinchi Wayra emite a favor del Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA – NAFIBO 015 los Pagarés según lo estipulado en el Contrato de Derecho de Compra.

5. El pago de los cupones y la redención del principal a los Inversionistas de los Valores de Titularización se realizará con los flujos provenientes de los activos correspondientes. El pago de los intereses será de forma anual a partir del segundo año, mientras que el pago del principal será derivado del pago de los Bonos del TGN, siendo el último pago al finalizar el plazo de la emisión (4,028 días calendario).

Manejo de los Flujos del Patrimonio Autónomo

NAFIBO ST abre las cuentas del Patrimonio Autónomo en una o más instituciones financieras (bancarias o no bancarias, nacionales o extranjeras) o en un Fondo de Inversión Abierto, según la elección de la sociedad de titularización. El Patrimonio Autónomo posee las siguientes cuentas: Cuenta(s) de Recaudación de la Emisión, Cuenta(s) de Recaudación y Cuenta de Provisión de Pagos.

Cuentas de Recaudación de la Emisión: NAFIBO ST abre una o más cuentas a nombre del Patrimonio Autónomo, en las cuales se depositarán los recursos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización.

Cuenta de Recaudación: NAFIBO ST abre a nombre del Patrimonio Autónomo una Cuenta de Recaudación de los fondos provenientes del cobro de los Pagarés y otra Cuenta de Recaudación de los fondos provenientes del cobro de los Bonos del Tesoro General de la Nación sujetos de Intercambio.

Cuenta de Provisión de Pagos: NAFIBO ST abre una o más cuentas para asegurar el cumplimiento de todas las obligaciones del Patrimonio Autónomo.

Contrato de Derecho de Compra de Pagarés

El Contrato es el documento suscrito entre NAFIBO ST y Sinchi Wayra con fecha 24 de julio de 2008 y protocolizado ante Notario de Fe Público N°007 a cargo de la Dra. Silvia Noya Laguna del Distrito Judicial de La Paz, Bolivia. Mediante éste, Sinchi Wayra otorga el derecho a NAFIBO ST de comprar los Pagarés. Los Pagarés son emitidos a favor del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015. La emisión de los pagarés se da siempre y cuando se haya cumplido previamente las siguientes condiciones por parte de NAFIBO ST:

- Se haya confirmado a Sinchi Wayra la compra de los Pagarés.
- NAFIBO ST deposite por cuenta del Patrimonio Autónomo los fondos necesarios.

Características de los Pagarés

Los pagarés tendrán las siguientes fechas de vencimiento:

Cuadro 2	
Vencimiento de Pagarés	
Pagaré N°	Fecha
1	30 de Septiembre de 2009
2	30 de Septiembre de 2010
3	30 de Septiembre de 2011
4	30 de Septiembre de 2012
5	30 de Septiembre de 2013
6	30 de Septiembre de 2014
7	30 de Septiembre de 2015
8	30 de Septiembre de 2016
9	30 de Septiembre de 2017
10	30 de Septiembre de 2018
11	30 de Septiembre de 2019

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Los pagarés son emitidos por Sinchi Wayra a favor del Patrimonio Autónomo cuya garantía es quirografaria. Cada Pagaré será suscrito a fecha fija y será emitido por un monto de US\$ 1.610.848,50. Los Pagarés son valores a descuento, descontados cada uno de ellos a una tasa de 15.325113%.

Patrimonio Autónomo

La constitución del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015, se realiza mediante la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés con fecha 28 de julio de 2008. El Patrimonio Autónomo se conforma por el Contrato de Derecho de Compra Pagarés, siendo su valor inicial el equivalente al Precio del Contrato de Derecho, mismo que ha sido fijado en US\$ 100.- (Cien 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América).

Los flujos provenientes de los Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. son los flujos atribuibles al pago de intereses de los Valores de Titularización, gastos administrativos y de mantenimiento del Patrimonio. Mientras que los flujos provenientes de los Bonos del TGN son atribuibles al pago de capital.

Operatividad del Patrimonio Autónomo

Con la firma de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable, NAFIBO ST cede en forma absoluta e irrevocable al Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra – NAFIBO 015 el Contrato de Derecho de Compra de Pagarés que integra el mencionado patrimonio autónomo. Una vez constituido el patrimonio autónomo, NAFIBO ST es el encargado de dirigir y brindar instrucciones relativas a la recaudación de los flujos de éste.

El registro, administración y custodia de los Valores de Titularización fue efectuado mediante anotación en cuenta en la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.

El flujo de pago correspondiente al capital de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 se encuentra exclusivamente en función del pago de intereses y de principal de los Bonos del Tesoro General de la Nación.

La Declaración Unilateral señala que los recursos provenientes del Patrimonio Autónomo serán destinados por NAFIBO ST de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Pago de comisiones de la Sociedad de Titularización.
2. Pago de intereses de los Valores de Titularización.
3. Pago de capital de los Valores de Titularización.
4. Los demás costos y gastos establecidos en la Declaración Unilateral.

Asimismo, la Declaración Unilateral señala que de existir remanente éste deberá ser entregado en propiedad a favor de Sinchi Wayra S.A.

Causales de Liquidación del Patrimonio Autónomo

En la Declaración Unilateral se establecen las siguientes causales para proceder a la liquidación del Patrimonio Autónomo:

1. Disolución y liquidación voluntaria de la Sociedad de Titularización en su condición de administrador y representante del Patrimonio Autónomo, y si no hubiese sido posible la transferencia del Patrimonio Autónomo a otra Sociedad de Titularización.
2. Cuando por intervención a la Sociedad de Titularización, la SPVS disponga la cancelación de la autorización y registro de la misma y si no hubiese sido posible la transferencia del Patrimonio Autónomo a otra Sociedad de Titularización.
3. Cuando la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización lo acuerde conforme a las mayorías especiales establecidas en la Declaración Unilateral.
4. Otras causales dispuestas por la SPVS y la normativa vigente.

Asimismo, la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización podrá acordar la liquidación del Patrimonio Autónomo según las siguientes causales:

5. Cuando se requiera realizar los Gastos Extraordinarios que superen el monto establecido en la Declaración Unilateral, y no haya acuerdo de la Asamblea General para la realización de los mismos.
6. Cuando se presente una situación o cambio imprevisible que altere los ingresos proyectados, con el consecuente riesgo de imposibilidad de servir adecuadamente los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015 de acuerdo con el calendario de pagos.
7. Cuando se produzcan modificaciones al marco regulatorio tributario que perjudiquen al Patrimonio Autónomo.
8. Cuando se agoten los mecanismos de cobertura, seguridad adicional y los fondos del Patrimonio Autónomo sean insuficientes para cubrir el pago de intereses y capital de los Valores de Titularización.

La Declaración Unilateral también contempla causales de liquidación del Patrimonio Autónomo que no requieran autorización previa de la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización:

9. Resolución de la Declaración Unilateral antes de la Emisión de los Valores de Titularización.
10. Cuando se hubiera redimido el total de los Valores de Titularización colocados y se hayan pagado por completo todas las obligaciones del Patrimonio Autónomo.

11. Si no se cumple el Contrato de Derecho de Compra.
12. Si NAFIBO ST, en representación y a favor del Patrimonio Autónomo, no logra adquirir los Pagarés en los términos establecidos en el Contrato de Derecho y/o en la Declaración Unilateral.
13. Cuando el monto colocado sea distinto a los Objetivos de Colocación.

En caso de ocurrir cualquiera de las causales señaladas en los numerales 11, 12 y 13, se procederá, hasta dos días hábiles siguientes a la Fecha de Emisión, a reembolsar a los inversionistas con los recursos y los Bonos del Tesoro General de la Nación, según corresponda, con los cuales ellos hayan adquirido los Valores de Titularización. En estos casos, los Valores de Titularización no devengarán intereses desde la Fecha de Emisión hasta la liquidación del Patrimonio Autónomo.

Valores de Titularización SINCHI WAYRA – NAFIBO 015

Los Valores de Titularización Sinchi Wayra - NAFIBO 015 son títulos de contenido crediticio expresados en dólares americanos y están representados por anotaciones en cuenta. Los valores fueron colocados en el mercado primario Bursátil, y emitidos con cargo al Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015 dentro del proceso de titularización por un monto de US\$156.380.000.00 a un plazo de 4,028 días calendario a partir de la Fecha de Emisión. Cada valor de titularización tiene un valor nominal de US\$ 558,500.00. El precio de intercambio al cual los Bonos del Tesoro General de la Nación serán intercambiados por los Valores de Titularización, es equivalente al valor nominal de los Valores de Titularización, de acuerdo a la siguiente relación de intercambio:

$$1 \text{ VTD} = 1 \text{ BT}$$

Donde:

VTD= Valor de Titularización.

BT= Cualquier Bono del Tesoro General de la Nación de los señalados en los cuadros siguientes.

Para alcanzar cualquiera de los Objetivos de Colocación (Colocación Exitosa), se emitirán 280 Valores de Titularización, los mismos que deberían ser pagados de la siguiente forma para cumplir con la Colocación Exitosa:

1. Primer Objetivo de Colocación: US\$ 62.552.000.00 equivalentes a 112 Valores de Titularización, los cuales deben ser pagados en el siguiente orden:
 - a) Los primeros setenta y seis (76) Valores de Titularización son pagados mediante el intercambio de únicamente Bonos del Tesoro General de la Nación con las características establecidas a continuación:

Cuadro 3		
Características de Intercambio		
Cantidad de Bonos del Tesoro general de la Nación	Serie	Sin los Cupones N°
8	TGN-V1A-01	-
6	TGN-V1B-01	-
8	TGN-V1C-01	-
4	TGN-V1D-01	-
6	TGN-V1E-01	-
4	TGN-V1F-01	-
6	TGN-V1G-01	-
4	TGN-V1H-01	-
2	TGN-V1I-01	10 y 11
6	TGN-V1K-01	15
4	TGN-V1L-01	15
2	TGN-V1A-02	15
2	TGN-V1B-02	15
2	TGN-V1C-02	15
2	TGN-V1E-02	15
2	TGN-V1F-02	15
2	TGN-V1H-02	15
2	TGN-V1J-02	-
4	TGN-V1K-02	-

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

b) Los siguientes 36 Valores de Titularización son liquidados mediante pago en efectivo.

Cabe mencionar que el presente objetivo de colocación fue el que efectivamente se logró realizar entre los inversionistas.

2. Segundo Objetivo de Colocación: Una vez alcanzado el Primer Objetivo de Colocación, el Segundo Objetivo de Colocación es de US\$ 93.828.000.00 equivalentes a 56 Valores de Titularización adicionales, los cuales deben ser pagados en el siguiente orden:

a) Los primeros 38 Valores de Titularización serían pagados mediante el intercambio de únicamente Bonos del Tesoro General de la Nación con las características establecidas a continuación:

Cuadro 4		
Características de Intercambio		
Cantidad de Bonos del Tesoro general de la Nación	Serie	Sin los Cupones N°
4	TGN-V1A-01	-
3	TGN-V1B-01	-
4	TGN-V1C-01	-
2	TGN-V1D-01	-
3	TGN-V1E-01	-
2	TGN-V1F-01	-
3	TGN-V1G-01	-
2	TGN-V1H-01	-
1	TGN-V1I-01	10 y 11
3	TGN-V1K-01	15
2	TGN-V1L-01	15
1	TGN-V1A-02	15
1	TGN-V1B-02	15
1	TGN-V1C-02	15
1	TGN-V1E-02	15
1	TGN-V1F-02	15
1	TGN-V1H-02	15
1	TGN-V1J-02	-
2	TGN-V1K-02	-

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

- b) Los siguientes 18 Valores de Titularización serían liquidados mediante pago en efectivo.
3. Tercer Objetivo de Colocación: Una vez alcanzado el Segundo Objetivo de Colocación, el Tercer Objetivo de Colocación es de US\$ 125.104.000.00 equivalentes a 56 Valores de Titularización adicionales, los cuales deben ser pagados en el siguiente orden:
- a) Los primeros 38 Valores de Titularización serían pagados mediante el intercambio de únicamente Bonos del Tesoro General de la Nación con las características establecidas a continuación:

Cuadro 5		
Características de Intercambio		
Cantidad de Bonos del Tesoro general de la Nación	Serie	Sin los Cupones N°
4	TGN-V1A-01	-
3	TGN-V1B-01	-
4	TGN-V1C-01	-
2	TGN-V1D-01	-
3	TGN-V1E-01	-
2	TGN-V1F-01	-
3	TGN-V1G-01	-
2	TGN-V1H-01	-
1	TGN-V1I-01	10 y 11
3	TGN-V1K-01	15
2	TGN-V1L-01	15
1	TGN-V1A-02	15
1	TGN-V1B-02	15
1	TGN-V1C-02	15
1	TGN-V1E-02	15
1	TGN-V1F-02	15
1	TGN-V1H-02	15
1	TGN-V1J-02	-
2	TGN-V1K-02	-

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

- b) Los siguientes 18 Valores de Titularización serían liquidados mediante pago en efectivo.
4. Cuarto Objetivo de Colocación: Una vez alcanzado el Tercer Objetivo de Colocación, el Cuarto Objetivo de Colocación es de US\$156.380.000.- (Ciento cincuenta y seis millones trescientos ochenta mil 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) equivalentes a cincuenta y seis (56) Valores de Titularización adicionales, los cuales deben ser pagados en el siguiente orden:
- a) Los primeros treinta y ocho (38) Valores de Titularización serán pagados mediante el intercambio de únicamente Bonos del Tesoro General de la Nación con las características establecidas a continuación:

Cuadro 6		
Características de Intercambio		
Cantidad de Bonos del Tesoro general de la Nación	Serie	Sin los Cupones N°
4	TGN-V1A-01	-
3	TGN-V1B-01	-
4	TGN-V1C-01	-
2	TGN-V1D-01	-
3	TGN-V1E-01	-
2	TGN-V1F-01	-
3	TGN-V1G-01	-
2	TGN-V1H-01	-
1	TGN-V1I-01	10 y 11
3	TGN-V1K-01	15
2	TGN-V1L-01	15
1	TGN-V1A-02	15
1	TGN-V1B-02	15
1	TGN-V1C-02	15
1	TGN-V1E-02	15
1	TGN-V1F-02	15
1	TGN-V1H-02	15
1	TGN-V1J-02	-
2	TGN-V1K-02	-

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

- c) Los siguientes dieciocho (18) Valores de Titularización serán liquidados mediante pago en efectivo.

Con los recursos recaudados en efectivo se pagó a NAFIBO ST (ahora BDP ST) por el contrato de derecho de compra, se realizó el depósito de los recursos para la cuenta de provisión de pagos y se pagó a Sinchi Wayra por la emisión de Pagarés, mientras que los Bonos del Tesoro General de la Nación representan un mecanismo de seguridad adicional para el Patrimonio Autónomo.

El interés que pagan los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 es fijo, y se pagará con una periodicidad anual.

El cálculo de los intereses se efectúa sobre la base del año comercial de 360 días y la fórmula para dicho cálculo es la siguiente:

$$VC_i = VN * (T_i * \frac{PI}{360})$$

Donde:

VC_i = Intereses devengados del periodo i

VN = Valor nominal del capital remanente

PI = Plazo del Cupón

T_i = Tasa de interés nominal anual específica para cada periodo, según lo establecido en la Declaración Unilateral.

Las tasas de interés correspondientes a los cupones se señalan en el resumen de la estructura del presente informe.

La amortización del capital se realiza mensualmente cada 05 de mes excepto los meses de agosto 2011, agosto 2012, febrero 2017, mayo 2017, julio 2017 y de octubre 2017 a septiembre 2019.

Análisis Financiero del Patrimonio Autónomo

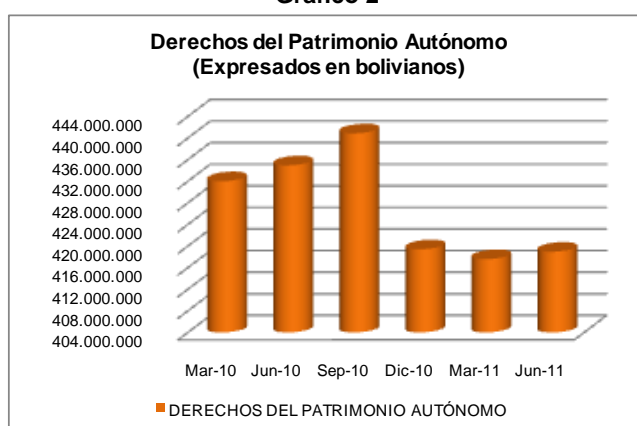
Para la elaboración del análisis se utilizaron los Estados Financieros del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015 al 30 de junio de 2011

Balance General

A junio de 2011, los derechos del Patrimonio Autónomo registraron Bs 418,95 millones, superiores en 0,33% respecto a marzo de 2011 (Bs 417,58 millones). Ver gráfico 2.

Asimismo el activo corriente está compuesto en su totalidad por las disponibilidades, registrando un monto a junio de 2011 de Bs 1,66 millones, inferior al registrado en marzo de 2011 (Bs 2,43 millones) en un 31,66%. Las disponibilidades están compuestas en un 96,54% por cuentas corrientes en Bancos y Entidades Financieras del país y en un 3,46% por cuentas cajas de ahorro en Bancos y Entidades Financieras del país. El activo no corriente está compuesto en un 67,85% por inversiones permanentes y un 32,15% por activos titularizados a largo plazo. De la misma manera, el activo no corriente registra a junio 2011 Bs 417,30 millones, cifra superior en 0,52% respecto a marzo de 2011 (Bs 415,14 millones).

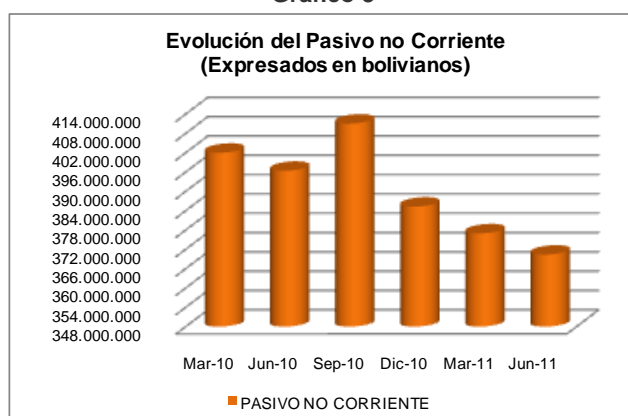
Gráfico 2



Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

En cuanto a los pasivos, el pasivo corriente a junio de 2011 registró Bs 3.096, monto inferior al registrado a marzo de 2011, donde se registró un monto de Bs 3.105. Asimismo el pasivo no corriente registró Bs 370,36 millones, inferior en 1,75% respecto a marzo de 2011 (Bs 376,96 millones). El pasivo no corriente se encuentra compuesto en su totalidad por las obligaciones por emisiones de titularización. Ver gráfico 3.

Gráfico 3



Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

A junio de 2011, el patrimonio registró Bs 45,58 millones, cifra superior en 12,24% respecto a marzo de 2011 (Bs 40,61 millones).

Estado de Resultados

A junio de 2011, el margen operativo del Patrimonio Autónomo registró Bs -1,23 millones, compuestos únicamente por cargos operativos, los cuales a su vez disminuyeron en un 0,43% respecto a junio de 2010 (Bs 1,24 millones).

Por otra parte, los ingresos financieros registraron a junio de 2011 Bs 16,48 millones, habiendo disminuido un 5,06% respecto a junio de 2011 (Bs 17,36 millones). Por tanto, el Margen operativo y financiero registró a junio de 2011 Bs 15,25 millones, habiendo disminuido en un 5,42% respecto al registrado en junio de 2010 (Bs 16,12 millones).

Finalmente la utilidad neta a junio de 2011 registró Bs 14,45 millones, cifra inferior en un 7,72% respecto a junio de 2010 (Bs 15,66 millones).

Administrador del Patrimonio Autónomo - NAFIBO ST (Ahora BDP ST)⁴

En noviembre de 2004, se realizó la transferencia voluntaria de los Patrimonios Autónomos SOBOCE-NAFIBO 002 y COBOCE – NAFIBO 003, ambos constituidos y administrados originalmente por el Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (BDP SAM), antes NAFIBO SAM, a favor de NAFIBO ST, filial de la primera, en virtud a las determinaciones adoptadas en la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización de Contenido Crediticio (ambas celebradas el 15 de septiembre de 2004).

A fin de adecuarse a la Ley N°2297, que define como único objeto de los bancos de segundo piso la intermediación de recursos a favor de Entidades de Intermediación Financiera y de Asociaciones o fundaciones de carácter financiero, el 31 de agosto de 2004 BDP SAM constituyó una filial bajo la denominación de Nafibo Sociedad de Titularización S.A., con un aporte inicial de US\$ 2 Millones, pudiendo aportar hasta US\$ 4 millones de capital autorizado, de acuerdo a los requerimientos de capital de esta nueva sociedad. En Junta General Extraordinaria de Accionistas de 18 de mayo de 2004, en la que se determinó el Capital Autorizado para la sociedad, se aprobó también que la participación accionaria de NAFIBO S.A.M. será no menor al 98%.

El objeto principal de BDP ST (antes NAFIBO ST) es estructurar proyectos de titularización, administrar activos y/o flujos futuros de procesos de titularización, comprar activos, bienes o flujos futuros para titularizar por acto unilateral o por cesión irrevocable, conservar, custodiar, administrar y representar legalmente a los Patrimonios Autónomos constituidos por personas naturales o jurídicas o por la propia sociedad, dentro de procesos de titularización, ejerciendo derecho de dominio sobre los bienes, activos o flujos futuros que los conforman y que hubieran sido objeto de cesión.

Los accionistas de BDP ST (antes NAFIBO ST) a la fecha del presente informe son:

Cuadro 7	
Participación Accionaria	
Accionista	% de participación
Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. , BDP SAM (Antes Nacional Financiera Boliviana Sociedad Anónima Mixta, NAFIBO SAM)	99.99907%
Varios (3 accionistas)	Cada uno cuenta con 0.00031%

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (BDP SAM), es una entidad financiera de Segundo Piso constituida en el marco del artículo 31°, inciso 1 de la Ley del Banco Central de Bolivia N° 1670 de fecha 31 de octubre de 1995. BDP SAM inició operaciones el 23 de septiembre de 1996, previa autorización de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, mediante las Resoluciones SB N° 081/96 y SB N° 032/96, ambas del 19 de septiembre de 1996. Es importante mencionar que el 20 de junio de 2007, mediante la Resolución SPVS-IV-N°449, se registró el cambio de denominación en el Registro del Mercado de Valores de la sociedad Nacional Financiera Boliviana S.A.M. por Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (BDP SAM) Banco de Segundo Piso. El objeto de la Sociedad inicialmente fue la intermediación financiera hacia entidades financieras privadas, legalmente establecidas en el país fiscalizadas por las instituciones correspondientes; administrar fideicomisos; comprar cartera de primera clase de bancos de primer piso y otorgarla en administración; llevar a cabo mandatos de intermediación financiera y administrar fondos de terceros y comisiones de confianza con cualquier persona

⁴ En Fecha 3 de septiembre de 2010, la Sociedad comunicó que se realizó el cambio de denominación social de NAFIBO ST a BDP Sociedad de Titularización S.A.

natural o jurídica y realizar operaciones de titularización para lo cual podrá comprar cartera de primera clase a intermediarios financieros de primer piso o cualquier persona jurídica.

Los accionistas de BDP SAM son:

Cuadro 8	
Participación Accionaria	
Accionista	% de participación
Estado Plurinacional de Bolivia	80.00%
Corporación Andina de Fomento (CAF)	20.00%

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

La calificación de riesgo local de BDP SAM vigente se detalla a continuación:

Cuadro 9		
Calificación de Riesgo		
Calificación	FITCH	Equivalencia ASFI
Emisor	AAA	AAA
Corto Plazo en Moneda Extranjera	F1+	N-1
Largo Plazo en Moneda Extranjera	AAA	AAA
Corto Plazo en Moneda Nacional	F1+	N-1
Largo Plazo en Moneda Nacional	AAA	AAA

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Experiencia en titularización de BDP SAM (antes NAFIBO SAM) y NAFIBO ST (Ahora BDP ST)

En junio de 1998 la República de Bolivia y el Banco Interamericano de Desarrollo realizaron un contrato de préstamo que tuvo por objeto apoyar la implementación de la Política Nacional de Vivienda del Gobierno de Bolivia, y en el que BDP SAM (en ese entonces NAFIBO SAM) fue designado para la ejecución del Subprograma "B": Desarrollo del Mercado Secundario de Crédito Hipotecario en Bolivia. Para tal efecto la República Boliviana suscribió un convenio subsidiario con BDP SAM por el que la República otorgó a ésta las facultades e independencia necesarias para el manejo de los fondos transferidos de acuerdo con los términos y condiciones del Contrato de Préstamo/Subprograma "B". En julio de 2003, el Viceministro de Inversión Pública y Financiamiento Externo comunicó a BDP SAM la decisión del gobierno de utilizar dichos recursos en un Programa distinto al originalmente designado.

BDP SAM actuando como Sociedad de Titularización desarrolló la primera emisión de titularización en el mercado boliviano de Letras de Cambio aceptadas por la H. Alcaldía Municipal de Cochabamba, por un monto de US\$ 4 millones, tal como puede apreciarse en la Resolución Administrativa SPVS – IV – N° 437, Artículo Segundo, inciso n) del 21 de septiembre de 2001 Patrimonio Autónomo COBOCE – NAFIBO 001. Esta primera titularización en Bolivia describe la exitosa experiencia de BDP SAM como estructurador y administrador de patrimonios autónomos. Se debe señalar que en abril de 2005 se procedió con la liquidación del Patrimonio Autónomo COBOCE – NAFIBO 001.

Posteriormente, en diciembre de 2002, se constituyó el patrimonio autónomo COBOCE-NAFIBO 003 mediante cesión de 72 Letras de Cambio giradas a favor de COBOCE (originador) y aceptadas por el gobierno Municipal de Cochabamba.

Tras la constitución de Nafibo Sociedad de Titularización S.A., la administración de los tres (3) patrimonios autónomos (dos de COBOCE y uno de SOBOCE) que estaba a cargo de BDP SAM fue transferida a la sociedad de titularización. Asimismo, el Manual de Organización, Funciones y Procedimientos de la Gerencia de Titularización de NAFIBO fueron adecuados a los requerimientos de la nueva sociedad. A finales del 2004, todo el personal de la Gerencia de Titularización de BDP SAM pasó a Nafibo Sociedad de Titularización, por lo que BDP SAM ya no ejerce las funciones de titularizadora.

Patrimonios de Nafibo Sociedad de Titularización S.A. (Ahora BDP ST):

En fecha 20 de Octubre de 2004, NAFIBO ST constituyó el Patrimonio Autónomo CONCORDIA-NAFIBO 004 por 74 Letras de Cambio giradas a favor de CONCORDIA y aceptadas por la Municipalidad de Cochabamba, inscritas en el Fondo de Garantía, visadas por el Viceministerio de Tesoro y Crédito Público e incorporadas en el Plan de Readequación Financiera de la Municipalidad de Cochabamba, emitiéndose valores de titularización por US\$ 1.7 millones.

En reunión de directorio del 30 de mayo de 2005 se autorizó la suscripción del contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración con la empresa IC Norte S.A., constituir el Patrimonio Autónomo IC Norte - NAFIBO 005 y realizar la emisión de valores correspondiente.

En sesión de Directorio N° 011/2006 de fecha 29 de septiembre de 2006, se aprobó la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración, constitución del correspondiente Patrimonio Autónomo y emisión de valores de titularización para el proyecto Droguería Inti. En noviembre de 2006 se emitió y colocó los valores de titularización del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006.

Con fecha 20 de diciembre de 2006, se procedió a la suscripción de la Declaración Unilateral Marco de Cesión Irrevocable de Lotes de Terreno para dar inicio a la constitución del Patrimonio Autónomo TERRASUR - NAFIBO 007 dentro de un proceso de titularización, que formará parte de un Programa de Emisiones de Valores de Titularización de hasta US\$ 2.000.000. Para ello en Directorio del 29 de septiembre del mismo año, se aprobó y autorizó la creación de un plan de adquisición de cartera de la empresa TERRASUR Ltda., y la conformación del Patrimonio Autónomo TERRASUR - NAFIBO 007.

El 12 de febrero de 2007, se comunicó que en reunión de Directorio Nro. 03/2007, se aprobó por unanimidad la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración, constitución del correspondiente Patrimonio Autónomo y emisión de Valores de Titularización para el proyecto Gas & Electricidad S.A. El 13 de agosto de 2007, dichos Valores de Titularización fueron autorizados e inscritos en el RMV de la SPVS. En el mes de septiembre de 2007 se realizó la colocación de los Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo Gas Electricidad – NAFIBO 008.

Con fecha 17 de septiembre de 2007 se comunicó que en reunión de Directorio Nro. 014/2007 de fecha 14 de septiembre de 2007 se aprobó y autorizó lo siguiente: (i) Suscripción de un contrato de derecho y sus anexos para la compra de una nota estructurada que será emitida por Société Générale Acceptance N.V. y garantizada por Société Générale, (ii) Suscripción del contrato de cesión por acto unilateral y sus anexos del derecho de compra de nota estructurada antes mencionada a un Patrimonio Autónomo, (iii) Conformación del Patrimonio Autónomo correspondiente, y (iv) Emisión de valores de titularización del Patrimonio Autónomo LIBERTY-NAFIBO 009.

El 05 de noviembre de 2007 se comunicó que en sesión de Directorio Nro. 016/2007 de fecha 31 de octubre de 2007 se aprobó y autorizó: (i) Suscripción de un Contrato de Derecho de Compra de Pagarés. (ii) Suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés. (iii) Suscripción de Contratos complementarios y Anexos para la conformación del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - Nafibo 010.

Con fecha 20 de noviembre de 2007, se comunicó que en sesión de Directorio Nro. 017/2007 de fecha 19 de noviembre de 2007 se aprobó y autorizó lo siguiente: (i) Suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración con Empresa Alemana Unificada S.A. - Hotel Europa, así como los contratos complementarios, adendas y anexos para la conformación del Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011. (ii) Adquisición de activos - Letras de cambio- emitidas por entidades públicas nacionales registradas dentro de los programas de fondo de garantía y/o cuenta de previsión, conforme a la normativa vigente y dentro de un Proceso de Titularización por Acto Unilateral. (iii) Cesión por acto unilateral de las Letras de Cambio antes mencionados a un Patrimonio Autónomo. (iv). Conformación del Patrimonio Autónomo Letras de Cambio Sector Público - NAFIBO ST 012, dentro de un Programa de Emisión. (v) Suscripción de anexos, adendas, contratos modificatorios y otros necesarios para la realización de este proceso de titularización.

Con fecha 28 de julio de 2008 se procedió a la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. mediante el cual se ha constituido el Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA - NAFIBO 015.

Con fecha 31 de octubre de 2008 se informó que el Directorio autorizó el proceso de titularización HIDROBOL - NAFIBO 016 conforme al siguiente detalle: (i) Suscribir el Contrato de Derecho de Compra de Activos, (ii) Suscribir la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Activos, (iii) Conformar el Patrimonio Autónomo Hidroeléctrica Boliviana - NAFIBO 016, (iv) Proceder a la Emisión de Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo HICROBOL - NAFIBO 016 con garantía de capital, (v) Suscribir los contratos, anexos y posteriores modificaciones relacionadas con el presente proceso de titularización que sean necesarias para su éxito y buen desempeño.

La constitución del Patrimonio Autónomo MICROCREDITO IFD - NAFIBO 017, se realizó mediante la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés con fecha 31 de diciembre de 2009, y sus posteriores modificaciones. Mediante Resolución ASFI N° 529/2010 de 25 de junio de 2010, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), autorizó la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de ASFI, el PATRIMONIO AUTÓNOMO MICROCREDITO IFD – NAFIBO 017, bajo el Número de Registro ASFI/DSV-PA-MCN-002/2010 y autorizó la emisión, oferta pública e inscripción en el Registro del Mercado de Valores, de los Valores de Titularización CRECER – NAFIBO 017.

Hechos Recientes de Nafibo Sociedad de Titularización S.A. (Ahora BDP ST)

- Producto de la Reestructuración Organizacional de la Sociedad, aprobada el 27 de septiembre de 2011 por el Directorio, la Gerencia General en fecha 28 de septiembre de 2011, procedió a establecer las siguientes determinaciones:
 - A partir del 28 de septiembre de 2011, se prescindió de los servicios del Sr. Fernando Palacios Álvarez Plata, como Subgerente de Asesoría Legal.
 - A partir del 3 de octubre de 2011, el Sr. Andrés Salinas San Martín pasa a formar parte de la Subgerencia de Estructuración con el cargo de Desarrollador de Negocios e Inversiones.
- En Reunión de Directorio de 27 de septiembre de 2011, se determinó:
 1. Definición de la Reestructuración Organizacional del BDP ST S.A.
 2. La contratación de la Sra. Paola Gisbert Anze como Jefe de Inversiones a partir del 3 de octubre de 2011.
 3. Revocatoria de los Poderes N° 374/2011 de 28 de marzo de 2011 y N° 1358/2010 de 9 de noviembre de 2010, otorgados a Verónica Zamora y Rodrigo Iturri, respectivamente, como Jefes de Estructuración.
- Comunicó que la señora Katherin Castro, deja de prestar servicios a la Sociedad en el cargo de Auditor Interno, a partir del 26 de septiembre de 2011.
- En sesión de Directorio de 22 de septiembre de 2011, se aprobó la contratación del señor Sergio Loma, como Consultor por Producto para el Desarrollo de Procesos de Estructuración encarados por la Sociedad.
- Comunicó que la señora Claudia Bejarano desempeñará el cargo de Jefe de Promoción y Publicidad de la Sociedad.
- En fecha 30 de agosto de 2011 ha comunicado que la Señora Verónica Mercedes Zamora Vega, presentó renuncia irrevocable al Cargo de Jefe de Estructuración de la Sociedad, efectiva a partir del 16 de septiembre de 2011.
- En fecha 30 de agosto de 2011 ha comunicado que en Sesión de Directorio de 29 de Agosto, fue promovido el Señor Rudy Nelzon Valdez Choque al Cargo de Jefe de Administración y Desarrollo de Sistemas de la Sociedad a partir del 1 de septiembre de 2011.
- En fecha 30 de agosto de 2011 ha comunicado que en sesión de Directorio de 29 de agosto, fue designado el Señor Jorge Ramiro Mendieta Franco como Gerente General de la Sociedad, a partir del 1 de septiembre de 2011.
- En fecha 24 de agosto ha comunicado que el señor Rodrigo Andrés Iturri Sandoval, presentó su renuncia irrevocable al Cargo de Jefe de Estructuración de la Sociedad del 22 de septiembre de 2011.
- En fecha 01 de agosto de 2011, el Señor Rodrigo Argote Perez, presentó carta de Renuncia Irrevocable al cargo de Gerente General a.i. de la Sociedad efectiva a partir del 1 de septiembre de 2011.
- En fecha 1 de agosto de 2011 ha comunicado que de conformidad al Acta de la Sesión N° 020/2011 de Directorio se determinó:
 - Revocar el poder conferido al Señor Oscar Quispe Mamani quien ejercía el cargo de Jefe de Administración y Contabilidad y conferir poder al Señor Javier Orlando Borda Román, en su condición de Jefe de Administración y Contabilidad.
 - Conferir poder al Señor Oscar Orlando Quispe Mamani, en su calidad de Jefe de Administración de Patrimonios Autónomos.
 - Conferir poder al Señor Andrés Eduardo Salinas San Martín, en su calidad de Jefe de Inversiones.
- En fecha 21 de julio de 2011 ha comunicado la incorporación del Señor Andrés Salinas San Martín como Jefe de Inversiones.
- En fecha 20 de julio de 2011 ha comunicado que de acuerdo al informe de calificación emitido por PCR, la Sociedad cuenta con una calificación de "AA2".
- En fecha 05 de julio de 2011 ha comunicado la promoción del Señor Orlando Quispe Mamani para el cargo de Jefe de Administración de Patrimonios Autónomos, además de incorporar al Señor Javier Borda Román como Jefe de Administración y Contabilidad.
- En Sesión de Directorio del 17 de junio de 2011, se comunicó la desvinculación laboral del Gerente General de la Sociedad Jaime Dunn de Ávila, la cual tuvo efecto el 20 de junio de 2011. Paralelamente se designó al

señor Rodrigo Víctor Argote Pérez al cargo de Gerente General de la Sociedad, resolviéndose la revocatoria y otorgación de poderes respectivos.

- En fecha 14 de junio de 2011 el Directorio de la Sociedad procedió a la constitución de los siguientes Comités de Directorio, conforme el siguiente detalle:
 - Comité de Auditoría: Pamela Salazar y Wilson Jiménez P.
 - Comité de Administración: Lidia Villca B y Rosa Laguna Vda. de Ríos.
 - Comité de Negocios: Rodney Pereira y Milena Hinojosa.

Asimismo, se informó que los comités actuarán por encargo del Directorio y cuando éste se los requiera, la Síndico de la entidad y los Directores pueden voluntariamente participar de los Comités que no son miembros electos.

- En Sesión de Directorio N°14 del 19 de junio de 2011 se revocaron los poderes otorgados a la señora. Maria Esther Rojas Ecos, quien desempeñaba el cargo de Jefe de Inversiones y del señor Daniel Kyllmann Díaz Jefe de Estructuración de manera definitiva, mediante Testimonio N° 1215/2010.
- En fecha 8 de junio de 2011 se comunicó la renuncia del Señor Daniel Kyllmann al cargo de Jefe de Estructuración, misma que se hará efectiva a partir del 30 de junio de 2011.
- En fecha 7 de junio de 2011 mediante sesión de Directorio N°13/2011, en relación al cobro de letras de Cambio correspondientes al municipio del Torno del Departamento de Santa Cruz, se adoptaron las siguientes determinaciones:
 - Con relación a la solicitud de la Dra. Gumucio (Asesora Legal Externa de la Sociedad) de continuar con las acciones penales remitiendo los actuados a la División de Anticorrupción Pública, el Directorio decidió por unanimidad rechazar esta solicitud y desestimar la autorización para la declinatoria de competencia surgida en su informe de fecha 31 de marzo de 2011 y continuar con el proceso vía penal, en razón del avance de los actos procesales hasta ahora realizados y la necesidad de que se determine la responsabilidad de los actores participantes en el caso (R.D. 041/2011).
 - En cuanto al planteamiento de tres alternativas establecidas por el estudio jurídico Serrate, Ayala & Asociados (Asesor legal Externo), el Directorio determino por unanimidad ordinarizar el Proceso Ejecutivo, tal como se sugiere en el informe presentado el 7 de abril de 2011 señalado, en el punto (iii) Conclusión, desestimando de esta manera los incisos (i) y (ii) (RD 042/ 2011).

Determinaciones sobre las cuales el Gerente General, manifestó su posición de agotar todas las instancias que sean necesarias, siguiendo las recomendaciones de los asesores a cargo del caso y dejando claramente establecido su desacuerdo con las determinaciones asumidas por el Directorio.

- En fecha 6 de junio de 2011 el BDP ST firmó un convenio de institucional con el grupo CPM.
- En fecha 10 de mayo del 2011 se comunicó que la señora María Esther Rojas Ecos, presentó su renuncia al cargo de Jefe de Inversiones, misma que se hará efectiva a partir del 13 de mayo de 2011.
- En fecha 03 de mayo de 2011 ha comunicado que la reunión de Directorio de 28 de abril de 2011, determinó elegir a los siguientes personeros:
 - a) Presidente: Rosa Laguna Quiroz.
 - b) Vicepresidente: Rodney Pereyra Maldonado.
 - c) Secretario: Lidia Villca Borda.
 - d) Vocal: Milena Hinojosa García.
 - e) Vocal: Wilson Jiménez Pozo.
- En fecha 13 de abril de 2011 la Sociedad de Titularización ha comunicado que ha obtenido un financiamiento por Bs 26.000.000.- mediante la emisión de pagarés Privados no Bursátiles.
- En fecha 17 de enero de 2011, el Señor Franz Quisbert Blanco presentó renuncia al cargo de Síndico Titular de la Sociedad.
- En fecha 28 de diciembre de 2010, BDP Sociedad de Titularización S.A. ha comunicado que la calificadora de Riesgo "Pacific Credit Rating" emitió su calificación de riesgo otorgando una calificación de "AA1".
- En fecha 20 de diciembre de 2010, BDP Sociedad de Titularización S.A., cambio de domicilio a sus nuevas oficinas ubicadas en la calle 12 N° 8081 esq. Julio C Patiño, zona Calacoto La Paz Bolivia.
- En fecha 3 de septiembre de 2010, la Sociedad comunicó que mediante la Resolución ASFI/N° 614/2010 de fecha 20 de julio de 2010, se realizó el cambio de denominación social de NAFIBO Sociedad de Titularización S.A. a BDP Sociedad de Titularización S.A.

- En fecha 18 de junio de 2010, la Sociedad Comunicó que en su calidad de Administrador y Representante Legal del Patrimonio Autónomo COBOCE- NAFIBO 003, había iniciado el proceso de liquidación del mismo, al haber cancelado el 16 de junio de 2010, el último cupón de los 270 Valores de Titularización de Contenido Crediticio COBOCE NAFIBO 003, Serie CN2-TD-E1E.
- En fecha 17 de junio de 2010, comunicó que en Sesión de Directorio N°009/2010 celebrada el 16 de junio de 2010, se procedió a elegir por mayoría absoluta a los personeros de la sociedad, bajo el siguiente esquema:
 - Directora Presidente: María Reneé Canelas Figueroa.
 - Directora Vicepresidente: Rosa Laguna Vda. de Ríos.
 - Director Secretario: Joaquín Hurtado Cárdenas.
 - Directora Vocal: Lidia Villca Borda.
- En fecha 7 de junio de 2010, comunicó que en cumplimiento a lo dispuesto en la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de una Nota Estructurada emitida por SGA Société Générale Acceptance N.V. y garantizada por Société Générale para fines de Titularización, Administración y Representación, suscrito por NAFIBO Sociedad de Titularización S.A. había convocado a la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización a realizarse el 18 de junio de 2010 con el siguiente Orden del Día:
 1. Explicación por parte de Liberty Fund Group y/o Société Générale sobre el comportamiento y rendimiento generado por la Nota Estructurada.
 2. Situación y Perspectivas de Société Générale, Emisor de la Nota Estructurada.
 3. Designación de dos Tenedores de Valores para la firma del Acta.
- En fecha 31 de diciembre de 2010, Nafibo ST procedió a la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés emitidos por la Institución Financiera sin fines de lucro Crédito con Educación Rural CRECER, mediante el cual se ha constituido el Patrimonio Autónomo MICRICREDITO IFD - NAFIBO 017.

Análisis de la Estructura

La calificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en la amortización del principal, derivado de los valores emitidos con respaldo en el Patrimonio Autónomo. PCR analiza la calidad crediticia de los Valores de Titularización con respaldo en los flujos que generarán los Bonos del Tesoro General de la Nación y los Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. los cuales serán emitidos a favor del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - NAFIBO 015, así como la calidad crediticia de los Emisores de los Activos que conforman la presente estructura, es decir Sinchi Wayra S.A. y el Estado Plurinacional de Bolivia. Este análisis involucra evaluar factores cuantitativos y cualitativos relacionados con el nivel crediticio de los Emisores de los Activos y del Fiduciario, la estructura de titularización planteada, el monto y la calidad de los mecanismos de cobertura interna y seguridad adicional propuestos y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción.

PCR califica favorablemente los mecanismos legales y financieros que permiten velar por la intangibilidad de los recursos que corresponderán a los tenedores de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015.

Mecanismo de Cobertura Interna

Con el objetivo de fortalecer la estructura y conforme a lo dispuesto en el Art. 7 del Anexo 1 de la Resolución Administrativa SPVS-IV-N° 052 y el Art. 2 de la Resolución Administrativa SPVS-IV-N° 488, ambas emitidas por la SPVS, el presente proceso de titularización adopta el siguiente mecanismo de cobertura interno:

Exceso de Flujo de Caja

Este mecanismo de cobertura interno consiste en crear una reserva con el margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la Cartera y el rendimiento pagado al inversionista. Ante una insuficiencia de activos en el Patrimonio Autónomo para cubrir sus obligaciones, se utilizarán los recursos del Exceso de Flujo de Caja, rendimiento generado por tesorería y cualquier saldo en efectivo hasta agotarlos y se notificará este hecho a quien corresponda de acuerdo a la normativa vigente. En el caso de que estos recursos sean insuficientes para cubrir estas obligaciones, este hecho se constituye en causal de liquidación del Patrimonio Autónomo, en cuyo caso se convocará a una Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización en un plazo no mayor a 15 días calendario, computables a partir de que la Sociedad de Titularización tome conocimiento del hecho.

Mecanismo de Seguridad Adicional

Además del mecanismo de cobertura establecido, se ha constituido el siguiente mecanismo de seguridad adicional:

Protección al Capital

Los flujos provenientes de los Bonos del TGN, correspondientes a capital y a intereses, serán empleados por el Patrimonio Autónomo para realizar el pago de capital de los Valores de Titularización, lo cual representa que el

100% de los flujos necesarios para el pago del capital de los Valores de Titularización provendrán de los flujos de los Bonos del TGN.

Análisis de Riesgo

El riesgo de no pago asociado a los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 se vincula directamente al desempeño de pago de los activos que conforman el Patrimonio Autónomo. Asimismo, dichos activos están vinculados tanto al riesgo crediticio de los Bonos del Tesoro General de la Nación emitidos por la República de Bolivia como al riesgo crediticio de los Pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. En este sentido, las características de la estructura exponen a una potencial pérdida de una parte o todo el capital invertido en ellos, de acuerdo a la capacidad de pago de la República de Bolivia y a una posibilidad de rendimiento igual a cero dependiendo del desempeño de las operaciones de Sinchi Wayra S.A.

En caso de que Sinchi Wayra S.A. entre en un proceso de liquidación o quiebra por cualquier causa, los derechos de los Pagarés pendientes de pago, automáticamente se convertirán en deuda exigible a favor del Patrimonio Autónomo. En este sentido, BDP ST (antes NAFIBO ST) deberá solicitar el reconocimiento de la deuda para el concurso de acreedores a nombre del Patrimonio Autónomo. Una vez obtenido el reconocimiento de la deuda por la autoridad competente, se procederá a liquidar el Patrimonio Autónomo. Cabe mencionar que la liquidación o quiebra de Sinchi Wayra S.A. afectaría el pago de intereses, más no el pago del principal, el cual está respaldado en un 100% por los Bonos del Tesoro General de la Nación.

Cabe indicar que la Sociedad de Titularización no asume responsabilidad alguna por el pago de las obligaciones emergentes de la emisión de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 con cargo a sus propios recursos. Asimismo, los derechos de los Tenedores de los Valores de Titularización no serán afectados por la situación económica de BDP ST (antes NAFIBO ST).

Riesgo de Insolvencia

La amortización del 100% del principal de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 está sujeta a los flujos provenientes de los Bonos del TGN (correspondientes a capital más intereses) que conforman el Patrimonio Autónomo, por lo tanto el riesgo de insolvencia está asociado a dichos Bonos, existiendo el riesgo de que estos no generen los flujos necesarios para cubrir las obligaciones de pago de los Valores de Titularización.

La ocurrencia de una serie de eventos, podría implicar la liquidación del Patrimonio Autónomo, dado el desbalance que se presentaría si no se recibieran oportunamente los flujos suficientes para atender los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización. En caso de producirse cualquiera de los eventos que se consideren causales de liquidación del Patrimonio Autónomo, es probable que los fondos provenientes de la liquidación de los activos que lo conforman, sean insuficientes para cubrir el principal de los Valores de Titularización, además podría darse el caso que no existan interesados en adquirir dichos activos pudiendo generarse una pérdida para los tenedores de los Bonos del TGN, específicamente para el Patrimonio Autónomo.

Riesgo Soberano del Estado Plurinacional de Bolivia⁵

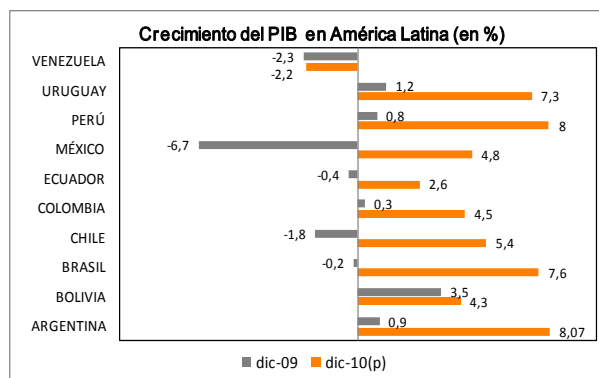
Para PCR, el rating local de largo plazo respecto a las obligaciones soberanas en moneda local es de AAA, dicha calificación está basada en el poder exclusivo del que gozan los gobiernos dentro de sus propias fronteras respecto al control de su sistema financiero y monetario. Por otra parte las obligaciones soberanas en moneda extranjera podrían verse limitadas por la capacidad del gobierno de contar con la moneda extranjera necesaria para cumplir con sus obligaciones. Los Bonos emitidos por el Tesoro General de la Nación, fueron recibidos por el Patrimonio Autónomo como parte de pago por la colocación de los Valores de Titularización. Al mantenerse estos Bonos como Activo del patrimonio Autónomo durante su vigencia, es necesario realizar un análisis al riesgo Soberano de la República de Bolivia, el cual se realiza a continuación:

Contexto Regional Sud América

En lo referente a la situación económica de la región, el crecimiento económico Bolivia en relación a sus vecinos ha sido el mayor registrado en la región durante 2009, alcanzando un crecimiento del 3,5%. Este hecho demuestra la poca vulnerabilidad de la economía Boliviana a la crisis económica internacional respecto a los demás países de la región. Adicionalmente otros países de la región que presentaron un crecimiento positivo durante el 2009 fueron: Uruguay, Perú, Colombia y Argentina. Ver gráfico 4.

⁵ Para la realización de este análisis se utilizó la información actualizada disponible a la fecha de elaboración del presente informe publicada por el Banco Central de Bolivia y el Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 4



Fuente: BBV/Elaboración: PCR⁶

A diciembre 2010 se puede observar una mejora en desempeño económico de todos los países salvo: Venezuela. Asimismo se puede observar que los países que presentaron mayor crecimiento fueron Argentina (8,07%), Perú (8,0%), Brasil (7,6%) y Uruguay (7,3%). Bolivia alcanzó 4,3% de crecimiento durante los seis primeros meses del año 2010. Por otra parte se puede observar que dentro de la región el país que presenta mayor calificación de riesgo es Chile con una valoración de A⁷ seguido por México con una valoración de BBB⁸ y Brasil y Perú con una calificación de BBB-, el resto de los países se encuentran por debajo de estas ponderación dentro de la categoría de países B⁹.

	Crecimiento					Calificación de riesgo
	2006	2007	2008	2009	2010	dic-2010
Argentina	8,5	8,7	6,8	0,9	8,07	B
Bolivia	4,8	4,6	6,1	3,5	4,3	B+
Brasil	4	5,7	5,1	-0,2	7,6	BBB-
Chile	4,3	4,7	3,2	-1,8	5,4	A
Colombia	6,8	7,5	2,4	0,3	4,5	BB+
Ecuador	3,9	2,5	6,5	-0,4	2,6	B-
México	4,8	3,4	1,3	-6,7	4,8	BBB
Perú	7,6	8,9	9,8	0,8	8	BBB-
Uruguay	7	7,6	8,9	1,2	7,3	BB
Venezuela	10,3	8,2	4,8	-2,3	-2,2	B+

Fuente: Banco Central de Bolivia; Fitch Ratings/Elaboración: PCR

Contexto Económico Boliviano

El Producto Interno Bruto Boliviano (PIB) ha presentado en esta última década una tendencia creciente pasando de Bs 22.356 millones registrado en el año 2000 a Bs 31.294 millones en el 2009. A diciembre del 2010 el PIB alcanzó los Bs 32.628 millones, presentando mayor incidencia los rubros de manufacturas con un 12,41%, servicios a las empresas con un 11,50%, transporte y comunicaciones 11,13% y agricultura silvicultura y pesca

⁶ (p) Datos preliminares a diciembre 2010

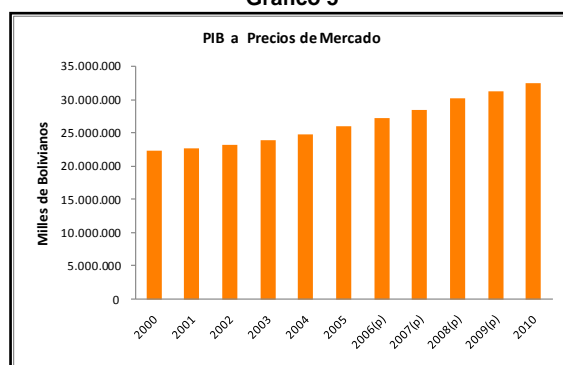
⁷ Según Fitch Ratings significa baja expectativa de default, relativa a otros problemas u obligaciones dentro del mismo país. Sin embargo los cambios de las condiciones económicas pueden afectar la capacidad de pago en el tiempo

⁸ Significa riesgo moderado de default relacionado a otras obligaciones dentro del mismo país. Sin embargo los cambios en las circunstancias o en las condiciones de la economía son capaces de afectar las capacidades de repago que en el caso de compromisos financieros detona una categoría importante.

⁹ Significa elevado riesgo de default relacionado a otros problemas u obligaciones dentro del mismo país. Los compromisos financieros están siendo cumplidos pero con un limitado margen de seguridad. Para continuar realizando los pagos el ambiente económico debe ser favorable. Para las obligaciones individuales, el rating podrá indicar obligaciones bajo estrés con potencial para recuperaciones extremas.

con 10,16% representando la participación más significativa, el resto de los rubros están por debajo del 8%. Ver gráfico 5.

Gráfico 5



Fuente: BCB/Elaboración PCR¹⁰

El buen desempeño de la economía boliviana durante 2009 se vio generado por la mayor generación de producto en sectores no extractivos como: construcción, transporte, industria manufacturera y agricultura, los cuales presentaron tasas de crecimiento a diciembre de 2009 de: +10,82%,+5,58%,+4,81% y +3,68% respectivamente. Así mismo actividades del sector servicios (sistema financiero y electricidad) contribuyeron en gran medida al mejor desempeño de la economía en 2009 al registrar tasas de crecimiento del +6,0%. En el caso del sector construcción su efecto multiplicador se sintió en la industria cementera.

En lo referente al potencial exportador de la economía Boliviana este se ha visto afectado de sobremanera, por la desaceleración económica del mundial y de la región en 2008 y 2009. Un ejemplo de esta situación es el sector hidrocarburos, el cual cerró la gestión 2009 con un crecimiento negativo del orden de -13,48%. Se debe considerar que dentro las exportaciones bolivianas la venta de Gas natural constituye el grueso de las exportaciones, de esta manera una desaceleración económica de los compradores de gas boliviano como: Brasil y Argentina afectan las exportaciones. La crisis de mercados financieros internacionales ha hecho que la especulación en mercado de commodities se convierta en una opción atractiva de inversión, incrementado de esta manera el precio de los minerales y mejorando las ventas del sector minero boliviano, el cual cerró el 2009 con una tasa de crecimiento del +9.90%.

Cuadro 11: Crecimiento del PIB por sector económico

	Miles de Bs					Crecimiento (%)	
	2006	2007	2008	2009	2010	2009	2010
PIB(precios de mercado)	27.278.913	28.524.027	30.277.826	31.294.253	32.628.884	3,4%	4,3%
Impuesto indirectos	2.644.781	2.810.137	3.004.101	2.945.504	3.196.013	-2,0%	8,5%
PIB (precios básicos)	24.634.132	25.713.890	27.273.725	28.348.748	29.432.871	3,9%	3,8%
Agricultura,silvicultura,caza y pesca	3.939.811	3.919.884	4.022.389	4.170.490	3.315.258	3,7%	-20,5%
Petróleo y gas natural	1.851.254	1.948.276	1.988.035	1.720.034	1.430.098	-13,5%	-16,9%
Minerales metálicos y no metálicos	1.112.043	1.222.984	1.911.021	2.100.161	1.521.033	9,9%	-27,6%
Industrias manufacturas	4.646.134	4.929.111	5.109.524	5.355.324	4.050.015	4,8%	-24,4%
Electricidad, gas y agua	536.455	559.588	579.601	615.008	457.329	6,1%	-25,6%
Construcción	761.536	870.798	950916,48	1.053.809	700.304	10,8%	-33,5%
Comercio	2.214.679	2.338.432	2.449.894	2.570.026	2.671.850	4,9%	4,0%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.962.604	3.066.342	3.189.552	3.367.539	3.630.703	5,6%	7,8%
Servicios financieros, seguros y servicios a las empresas	2.459.400	2.559.289	2.657.190	2.829.467	3.753.459	6,5%	32,7%
Servicios de la administración pública	2.459.400	2.559.289	2.657.190	2.829.467	2.922.475	6,5%	3,3%
Otros	1.943.675	1.997.886	2.044.457	2.107.472	2.176.339	3,1%	3,3%

Fuente: Banco Central Bolivia /Elaboración PCR

¹⁰ Datos disponibles a junio 2010 (Instituto Nacional de Estadísticas)

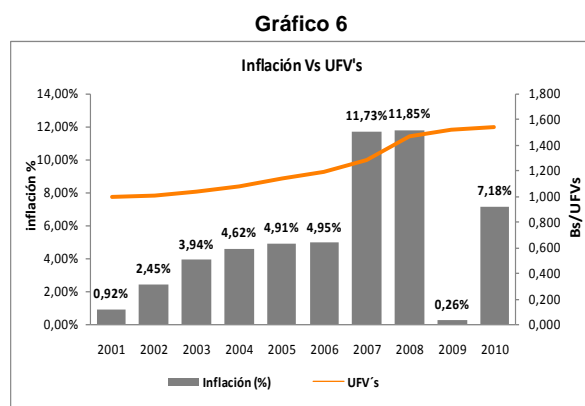
Es importante mencionar que las políticas de redistribución del ingreso y transferencias, llevadas a cabo por el gobierno, han permitido mejorar el ingreso disponible de los grupos sociales de escasos recursos y contrarrestar la caída de remesas enviadas por inmigrantes Bolivianos residentes en el extranjero.

A diciembre 2010, los sectores que repuntan el crecimiento económico Boliviano son: Construcción +10,20%, Transporte +7,59% y Petróleo y Gas Natural +6.42%. Esto como resultado que la economía de la región está empezando a dar signos de mejora.

Precios e Inflación

En la última década se ha podido observar que la inflación ha presentado una tendencia creciente. La tasa más baja registrada fue la del 2001 que alcanzó 0,92% y la tasa más alta se registró el 2008 (11,85%). El crecimiento de la inflación se debió a un mercado con altas capacidades de liquidez a fines de 2007 y principios de 2008. Otros factores que motivaron el disparo de la inflación a niveles de dos dígitos fueron: el incremento en los precios de algunos productos agrícolas y la harina de trigo, como resultado de la escasez de productos agrícolas por efecto del fenómeno del “Niño” y ajustes a la estructura de costos del sector transporte.¹¹

Durante la gestión 2009, el Instituto Nacional de Estadística (INE) redefinió el cálculo del Índice de Precios al Consumidor (IPC) con lo cual la inflación cayó de 11,1% en 2008 a 3,5% en 2009. Esto contribuyó a mejorar las expectativas inflacionarias y mantener un nivel bajo de inflación durante la gestión 2009.



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

A septiembre de 2010 se registró un inflación de 1,45%, inferior a la registrada a septiembre de 2009 en -2,98%. A finales de 2010, nuevas presiones inflacionarias se asentaron en el mercado, como resultado de un alza en los precios internacionales de materias primas y productos que Bolivia importa. Como resultado de ello el BCB durante el mes de noviembre y diciembre de 2010 apreció el tipo de cambio de Bs 7,07 por dólar a Bs 7,05. Se espera con estas apreciaciones del tipo de cambio nominal bajaran las presiones inflacionarias en bienes importados.

Tipo de cambio

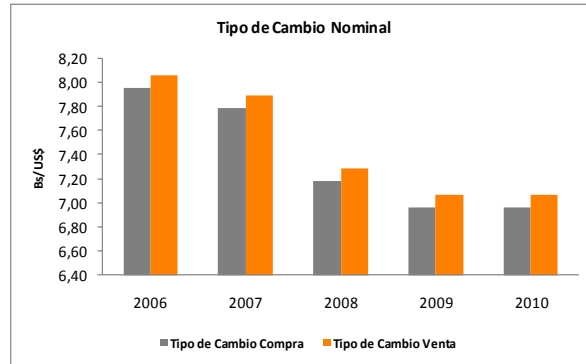
Nominal

En relación al tipo de cambio el régimen utilizado vigente es de tipo de cambio deslizante “*crawlingpeg*”, que significa que es un tipo de cambio que presenta movimientos graduales y no anunciados de la paridad cambiaria.

En el año 2006 se puede notar que la cotización del boliviano por dólar americano registra el pico más alto tras una evolución del mismo desde los años 90 y 2000, donde, dicho pico registra en promedio para la compra Bs 7,96 por dólar y para la venta registra Bs 8,06 dólar. Para el año 2007 comienza una tendencia cambiaria decreciente registrando en promedio para la compra Bs 7,80 dólar y para la venta Bs 7,90 dólar. Para el año 2008 continúa la tendencia decreciente de la cotización del boliviano por dólar, registrando en promedio para la compra de Bs 7,19 por dólar y para la venta Bs 7,29 dólar. A partir de noviembre 2008 dicha cotización registra una tendencia fija para la compra de Bs 6,97 dólar y para la venta Bs 7,07 dólar, dicha tendencia no se modifica hasta septiembre 2010 pese a la tendencia mundial de la depreciación que sufre el dólar respecto a las monedas más importantes del mundo. Este hecho no significó que se cambió por un tipo de cambio fijo sino que la tasa se mantuvo en una variación cambiaria de cero. Ver gráfico 7.

¹¹ El alza del precio del tomate en 2006 fue de 109,5% y de la papa 29,1%.

Gráfico 7



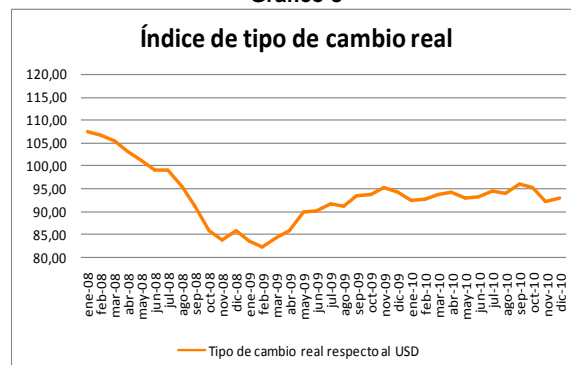
Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

Finalmente el BCB ha venido aplicando apreciaciones del tipo de cambio nominal, de manera de combatir el alza de precios. A partir de diciembre del 2010 el BCB ha empezado a aplicando políticas de apreciaciones del tipo de cambio nominal con el objetivo de combatir el alza de precios. Es por ello que se presentó una disminución en la cotización que alcanza los Bs 7,05 por dólar.

Real

La utilización del tipo de cambio real es para la comparación de los precios internos y externos en unidades monetarias similares. El encargo del cálculo de este índice es el Banco Central de Bolivia en función a la inflación y a los movimientos cambiarios de los principales socios comerciales de Bolivia. Según el *Foreign Exchange Consensus Forecasts*¹², durante y después de la crisis financiera, la mayor parte de las economías de América Latina se apartaron del tipo de cambio de paridad de compra¹³ (PPP por sus siglas en inglés). Lo cual significa que se tomo en cuenta otras consideraciones en lo que respecta la orientación de las políticas cambiarias, como el crecimiento del producto, el precio de los principales commodities, diferenciales de la tasa de interés, saldos en la balanza comercial y cuenta corriente entre otros.

Gráfico 8



Fuente: Banco Central de Bolivia/Elaboración: PCR

El índice de tipo de cambio real mostro a partir de la gestión 2006 una disminución paulatina, explicada por el incremento de la inflación interna y la caída del tipo de cambio nominal. La inflación presentó un incremento de 4,95% registrado en el 2006 a 11,83% en el 2008y el tipo de cambio nominal que se redujo de 8,06 en el 2006 a 7,07 en el 2008.

El nivel más bajo alcanzado fue en marzo del 2009 donde se alcanzó un tipo de cambio de 84,29 a partir de esta fecha el tipo de cambio real se fue incrementando alcanzando un nivel de 92,78 en diciembre 2010. Este incremento se explicó principalmente por qué la inflación interna se fue acomodando gradualmente alcanzando niveles muy por debajo de los registrados en el 2008 y 2007. Sin embargo a diciembre 2010 se presentó nuevamente un incremento significativo el cual provocó de 0,59 entre noviembre y diciembre 2010.

¹² Memoria de Banco Central 2009, pág. 152

¹³ PPP por su sigla en ingles

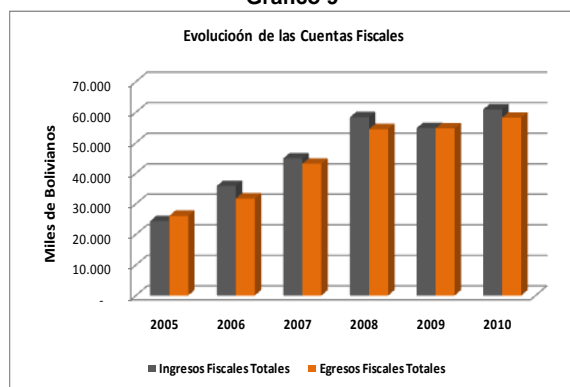
Sector Fiscal y Deuda Pública

Sector Fiscal

Desde el año 2006 el sector público no financiero a presentando superávits fiscales que representan en promedio Bs 2.595 millones, siendo en todos los años las recaudaciones corrientes el sostén fundamental de los ingresos del Gobierno. A diciembre de 2009 los ingresos corrientes ascendieron a Bs 53.374 millones y para agosto de 2010 su monto equivale a Bs 37.516 millones. En contraste los ingresos por capital alcanzaron en septiembre 2009 y agosto 2010 Bs 1.450 millones y Bs 748 millones respectivamente, representando solo de esta manera 4,0% del ingreso total.

En lo referente a la composición de los ingresos fiscales, las regalías por la venta de hidrocarburos y los tributos fiscales conforman en promedio el 82,0% de los ingresos fiscales totales. Durante el año 2009 las regalías por venta de hidrocarburos y tributos ocupaban el 43,0% y 39,0% del total de los ingresos recibidos por el Tesoro General de la Nación (TGN). Para Agosto 2010 estas proporciones alcanzan los: 43,2% y 38,9% respectivamente. Sin embargo es importante mencionar que si bien estos ítems constituyen el grueso de los ingresos fiscales totales, su valor ha decrecido en relación a sus valores históricos. A diciembre de 2009 el monto por regalías petroleras y tributos disminuyeron en: -3,8% y -7,8% respecto al año anterior, como consecuencia de la desaceleración económica de Argentina y Brasil, quienes demandaron menos Gas Natural de Bolivia.

Gráfico 9



Fuente: Banco Central de Bolivia/Elaboración: PCR

Por su parte los egresos fiscales han presentado una tendencia creciente en los últimos cinco años. Durante 2006 el TGN registro egresos fiscales totales del orden de Bs 31.728 millones mientras que a diciembre de 2010 este momento se incrementó a Bs 58.241 millones. A diciembre de 2010 sueldos, bienes y servicios en su conjunto comprendían el 56,3% del total de los egresos fiscales, mientras que el restante 43,7% se distribuía en servicios de deuda, transferencias y egresos de capital.

Gráfico 10

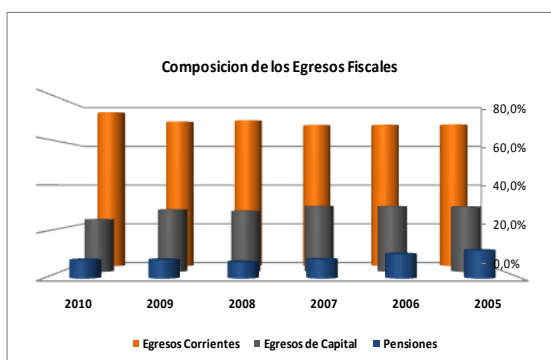
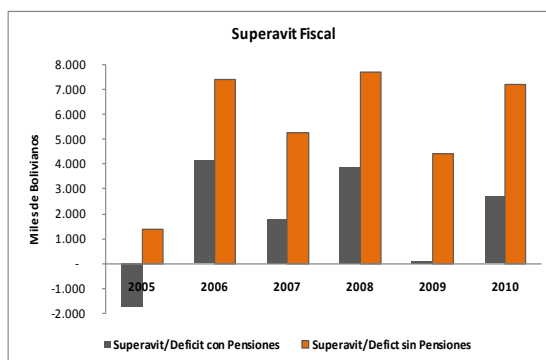


Gráfico 11



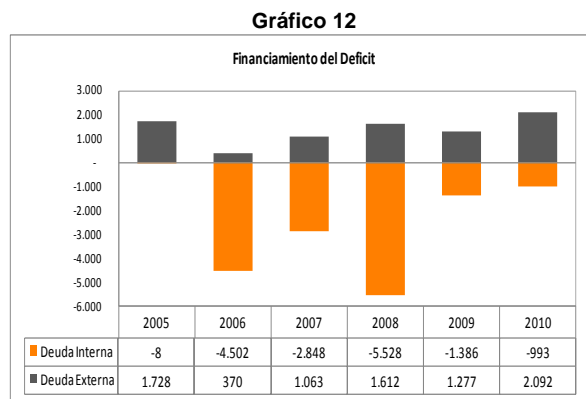
Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

La Reforma al Sistema de Pensiones es una política que aun impacta al Presupuesto General de la Nación (PGN). Los pagos efectuados por el TGN en forma de trasferencias para cubrir obligaciones relacionadas al sistema de pensiones antiguo (Reparto Solidario) han incrementado en un 38,0% entre 2006 y 2009 (ver gráfico 9). A Noviembre del 2010 el Gobierno promulgo una nueva Ley de Pensiones que disminuya el costo que ocasiona al Estado el tema pensiones y mejore el superávit fiscal. A diciembre de 2009 el superávit fiscal hubiera sido 39% veces mayor si no se consideraban los trasferencias por pensiones. Ver gráfico 11.

Deuda Pública

El saldo de la deuda externa a diciembre de 2009 se contabiliza en Bs 1.277 millones, desde el 2006 al 2008 la deuda externa a presentado una tendencia creciente generada principalmente por los mayores financiamientos provenientes de entidades multilaterales: CAF, BID y el Banco Mundial y el apoyo financiero de países como: Alemania, Unión Europea y Venezuela.

En lo referente a la deuda interna esta se ha ido amortizando de manera paulatina y en montos mayores desde diciembre de 2005. La existencia de un superávit fiscal de Bs 109 millones, sumado a un endeudamiento externo de Bs 1.277 millones determino una disminución de la deuda pública interna de Bs 1.386 millones. Las fuentes para la contracción de la deuda pública interna están determinadas por la acumulación de recursos del Sector Público no Financiero (SPNF). A diciembre 2009 el TGN realizo mayores depósitos que desembolsos en lo referente al Crédito Interno Neto otorgado por el BCB, de esta manera el saldo de esta cuenta a diciembre de 2009 es negativo (Bs -395 millones). Si bien estos pagos son menores a los registrados en 2007 (Bs -650 millones) y 2008 (Bs -5.085 millones), la situación muestra que el SPNF ha presentado una tendencia a acumular recursos.



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

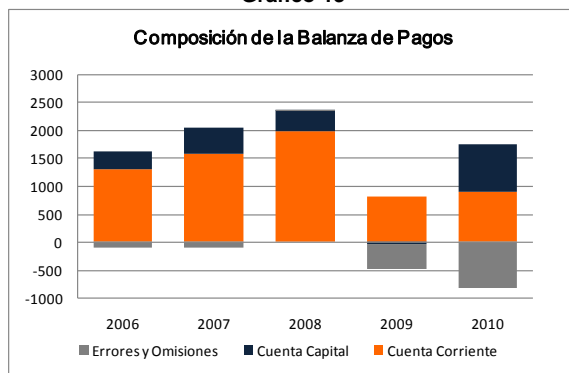
En lo referente a diciembre de 2010 la deuda externa se contabiliza en Bs 2.092 millones, mientras que la interna redujo a Bs 993 millones, con una contracción del Crédito Interno Neto de Bs -393 millones. Ver gráfico 12.

Sector Externo

Balanza de Pagos

La balanza de pago presenta superávit desde el año 2005 hasta la fecha los cuales permitieron continuar con el incremento de las reservas internacionales y mejorar la solvencia financiera. Es de importancia resaltar que el incremento de las RIN es explicado por el mayor nivel de flujos reportados en la balanza de pago debido a las variaciones en las valoraciones del Euro y, Oro y Derechos especiales de Giro (DEG). A diciembre 2009 la balanza de pago registró un saldo global de USD 325 millones resultado del superávit en la cuenta corriente que fue compensado parcialmente por el déficit en la cuenta capital y financiera. En el 2010 se registra un superávit en la balanza de pagos de USD 923,1 millones presentando superávit tanto en la cuenta corriente por USD 902,6 millones, como en la cuenta capital y financiera por USD 852,9 millones y un déficit en Errores y Omisiones por USD 832,4 millones. Ver gráfico 13.

Gráfico 13



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

Cuenta corriente

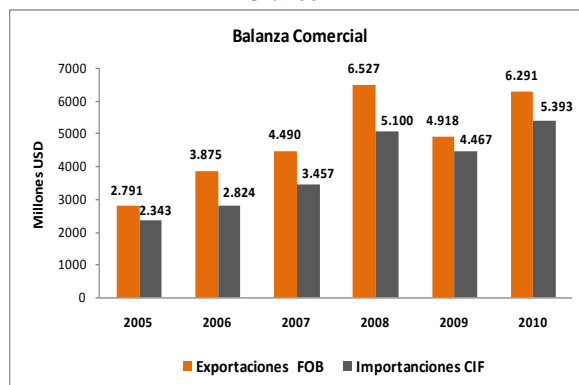
La cuenta corriente registra los pagos procedentes del comercio de bienes y servicios y las rentas en formas de beneficios, intereses y dividendos obtenidos del capital invertido en otro país. En el 2006 la cuenta corriente registró un superávit de USD 1.318 millones, para el año 2009 se registró un superávit de USD 814 millones, habiendo disminuido en USD 504 millones (-38,0%) respecto al año 2006, debido principalmente a un déficit en la Balanza Comercial, específicamente las rentas netas (USD 674 millones) y en los servicios netos (USD -209 millones). En diciembre 2010 la cuenta corriente de la balanza de pagos registra un superávit de USD 902,6 millones, explicado por el superávit de la balanza comercial en USD 906,8 millones y el superávit en Transferencias Unilaterales Corrientes que alcanzan los USD 1081,3 millones.

Balanza comercial

En los últimos 5 años se presentó superávit en la balanza comercial, explicado por el incremento en las exportaciones respecto a las importaciones. Este hecho fue debido a que al buen escenario externo presentado durante la gestión 2005-2008 donde los minerales e hidrocarburos, principales bienes de exportación, presentaron un escenario positivo en lo que respecta al precio. Si bien en 2008 la economía mundial entró en una fuerte recesión, provocando la disminución de los precios de los principales commodities del mercado, la balanza comercial permaneció con un superávit pero en menor escala. Como se puede observar en el gráfico 12 las exportaciones y las importaciones se vieron disminuidas para el 2009 en un 68,45%.

A diciembre del 2010 se puede observar un superávit que alcanza los USD 921 millones, presentando un nivel de exportaciones que alcanza los USD 5.728 millones y un nivel de importaciones muy próximo que llega a los USD 4.807 millones.

Gráfico 14



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

Exportaciones

En cuanto a las exportaciones totales se puede notar que entre el año 2006 (USD 4.246 millones) y el año 2008 (USD 7.058 millones) existió un incremento bastante favorable de USD 2.812 millones, explicado principalmente por el crecimiento de las exportaciones de minerales y petróleo, posteriormente, la economía mundial sufre una crisis bastante considerable, la cual para el año 2009 incide de manera significativa en la reducción de los precios internacionales del petróleo y los minerales, generando una disminución de USD 1.606 millones de las exportaciones entre el año 2008 y 2009 (USD 5.453 millones).

Gráfico 15

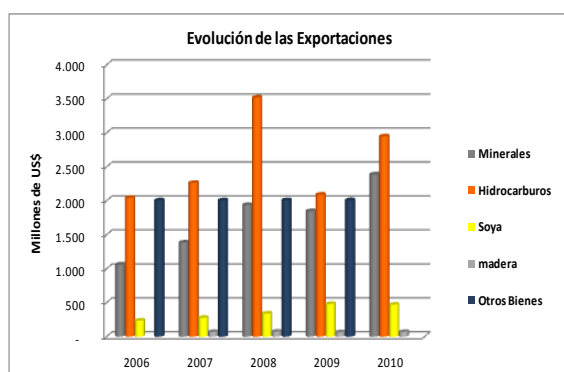
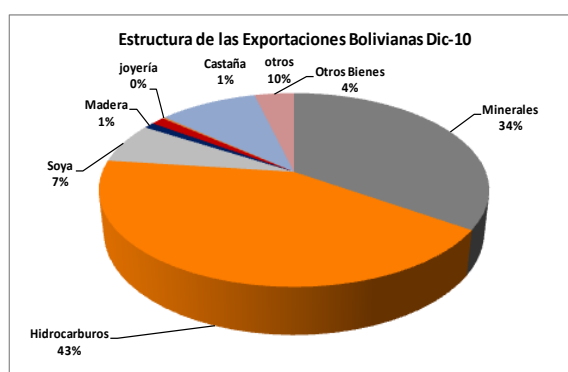


Gráfico 16



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

Para diciembre 2010, las exportaciones tienden a recuperarse, el contexto económico internacional favorable y la recuperación de los precios internacionales posibilitaron el incremento del valor de las exportaciones habiendo registrado USD 6.291 millones, las cuales se encuentran compuestas en un 42,53% por los hidrocarburos, un 34,44% por los minerales, un 12,34% por los bienes no tradicionales, un 6,78% por la soya y finalmente un 3,92% por otros bienes. Ver gráficos 15 y 16.

En relación a diciembre 2009 el valor de las exportaciones registró aumentos en todos los rubros, de los cuales los que proporcionaron mayores impulsos fueron el sector hidrocarburífero y el sector minero.

Dentro del sector minero todos los minerales presentaron un incremento en diciembre 2010 en relación a la cantidad con excepción del oro. El mayor impulso provino de las exportaciones del complejo zinc (aporte del 38,25%), plata (aporte del 32,19%) y Estaño (aporte del 14,57%). En términos de volumen se incrementaron en su generalidad con excepción del oro y la plata, implicando un incremento en el valor de las exportaciones mineras por efecto precio. En resumen, el sector presentó una importante recuperación tanto por incrementos en volumen como en valores unitarios.

Con relación a las exportaciones de hidrocarburos, el incremento en el valor exportado en el último trimestre 2010 se explica principalmente por la mayor venta de gas natural demandada que se incrementó en 41,10% con relación a las ventas del cuarto trimestre de 2009.

A diciembre del año 2009, la producción total certificada de petróleo y líquidos registró 35,88 MBbl/día^[1]. A diciembre de 2010, la producción total certificada de petróleo y líquidos registró 40,81 MBbl/día.

Importaciones

Por otra parte, con relación a las importaciones totales CIF se puede notar que entre el año 2006 (USD 2.824 millones) y el año 2008 (USD 5.098 millones) existió un incremento bastante favorable de USD 2.274 millones, explicado principalmente por el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, materias primas para industria y bienes de consumo, posteriormente, al igual que en las exportaciones, las importaciones se ven afectadas por la crisis mundial, registrando para el año 2009 un total de importaciones CIF de USD 4.467,00 millones, habiéndose generado una disminución de USD 631 millones entre el año 2008 y 2009.

^[1] Miles de barriles por día

Gráfico 17

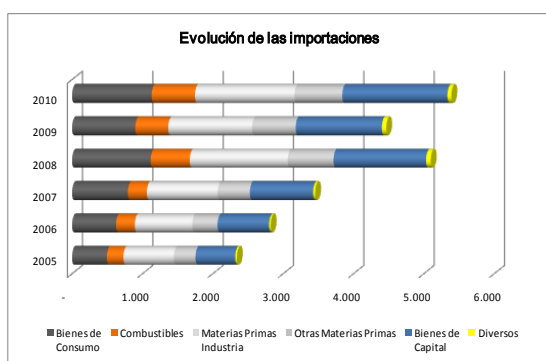
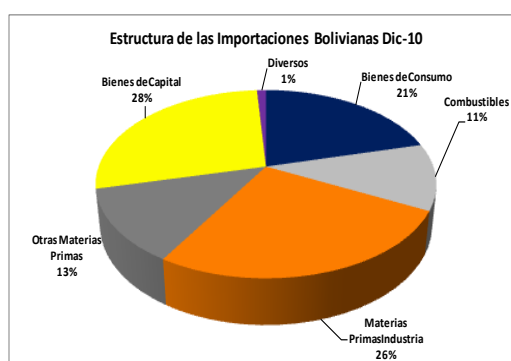


Gráfico 18



Fuente: Banco Central de Bolivia, Elaboración PCR

A diciembre 2010, el total importaciones CIF tiende a recuperarse, habiendo registrado USD 5.393 millones, superior al registrado en diciembre 2009 en USD 4.467 millones el cual equivale a un crecimiento de las importaciones del 20,74%. Estas se encuentra compuestas principalmente en un 27,73% por los bienes de capital, un 26,23% por las materias primas para industria, un 21,00% por los bienes de consumo, un 12,60% por otras materias primas, un 11,41% por combustibles y finalmente un 1,03% por diversos. Ver gráficos 17 y 18.

Cabe destacar el aumento de las importaciones se explica por el incremento de los bienes de consumo en un 26,76% además de un incremento en las importaciones de combustibles (42,56%) en especial el diesel utilizado en la industria y también a insumos para la construcción. Asimismo, las importaciones de bienes de capital aumentaron en 22,08% respecto a diciembre 2009 debido principalmente a las importaciones de bienes de capital para la agricultura y la industria.

Servicios y Renta

En diciembre 2010, las exportaciones de servicios totalizaron USD 549,6 millones con un aumento de 6,64% respecto a las de similar periodo de 2009. Se registraron incrementos principalmente en los rubros de viajes, servicios financieros y servicios de informática e información. Las importaciones de servicios que totalizaron USD 775 millones se incrementaron en 6,99% respecto a similar periodo de 2009, registrándose aumentos en todos los rubros.

Por otra parte las rentas al igual que los servicios registraron un déficit de USD 860,1 millones el cual es explicado por los intereses debidos (USD -105,4 millones), y otras rentas de inversión (USD -863,3 millones).

Transferencias Unilaterales corrientes

Las transferencias unilaterales corrientes se dividen en transferencias Oficiales y Privadas. La primera engloba las transferencias normales y las transferencias de alivio HIPC que son cuentas de apoyo internacional de organismos y gobiernos internacionales. A diciembre 2010 estas alcanzaron los USD 150,3 millones monto inferior al registrado en diciembre 2009 que se registra un total de USD 194,7 millones.

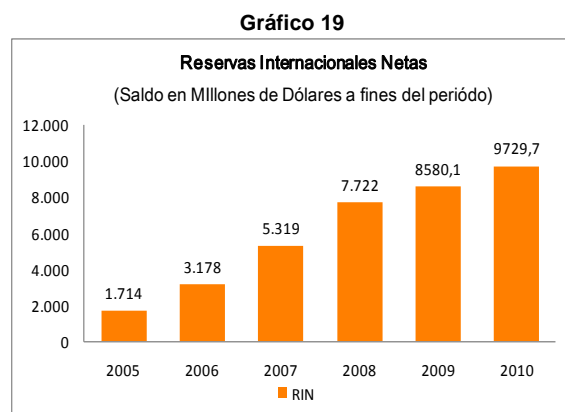
Por otra parte se puede mencionar a las transferencias privadas, que son las remesas y otras transferencias del exterior que llegan a Bolivia. En diciembre 2010 se alcanzó un monto de USD 930,9 millones, inferior al observadas en el 2009 que alcanzó los USD 1018,4 millones. Por su parte las remesas de los trabajadores contribuyeron al saldo positivo en las transferencias netas de la cuenta corriente, cifras preliminares a noviembre 2010 muestran que las remesas alcanzaron un nivel de USD 853 millones, lo que representó una disminución de 8,8% respecto al mismo período de 2009.

Las remesas provinieron principalmente de España, Argentina y Estados Unidos. Por país de origen, se destaca el incremento de las remesas de trabajadores recibidas desde Argentina y Estados Unidos. En el gráfico 18 se puede observar que en el tercer trimestre las remesas enviadas por residentes en el exterior se han incrementado.

Reservas Internacionales del Banco Central

En el 2010 se alcanzó un monto de USD 1081,3 millones, inferior al observadas el 2009 que alcanzó los USD 1213,2 millones. (Ver gráfico 19). El Estado Plurinacional de Bolivia presenta la cobertura más alta de reservas internacionales en meses de importaciones de bienes y servicios en América Latina (18,3).

El 13% de las RIN está compuesto por las tenencias de oro de la Autoridad Monetaria, cuyo saldo aumentó en USD 275,02 millones respecto a septiembre de 2009, debido al incremento del precio internacional del oro. El principal componente de las divisas son los valores que representan el 78%¹⁴ de las Reservas Brutas y que se refieren a la adquisición de instrumentos financieros emitidos por gobiernos, agencias internacionales y bancos. Otro componente son las tenencias DEG, que representan el 3% de las RIN.



Las obligaciones de corto plazo del BCB se circunscribieron a la deuda que se deriva de las operaciones de comercio bajo el convenio de crédito recíproco (CCR – ALADI), que dependiendo de la orientación de nuestro comercio exterior puede constituirse en un pasivo o activo.

Aspectos Sociales y Políticos

Cuadro 12: Indicadores Demográficos y Sociales					
Diciembre 2010					
Índices Demográficos			Índices Sociales		
	Unidad	Valor		Unidad	Valor
Población	mm	9,5	PIB Percapita	USD	4014
Tasa de Crecimiento de la Población	%	1,7	Índice GINI		58,2
Expectativa de Vida	años	66	Índice de Pobreza	%	30,3
Población Urbana	%	65,1	Ayuda per Cápita	USD	50,1
Población Rural	%	34,9	Índice de Educación UN		0,89
			HDI Rank de 182		113

Fuente: ASFI, Elaboración: PCR

A la fecha del informe Bolivia continúa con la trayectoria de cambios políticos trazados por el Presidente Evo Morales desde Diciembre de 2005. Durante estos últimos 5 años el factor más importante de la gestión de Morales ha sido sin duda el mejor balance de poder entre clases sociales, permitiendo a los pueblos indígenas una mayor participación en los órganos del gobierno como la asamblea legislativa. Asimismo indicadores de equidad como el Índice GINI, muestran que las políticas de redistribución del ingreso como: el Bono Juancito Pinto o Juana Azurduy de Padilla han generado mayores niveles de igualdad, pero corriendo el riesgo de crear un hueco en las finanzas públicas.

A diferencia de gobiernos anteriores, la presidencia de Morales se caracterizó en estos últimos años por poner encima las agendas de reforma social y política en desmedro de la preservación del sistema de economía de libre mercado, lo que ha generado comentarios relacionados al carácter socialista y antiliberal de la administración del Presidente Morales.

¹⁴ Reporte de sector externo 2010 Banco Central

Políticas como la nacionalización de los hidrocarburos han generado mayores ingresos para el Estado por efecto de la firma de nuevos contratos, pero son de corte tradicional muy similares a las aplicadas tras la revolución nacional de 1952. Por su parte políticas dirigidas a fomentar la integración de los pueblos indígenas, mayores niveles de descentralización y la iniciación de una reforma total a la Constitución Política del Estado son sin duda alguna reformas menos tradicionales y orientadas a crear "La Nueva Bolivia".

Paralelamente el nivel de gobernabilidad del país esta descentralizado, siendo los gobernadores de las regiones electos por voto popular. En algunos casos son estos gobernadores quienes generan una fuerza opositoras al gobierno del Presidente Morales. Sin embargo en los últimos años algunos de ellos han tenido que salir del país o han sido encarcelados por motivos políticos o penales.

La redacción de una nueva carta magna, ha permitido el mayor reconocimiento de los pueblos indígenas, pero aun su aplicación resulta compleja y genera un elevado nivel de debate político. Existen grupos sociales quienes se sienten excluidos dentro el texto constitucional y sienten que la misma afecta sus intereses.

Si bien las reformas llevadas a cabo en los últimos cinco años han sido en algunos casos positivas, aún existen grandes problemas políticos en el país andino relacionados a:

- Falta de seguridad para las inversiones extranjeras, acentuadas principalmente por los procesos de nacionalización de empresas estratégicas
- Ineficiencia del poder judicial que se refleja en la incapacidad de este poder del Estado de dirimir o dar solución a los conflictos de manera rápida y haciendo respetar el gobierno de la ley.
- Bajo nivel de los derechos de propiedad.
- Altos niveles de corrupción en los órganos del estado como: la policía, entidades públicas y otros lo cual genera una retraso y falta de competitividad en el sector publico
- Bajos niveles de alfabetismo, lo cual afecta al desarrollo de capital humano y hace más dependiente al país de la producción de bienes con bajo valor agregado.
- Descentralización del poder de manera desordenada, reflejada principalmente en el hecho que existen zonas del país donde existen autoridades que aún no son plenamente reconocidas por el Estado, pero que ejercen poder político y judicial.

En síntesis si bien las reformas llevadas a cabo por el Gobierno han generado efectos positivos es necesario aun trabajar y desarrollar más políticas orientada al cumplimiento del imperio de la ley, así como mejorar los niveles de alfabetismo para fomentar el desarrollo económico del país a largo plazo. Sin duda alguna el reto para la gestión 2011 será la alineación de las políticas sociales con la realidad económica que se avecina en un escenario en el cual se proyecta un mayor déficit fiscal y una inflación elevada.

Gráfico 20

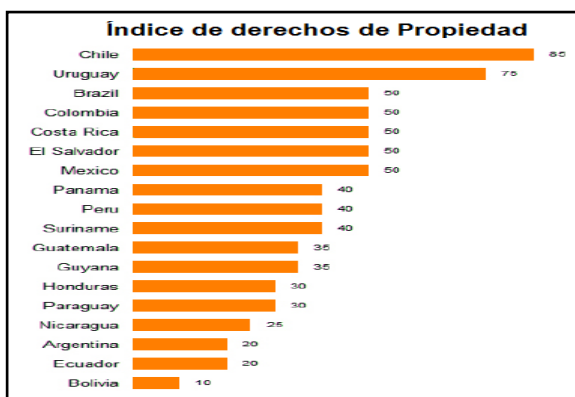
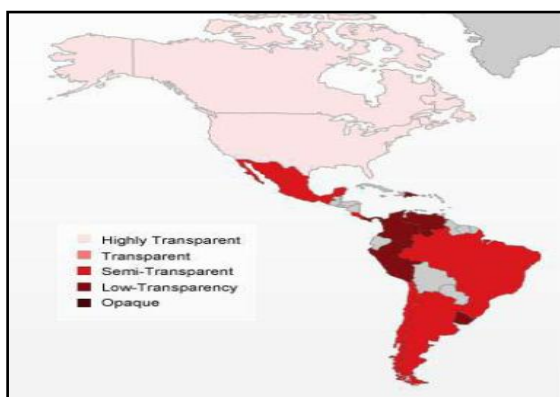


Gráfico 21



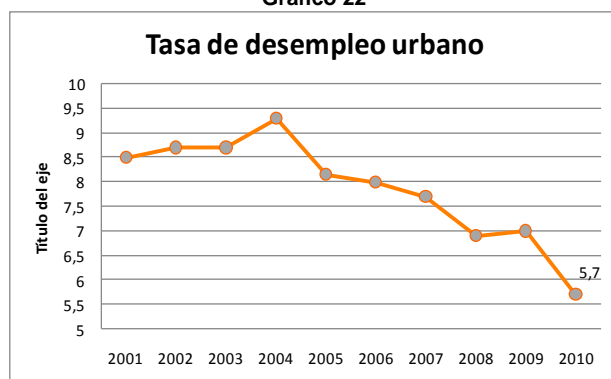
Fuente/Elaboración: Real State Investment Latin America

Tasa de desempleo

De acuerdo a datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) el desempleo al tercer trimestre de 2009 alcanzó 7,14% frente a la ocupada, en el mismo periodo, 92,86% del total de la Población Económicamente Activa (PEA); que no se tiene el dato oficial.

De acuerdo a datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) el desempleo en el 2010 presentó una caída y alcanzó un nivel de 5,7%, mostrando que es el nivel más bajo de desempleo alcanzado en los últimos 10 años. Ver gráfico 22.

Gráfico 22



Fuente: Memoria Anual de Bolivia/Elaboración: PCR

Sinchi Wayra S.A.

El pago de intereses de los Valores de Titularización Sinchi Wayra – NAFIBO 015 está asociado a la capacidad de pago de Sinchi Wayra S.A., en este sentido, dadas las características de la estructura el inversionista está expuesto a dos situaciones: (i) obtener el interés establecido para la presente estructura, o (ii) un rendimiento menor al establecido o igual a cero. Esto dependerá del desempeño de las operaciones de Sinchi Wayra S.A.

Reseña

Sinchi Wayra S.A. es una compañía minera con más de 49 años de experiencia y se considera una de las más importantes de Bolivia. Actualmente opera ocho minas y cuatro plantas de concentración de forma directa y a través de subsidiarias.

El 99.89 % de las acciones de Sinchi Wayra S.A. pertenecen a Iris Mines & Metals S.A. (IRIS), una sociedad privada panameña subsidiaria de Glencore International AG, compañía fundada en 1974 en Suiza. Entre 1989 y 1999 la compañía Río Tinto, una de las empresas mineras más grandes del mundo, se unió al grupo como accionista de IRIS (33%) y como socia en un riesgo compartido al 50% que realizó una extensa campaña de exploraciones en Bolivia. El número de acciones suscritas y pagadas de Sinchi Wayra S.A. es de 3,400,000 cada una con un valor de Bs 100. A continuación se muestra la composición accionaria de la empresa.

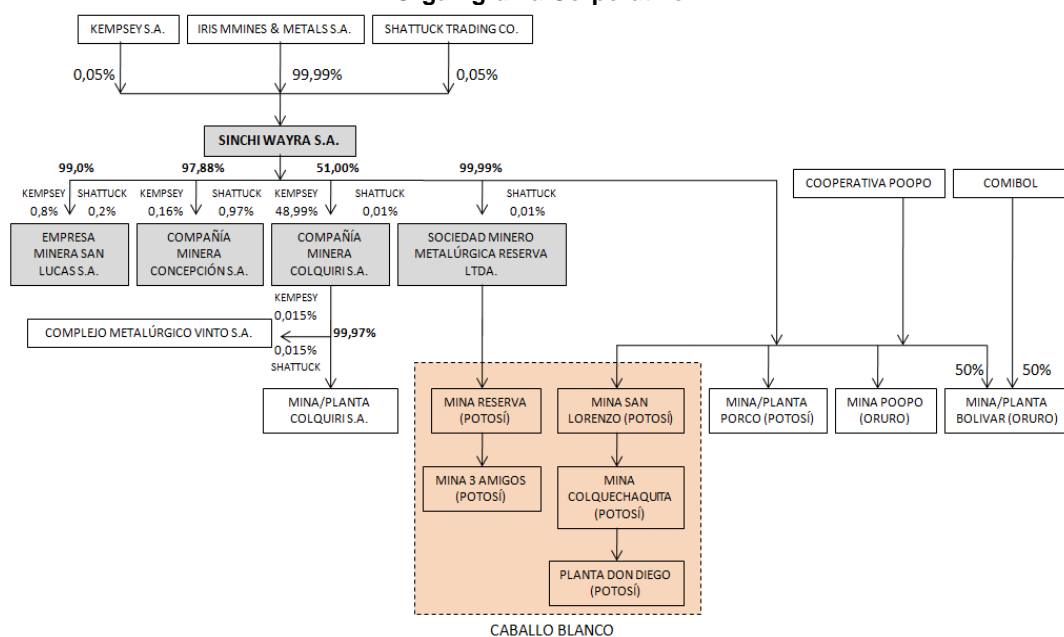
Cuadro 13	
Participación Accionaria	
Accionistas	Participación
Iris Mines & Metals S.A	99.89%
Varios (dos empresas panameñas)	0.11%

Fuente: Sinchi Wayra / Elaboración: PCR

Glencore International AG fue constituida en 1974 y está considerada como una de las principales proveedoras de commodities y materia prima para consumidores y productores industriales en el mundo. Desarrolla actividades al nivel global relacionadas a la producción, abastecimiento, procesamiento, refinación, transporte, almacenamiento; suministro de metales y minerales, productos del sector energía y productos agrícolas. En sus operaciones de comercialización emplea directa o indirectamente a más de 2.700 personas en 50 oficinas de 40 países. En sus operaciones industriales emplean directa o indirectamente a más de 54.800 personas en más de 30 países.

Sinchi Wayra es accionista de las compañías mineras Colquiri S.A. (51% de las acciones), Concepción S.A. (100% de las acciones), San Lucas S.A. (100% de las acciones). Además, posee participación en distintos proyectos como los de Bolívar (Oruro), Porco (Potosí) y la planta procesadora de minerales de Don Diego. El 49% restante de las acciones de la Compañía Minera Colquiri S.A. pertenecen a otras dos empresas panameñas subsidiarias 100% de Glencore Internacional AG.

**Gráfico 23
Organigrama Corporativo**



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

El directorio y gerencia de la compañía se detalla en el siguiente cuadro:

Cuadro 14			
Plana Gerencial y Directorio			
Directorio		Gerencia	
Eduardo Capriles	Presidente	Eduardo Capriles	Presidente Ejecutivo
Hilmar Rode	Vicepresidente	Hilmar Rode	Vicepresidente Ejecutivo
Javier Herrero	Director	Fernando Ramos	Vicepresidente de Operaciones
Christopher Eskdale	Director	Mercedes Carranza	Vicepresidente de Finanzas y Sistemas
Fernando Ramos	Director	Felipe Hartmann	Vicepresidente de Desarrollo Corporativo
Mercedes Carranza	Director		
Felipe Hartmann	Director Secretario		

Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, a junio de 2011, la compañía cuenta con un total de 2.251 empleados directos y 334 bajo contrato, conformando un equipo de 2.585 personas.

Operaciones, Estrategias y Nuevos Proyectos

Operaciones

La compañía cuenta con cinco unidades principales de producción: Bolívar, Porco, Caballo Blanco Poopo y Colquiri a través de una subsidiaria, además de distintos proyectos nuevos y de ampliación de las operaciones existentes.

Bolívar: En 1992 la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL) convocó a una Licitación Pública Nacional e Internacional cuyo objeto era la suscripción de un Contrato de Riesgo Compartido (Joint Venture) para el desarrollo del Complejo Metalúrgico Bolívar (en el departamento de Oruro). Cumplidos todos los requerimientos legales y formales Sinchi Wayra S.A. (en esa época denominada COMSUR) ganó la licitación. La formalización del contrato se realizó mediante escritura pública otorgada ante la Notaría de Minas en la ciudad de La Paz el 21 de mayo de 1993, inscrita en el Registro Minero bajo la Partida N° 122 del Libro 3 en fecha 31 de mayo de 1993. El plazo del contrato es de 30 años computables desde el 05 de agosto de 1993 (fecha de entrega) siendo prorrogable por diez años siempre que existan reservas.

El desarrollo de la mina y la construcción de la planta se realizaron en 18 meses. Esta se convirtió en la mina subterránea más moderna del país. El mineral primario que se produce es el Zinc.

El riesgo compartido le otorga 50% de las ganancias a cada socio y se maneja con un directorio paritario de cuatro personas. Sinchi Wayra S.A. recibe adicionalmente un importe para cubrir los gastos de administración central. Se ha completado un estudio de factibilidad para duplicar el tratamiento y producción del riesgo compartido y se prevé su ejecución durante el periodo 2011-2012.

Porco: En 1999 COMIBOL convocó a una licitación pública, sin embargo después de una segunda convocatoria, ésta fue declarada desierta. Posteriormente, COMIBOL invitó a empresas nacionales y extranjeras interesadas en el arrendamiento de la mina, tanto como para su desarrollo como para su explotación, como resultado de esta invitación, el contrato fue adjudicado a Sinchi Wayra S.A. (antes COMSUR). Una vez cumplido el procedimiento de licitación y adjudicación, se suscribió el contrato de arrendamiento minero. Dicho contrato fue formalizado mediante escritura pública con fecha 05 de julio de 1999, la misma que fue inscrita en el Registro Minero el 19 de julio de 1999. El contrato de arrendamiento cuenta con un plazo de 15 años computable a partir del 01 de julio de 1999.

La mina ha sido explotada desde tiempos incaicos. Primero por Plata, después por Estaño y desde hace 40 años por Zinc.

Caballo Blanco: Esta unidad comprende las minas San Lorenzo, Colquechaquita, Reserva y Tres Amigos (estas dos últimas a través de una de sus subsidiarias), ubicadas en el departamento de Potosí, además de la planta de procesamiento de Don Diego. El contrato para la realización de trabajos de reconocimiento, explotación y comercialización de los productos minerales de San Lorenzo y Colquechaquita, fue suscrito entre dos empresas de naturaleza privada: Sinchi Wayra S.A. y la Empresa Minera San Lucas S.A. (legítima concesionaria de los intereses mineros de San Lorenzo y Colquechaquita). A través del contrato ésta otorga en arrendamiento las minas a Sinchi Wayra S.A. El contrato se suscribió mediante escritura pública de fecha 08 de agosto de 2007, inscrita el 20 de agosto de 2007 en el Registro Minero. Este contrato tiene un plazo de cinco años computable a partir del 26 de septiembre de 2006.

También desarrolla una activa labor de compra de minerales provenientes del Cerro Rico de Potosí y de otras unidades mineras, constituyéndose en el mayor comprador que opera en Potosí. La planta fue comprada en 1982 y se ha ampliado en varias ocasiones hasta tener una capacidad de 850 TPD. En marzo de 2007 se completó una nueva ampliación a 1.200 TPD con la incorporación de un molino SAG y de varias renovaciones y mejoras adicionales. El mineral primario que se produce es el Zinc.

Poopó: Se explota a través de un subcontrato de Riesgo Compartido suscrito entre Sinchi Wayra S.A. y la Cooperativa Minera Poopó Ltda. en el marco del contrato principal de arrendamiento minero suscrito entre COMIBOL y la Cooperativa (mediante el cual la empresa estatal administradora de las concesiones ha autorizado expresamente la suscripción del Contrato de Riesgo Compartido). Este contrato, considerado de naturaleza privada, fue suscrito mediante escritura pública extendida con fecha 16 de enero de 2002, inscrita en el Registro de Comercio con fecha 26 de abril de 2002. Los minerales que produce Poopó se tratan en la planta Bolívar.

Colquiri: En diciembre de 1999, Sinchi Wayra S.A. y CDC Group formaron una asociación para participar en la Licitación Pública Nacional e Internacional convocada por COMIBOL para el arriendo de la mina COLQUIRI. Posteriormente se formalizó el contrato de arrendamiento entre COMIBOL y Compañía Minera Colquiri S.A. mediante escritura pública con fecha 27 de abril de 2000, la misma que fue inscrita en el Registro Minero con fecha 25 de agosto de 2000. El contrato tiene un plazo de 30 años computable a partir del 27 de mayo de 2000.

Entre el mes de marzo de 2005 y abril de 2006, CDC traspasó el 49% de las acciones de Colquiri S.A. a Kempsey S.A., empresa subsidiaria de Glencore.

Luego de realizar la campaña de exploración se decidió invertir en la construcción de una planta de concentración de minerales de capacidad de 1.000 TPD y se introdujo una moderna tecnología para la recuperación del Estaño. Cabe resaltar que si bien se produce Zinc, el mineral primario más importante en la mina es el Estaño.

Cabe mencionar que en junio de 2002, Colquiri asumió el control del Complejo Metalúrgico Vinto S.A. que operaba la fundición de estaño de Vinto en Oruro. El 9 de Febrero de 2007, el gobierno boliviano nacionalizó la fundición de estaño de Vinto, es por esto que COLQUIRI ha firmado un nuevo contrato de provisión de concentrados con Vinto. La compensación por la expropiación de la fundición de estaño se encuentra sujeta a un arbitraje internacional.

La producción al 30 de junio de 2011 se detalla a continuación:

Cuadro 15	
Producción de enero a junio de 2011	
Mineral	Cantidad (Expresado en Toneladas Métricas)
Zinc	89.757
Plomo	6.724
Estaño	2.190

Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Los principales clientes de la compañía son:

- Glencore International AG
- Glencore Perú SAC
- MRI Trading (poco volumen)

Proyectos de Expansión

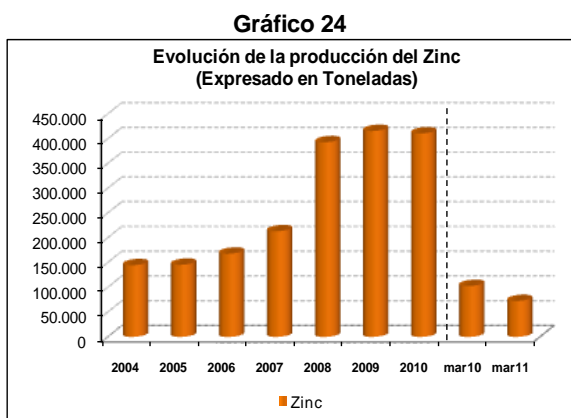
Sinchi Wayra S.A. se prepara para realizar el proyecto de ampliación en mina Bolívar, a continuación se detallan sus principales características:

- Se ampliará la operación de 1.200 TPD a 2.700 TPD.

Sector Minero en Bolivia¹⁵

Producción y Exportación del Zinc.

El zinc en los últimos seis años ha presentado una tendencia creciente, en el 2004 se registró una producción de 144.650 toneladas la cual en el transcurso de este tiempo presentó un incremento del 187,43% o 271.115 toneladas, registrando una producción total a fines del año 2009 de 415.765 toneladas, este hecho se debe a la explotación de nuevos yacimientos por parte de la minera San Cristóbal y Pan American Silver y la explotación por otras empresas bolivianas como Sinchi Wayra. En marzo de 2011 se registró un total de 72.488 toneladas producidas y fue inferior a la registrada en marzo de 2010, habiendo alcanzado las 102.717 toneladas, esta disminución representó un crecimiento del 41,70% de la producción. Ver gráficos 24 y 25



Fuente: Banco Central de Bolivia, Estadísticas del Sector Minero / Elaboración: PCR

Las exportaciones han presentado una tendencia similar a la de la producción, presentando variaciones en los periodos 2007 a 2009, debido a que si bien la producción se vio incrementada a comparación del 2007 (+84,31%), las exportaciones no presentaron un crecimiento estrictamente proporcional a la producción (+6,90% respecto a la gestión 2007), ocasionado debido al efecto precio, que presentó una caída sustancial de 3.249

¹⁵ Información disponible preliminar a marzo de 2011, Banco Central de Bolivia.

US\$/Tn en el 2007 a 1.884 US\$/Tn en el 2008. Asimismo en el 2009, se presentó un incremento en la producción del 5,78% y una caída en las exportaciones del (-6,92%) respecto al 2008, efecto de una disminución del precio en US\$226,24 (-12,01%).

En marzo de 2011 se alcanzó un total de US\$ 175,40 millones exportados de zinc, cifra inferior a la registrada en el año 2010, donde se registró US\$ 234,80 millones.

Producción y Exportación del Estaño.

Ente los años 2004 al 2007, la producción nacional de estaño presentó una disminución de 17.144 Toneladas en el 2004 a 14.770 Tonelada en el 2007, esta disminución se explica por el natural agotamiento de varias minas y la baja inversión en nuevas exploraciones. Si bien entre estos años los precios permitían explotar parajes de baja ley, la producción en Bolivia no fue favorable. Es por ello que a partir del 2008 la producción de este mineral vuelve a su senda creciente y presenta un crecimiento del 12,49% para el 2009, alcanzando un total de producción equivalente a 17.166 Toneladas.

En marzo del 2011 la producción de estaño alcanzó 4.487 toneladas métricas inferior a la registrada durante marzo de 2010 que alcanzó las 4.351 toneladas métricas, esta disminución significó 136 toneladas métricas menos o 3,13% de disminución en la producción.

Las exportaciones del estaño alcanzadas durante la gestión 2004 fueron de US\$ 145,40 millones, las cuales presentaron una leve disminución durante el periodo 2005 (US\$ 124,90 millones), y a partir del 2006 al 2008 presentaron incrementos representativos, alcanzando en el 2008 US\$ 281,80 millones, este incremento se debió a que el precio internacional del estaño presentó un incremento significativo en el 2008, que luego se vio afecto por la crisis internacional y provocó una disminución que se vio reflejada en las exportaciones del 2009, las cuales alcanzaron US\$ 233,50 millones inferior en 17,14% respecto a lo registrado el año anterior. Las exportaciones alcanzaron los US\$ 124,80 millones, cifra superior a la registrada en el 2010 en US\$ 77,20 millones (61,66%).

Gráfico 26

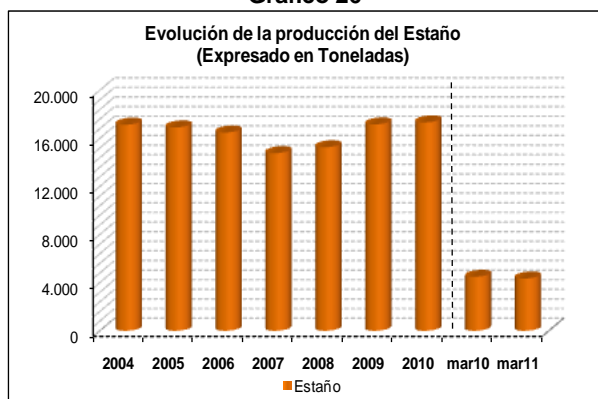
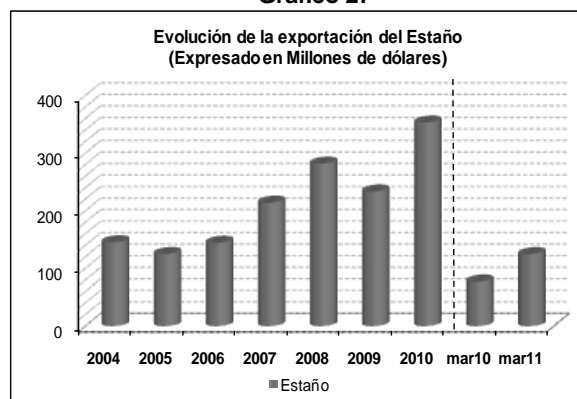


Gráfico 27



Fuente: Banco Central de Bolivia, Estadísticas del Sector Minero / Elaboración: PCR

En marzo de 2011 habiéndose existido una recuperación en la economía mundial y una recuperación en los precios, las

Producción y Exportación de Plata.

La plata es considerada uno de los principales minerales producidos en Bolivia, la cual ha presentado una tendencia de producción creciente a lo largo del periodo de análisis (2004-2010), donde se puede observar que hasta el 2007 la producción se encuentra entre las 13,69 millones de onzas en el 2004 hasta las 16,82 millones de onzas en el 2007. En el 2008 se presentó un incremento sustancial en la explotación de plata, dicho crecimiento tuvo un incremento de 18,18 millones de onzas equivalente a un crecimiento de 108,10%, el cual fue explicado por la entrada en el mercado de las empresas San Cristóbal, Sinchi Wayra, Manquiri, Pan American Silver y minera Paitití. En el 2009 se volvió a presentar un incremento de la producción que fue equivalente al 19,02% alcanzado las 41,66 millones de onzas. Finalmente para marzo de 2011, la producción de plata alcanzó las 3,47 millones de toneladas, inferiores a las registradas a marzo de 2010, donde registraron 9,86 millones de toneladas.

En cuanto a las exportaciones de plata, estas presentaron una tendencia creciente que se intensificó en el 2008, debido al significativo incremento de la producción y el escenario favorable en los precios del mercado internacional. Es por ello que las exportaciones pasaron de US\$ 91,20 millones en el 2004 a US\$ 525,80

millones en el 2008. Si bien se presentó una disminución del precio en el 2009, esta no tuvo efectos sobre las exportaciones debido a que la producción mantenía su senda creciente, a diciembre 2009 el total de exportaciones por plata alcanzaron las US\$ 610,50 millones.

Gráfico 28

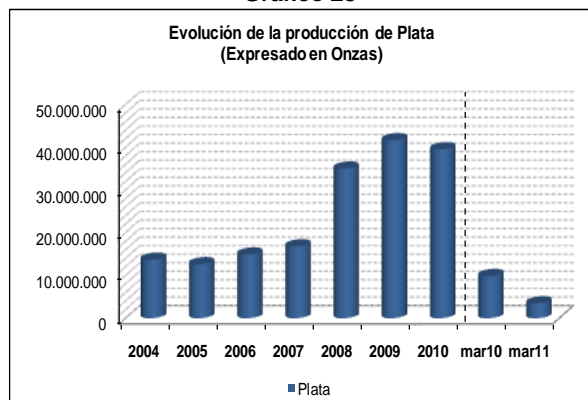
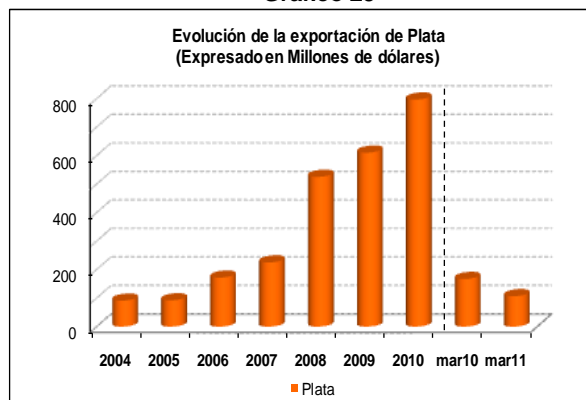


Gráfico 29



Fuente: Banco Central de Bolivia, Estadísticas del Sector Minero / Elaboración: PCR

En marzo de 2011, las exportaciones registraron US\$ 106,85 millones, inferior al registrado en marzo de 2010 (US\$ 167,30).

Producción y Exportación de Plomo

La producción de plomo muestra un crecimiento sorprendente entre periodos. Pasa de 10.284 TMF (2004 – 2006) a 12.030 TMF. Entre 2007 y 2009 se incrementa en 257%. En el 2007 se produjeron 25.009 TMF y 89.332 TMF en el 2009.

El valor de las exportaciones del plomo muestra un crecimiento sorprendente entre periodos. Pasa de US\$ 9,07 millones (2004 – 2007) a US\$ 159,30 millones. Durante las gestiones 2008-2009 se presentó una disminución del 3,94% debido a que los precios de este mineral se han reducido en un porcentaje 17,86%.

Gráfico 30

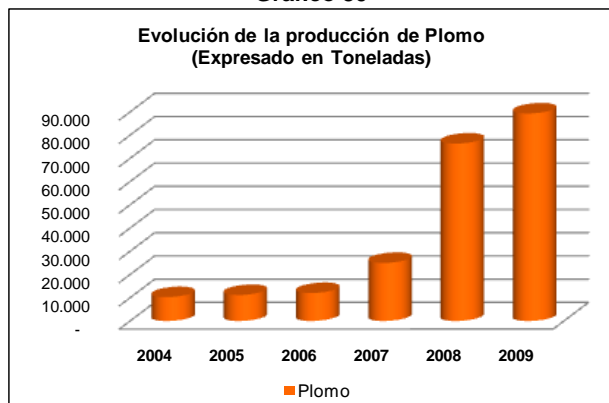
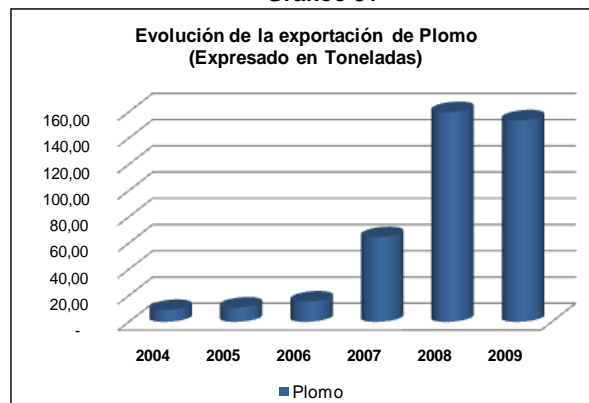


Gráfico 31



Fuente: Banco Central de Bolivia, Estadísticas del Sector Minero / Elaboración: PCR

Evolución de precios Internacionales

Inicialmente, es necesario hacer mención que el precio de venta de los concentrados que produce la sociedad define en base a la cotización Cash Settlement del London Metal Exchange y el London Spot, tal como se publica en la revista Metal Bulletin. El periodo de cotización para los metales pagables, se declara para cada metal por separado antes del inicio del periodo elegido, pudiendo ser éste cualquiera de los siguientes:

- Mes calendario programado para embarque MOSS (Month Of Scheduled Shipment).

- El Segundo mes calendario siguiente al mes de arribo de los concentrados al puerto de destino 2MAMA (Second calendar month following the month of arrival).

Asimismo, para la sociedad las variables de competencia son de baja incidencia o importancia debido a que los contratos comerciales suscritos con Glencore establecen que la totalidad de la producción anual de sus concentrados está vendida y/o comprometida.

Estos concentrados vendidos por la sociedad a Glencore son exportados con regularidad a los siguientes países:

Concentrados de Zinc:

- Japón 40%
- Corea del sur 30%
- Canadá 20%
- Bélgica 10%

Concentrados de Plomo:

- Perú 100%

Concentrados de Estaño:

- China 100%

Según la información proporcionada por la Sociedad y los datos registrados por el London Metal Exchange, a junio de 2011, esta realizó las ventas respectivas en base a los siguientes precios:

Cuadro 16						
Precios Tranzados por Sinchi Wayra ¹⁶						
Mineral	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Zinc (US\$/Ton)	2.371,55	2.465,13	2.349,24	2.372,39	2.160,43	2.230,48
Estaño (US\$/Ton)	27.465,25	31.526,00	30.739,57	32.460,56	28.733,50	25.576,36
Plomo (US\$/Ton)	2.601,65	2.586,68	2.624,20	2.741,14	2.420,38	2.512,20
Plata (US\$ Ozn/Ton)	28,40	30,78	35,81	41,97	36,75	35,80

Fuente: Sinchi Wayra S.A., London Metal Exchange / Elaboración: PCR

Precios Zinc y Plomo.

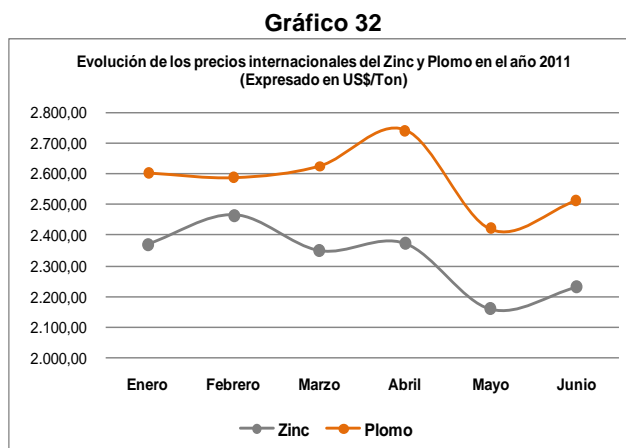
Según la USGS la producción global de zinc cayó 5,4% que equivale a 11.1¹⁷ millones de toneladas métricas como resultado del cierre de minas durante el año 2008 y 2009. La producción de metal refinado cayó también en un 4,7%, mientras que el consumo mundial del mismo modo cayó en 5,6%, debido principalmente a una sobre oferta de 380.000 toneladas en el mercado.

Si bien la actividad económica global se contrajo durante la primera mitad del 2009, con la excepción de China y la India. La actividad económica empezó a recuperarse durante el tercer trimestre del año 2009, afectando así a la demanda de zinc que empezó a elevarse. Para finales del mismo año la China con un 17% y la India con un 6% fueron los únicos países donde el consumo de zinc se incrementó. Dentro del mercado del zinc se presentó una sobre oferta, debido a la crisis mundial muchas empresas productoras de zinc en los Estados Unidos cerraron sus operaciones a principios del 2009. Para la primera mitad del año 2010, los datos del zinc mostraron que el mercado presentó un crecimiento leve, menor al que se esperaba. Hecho explicado por el crecimiento de la demanda, comparado con la oferta de refinados. Con las demandas distribuidas por varias regiones (Europa, América del norte y del sur y China) todas por encima de las expectativas y en particular China, nos lleva a creer que la magnitud del desaceleramiento del consumo no será el previsto. En junio de 2010 seguido por un largo periodo de pequeños excedentes de la oferta el balance de mercado global se estrechó. La producción de mina se espera que crezca en lo que resta del año, que junto al reciente incremento en TCs debería colaborar en el robusto crecimiento en el producto refinado. Por otra parte la producción de refinados se está incrementando por encima de lo esperado en distintas regiones. A precios actuales muchas minas estarán recibiendo ganancias, lo cual incrementa el riesgo de que la producción vuelva a incrementarse.

¹⁶ Precios promedio del mes. Información proporcionada por Sinchi Wayra.

¹⁷ <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/zinc/mcs-2010-zinc.pdf>

Durante el periodo de análisis, se puede mencionar que para el caso del zinc, el precio máximo cotizado registró US\$/Ton 2.465,13 (febrero de 2011), a junio de 2011 el zinc cotizó a US\$/Ton 2.230,48, cabe mencionar que estos precios son promedios de los precios registrados diariamente. Ver gráfico 32.



Fuente: Sinchi Wayra S.A., London Metal Exchange / Elaboración: PCR

Por otra parte, la demanda del plomo, combinada con las preocupaciones de una sobre oferta, llevó a obtener un precio de 2.484 US\$/Ton en diciembre del 2009. Es por ello que el precio se incremento cerca del 130% durante el 2009. La oferta de mineral refinado producido por la China durante la segunda mitad del 2009, junto al stock acumulado de la gestión 2008, fue liberada en el mercado mientras el precio se elevaba. Para el último trimestre del 2010 se espera un ajuste en el mercado en lo que resta del año, asociado a una disminución en los inventarios de la LME. Existen 2 tipos de demanda, la primera respecto a la demanda de baterías que para el último trimestre indican la finalización del des aceleramiento presentado en los anteriores trimestres. Segundo la demanda de motores en China, país que debería permanecer como importador neto de plomo refinado. La producción de NBS muestra un fuerte repunte en agosto alcanzando las 404 Kt, pero la oferta de concentrados cae a su nivel más bajo desde mayo que combinado con el resto de la oferta deberían contraer la producción de refinados. Teniendo en cuenta lo anteriormente mencionado, el ajuste en el mercado puede llevar a que la oferta se vea interrumpida.

El precio del plomo está considerado como una variable volátil alcanzando su nivel máximo en octubre del 2007 donde se registró un precio de US\$ 3.722,61(US\$/Ton). Y un precio mínimo registrado durante en diciembre del 2008 que alcanzó las 968,17 (US\$/Ton). Para el año 2009 se puede observar que se alcanzó un precio promedio de 1.719,44 US\$/Ton, que es un precio intermedio entre el máximo alcanzado y el mínimo, en los últimos seis años. A septiembre 2010 se alcanzó un precio de 2.192,88 US\$/Ton la cual muestra que el precio se está incrementando después de la caída presentada en junio 2010 que registró un precio de 1.707,31 US\$/Ton. Para marzo de 2011, el precio del plomo registró 2.624,02 US\$/Ton, habiendo incrementado un 21,33% respecto a marzo de 2010 (2.162,71 US\$/Ton). Mientras que en junio de 2010, este mineral registró un precio promedio de US\$/Ton 2.512,20. Ver gráfico 32

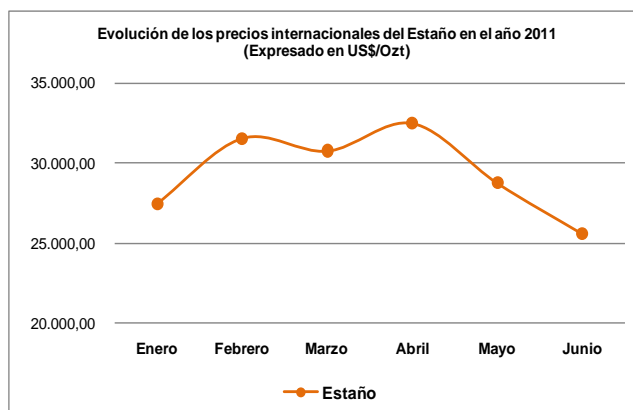
Precios Estaño

El precio del estaño cerró en el año 2009 con una trayectoria creciente, volviéndose a situar en un precio por encima de los US\$ 17.000/Tn que en periodos anteriores. En el 2009 se registró un incremento en la producción de este mineral que alcanzó las 20KTon , durante el año 2009 la demanda en el mercado del estaño, al igual que el resto de los minerales sufrió una caída en el consumo como resultado de la recesión global. Sin embargo el consumo global de estaño para el 2009 alcanzó un estimado de 296KTon, el cual representa una caída del 10,5%(35KTon) respecto al año anterior.

Para el 2010 solo existió un nuevo proyecto que permite mantener la producción mundial que se encuentra en Argentina que es las minas Pirquitas con proyectos adicionales para próximos años. A septiembre 2010 los precios del estaño se mantuvieron cambiantes durante el mes de agosto, mientras el mercado se fue estabilizando. El mercado del estaño se mantiene en déficit relacionado a la demanda de China la cual se vio disminuida por temas estacionales, la disminución fue en 38% en el mes de julio. En cuanto a las tendencias de la oferta están permanece constante. En julio las exportaciones de Indonesia se redujeron en un 12%, y se cree que este escenario se debilitará aún mas debido a las lluvias suscitadas en agosto, que afectaron el proceso de minado en particular. Motivo por el cual la mina de Indonesia State y PT Timah presentaron una producción menor en 5Kt que lo esperado, mientras que el gobierno de dicho país sostuvo una disminución del 20% de la producción estimada par a este trimestre. Además la imposición del gobierno de la cierra de minas en el norte y sud de Kivu 3-4% tendrán un efecto importante en la oferta mundial. Según informes de Barclay's se espera que

el mercado de este mineral tenga un incremento en sus precios si las preocupaciones sobre la crisis de deuda en Europa y China se mitigan.

Gráfico 33



Fuente: Sinchi Wayra S.A., London Metal Exchange / Elaboración: PCR

El precio del estaño está considerado como una variable volátil alcanzando su nivel máximo en mayo del 2008 donde se registró un precio de US\$ 23.853,60 (US\$/Ton). Y un precio mínimo registrado durante el año 2005 que alcanzó las 7.385,25 (US\$/Ton). Para el año 2009 se puede observar que se alcanzó un precio promedio de 13.602,69 US\$/Ton, que es un precio intermedio entre el máximo alcanzado y el mínimo, en los últimos seis años. A septiembre 2010 se alcanzó un precio de 22.694,36 US\$/Ton la cual muestra que el precio se está incrementando. Para marzo de 2011, este precio registró la cifra histórica de 30.739,56 US\$/Ton, habiendo incrementado un 74,71% de incremento respecto a marzo de 2010, donde este precio registró 17.509,13 US\$/Ton. En junio de 2011, este mineral cotizó un precio promedio de US\$ 25.576,36.

Precios Plata.

Según la USGS¹⁸ la producción de plata en el mundo a fines del 2009 fue de 21.400 toneladas métricas registrada como record en producción mundial. Dado que en los años anteriores la producción registrada alcanzó las 20.900 toneladas métricas en el 2008 y 20.800 toneladas métricas en el 2007.

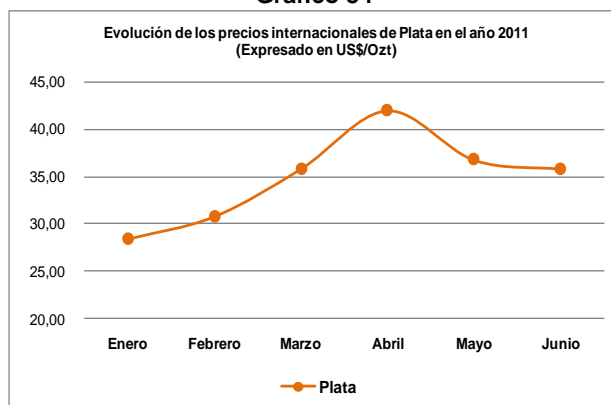
Como hechos relevantes del mercado de plata mundial, es necesario mencionar que en la escala global, la producción de plata proveniente de Bolivia se incrementó gracias a la producción de San Cristóbal; sin embargo los problemas por conseguir agua en la mina pueden limitar la producción del 2010. Nuevas producciones empezaron sus actividades en México con las minas de Parmarejo y en Bolivia con la mina llamada San Bartolomé. En octubre del 2009, la mina Roschester en Nevada Estados Unidos también anuncio la expansión de sus operaciones.

Por otra parte la demanda de joyería también presentó un descenso ligero del 1,1% en el 2009, los países que registraron un aumento en su demanda por plata en joyería fueron la China y la India que compensaron las pérdidas en los otros mercados. Asimismo la demanda de la Platería a diferencia de la última década tuvo una tendencia creciente presentando un aumento respetable de 4,6%, esto se debió principalmente al aumento en la fabricación de la india. En agosto 2010 la plata volvió a superar el crecimiento del oro al incrementarse en 8%. El consumo de la plata superó 13.000 toneladas por primera vez en agosto. El metal acumulado desde 2006 es mayor al equivalente del estimado de fabricación de la demanda para este año y excedió los estimados anuales de la demanda de industria de la plata. Los intereses ETP han continuado creciendo con un total de 13.152 toneladas a principios de septiembre 2010.

Por otra parte, los intereses especulativos en cuanto a la plata se han incrementado a niveles no vistos desde octubre del pasado año. A finales de agosto 2010, los intereses en COMEX estuvieron en similares niveles al de diciembre del año pasado. Los intereses ETP de la plata realizaron un record en diciembre del año pasado de 12,296 toneladas.

¹⁸ United States Geological Survey.

Gráfico 34



Fuente: Sinchi Wayra S.A., London Metal Exchange / Elaboración: PCR

El precio promedio de la plata en US\$ respecto a la onza troy durante los dos primeros trimestres del 2008 mostró un incremento, al igual que los otros minerales, llegando a un precio promedio de 17,51 US\$/onza troy. El mes de marzo 2008 se presentó el pico más alto registrando un precio de 19,51 US\$/onza troy (mayor precio registrado en los últimos 10 años), a partir de este mes se presentó una caída primeramente leve y posteriormente significativa comenzó a partir de la detonación oficial de la crisis financiera en septiembre del 2008, el precio mostró una clara tendencia a la baja hasta fines del 2008, llegando a su precio más bajo en noviembre que se registró en 9,87US\$/onza troy.

Para la gestión 2009 se pudo notar una tendencia a la alza como clara señal de la recuperación de la crisis. Al 2010 se puede observar que los precios de los minerales vuelven a repuntarse y alcanzan al mes de septiembre 2010 un precio de 20,55 US\$/ onza troy. Para marzo de 2011, el precio de la plata registró una cifra histórica de 35,86 US\$/onza troy, habiendo incrementado un 109,59% respecto al precio registrado en marzo de 2010 (17,11 US\$/onza troy). En junio de 2011, el precio promedio de la plata registró US\$/onza troy 35,80. Ver gráfico 34.

Hechos relevantes del Originador

- En fecha 21 de mayo del 2010 el Representante Común de Tenedores de Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA-NAFIBO 010 procedió a elevar el Informe Semestral del periodo julio-diciembre 2009, con las conclusiones de que se ha cumplido con los términos generales de la emisión y no se ha identificado hechos de incumplimientos durante este semestre.
- En fecha 2 de marzo del 2010 NAFIBO ST informo que se procederá al pago del cupón 24 de la serie única de la emisión de valores de titularización de contenido crediticio Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA-NAFIBO 010 a partir de fecha 5 de marzo 2010.

Análisis Financiero

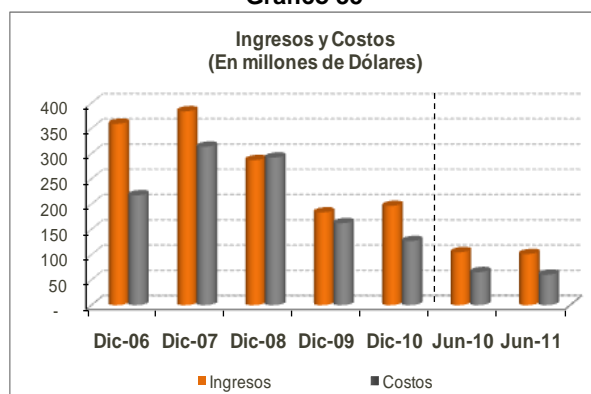
La información financiera utilizada en el presente informe corresponde a los Estados Financieros presentados por Sinchi Wayra S.A. entre diciembre de 2006 y junio de 2011.

Análisis de Resultados

Las ventas netas de Sinchi Wayra incrementaron de US\$ 359,22 millones registrados en diciembre de 2006 a US\$ 383,86 millones en diciembre de 2007, habiendo incrementado en 6,86%. Para diciembre de 2008 las ventas netas estuvieron afectadas por la caída de los precios internacionales de los metales, en particular del zinc, principal producto de la empresa, donde se registró ventas netas de US\$ 287,16 millones, menores en 25,19% respecto a diciembre de 2007. Para diciembre de 2009, se puede notar los efectos de la crisis mundial que ocasionaron una caída en la demanda internacional de varios minerales, donde se registraron US\$ 183,58 millones, menores en 36,07% respecto a diciembre de 2008. A diciembre de 2010, los niveles de ventas netas tienden a recuperarse, registrando US\$ 196,50 millones, lo que significa un incremento porcentual de 7,04% respecto a diciembre de 2009 (US\$ 183,58 millones) Ver gráfico 35.

A junio de 2011, los niveles de ventas netas mantienen un nivel parecido al de la gestión anterior, registrando US\$ 101,20 millones, lo que significa una disminución porcentual de 3,32% respecto a junio de 2010 (US\$ 104,68 millones) debido a una caída en los precios de los minerales del periodo. Ver gráfico 35.

Gráfico 35



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, los costos de ventas totales de la Sociedad entre diciembre de 2006 (US\$ 217,47 millones) a diciembre de 2009 (US\$ 162,28 millones) disminuyeron en 28,38%, debido a la baja demanda de minerales por en el mercado a efectos de la crisis mundial. A diciembre de 2010, el total costo de ventas registró US\$ 126,86 millones y disminuyó un 21,83% respecto a diciembre de 2009. Ver gráfico 35.

A junio de 2011, el total costo de ventas registró US\$ 60,26 millones y disminuyó un 7,91% respecto a junio de 2010, debido principalmente a una disminución en la cuenta de costo de ventas (US\$ 7,96 millones de disminución respecto a junio de 2010). Ver gráfico 35.

Gráfico 36



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Finalmente, a junio de 2011, compañía registra una utilidad neta de US\$ 18,06 millones, inferior en 38,05% respecto a junio de 2010 (US\$ 24,15 millones).

Es muy importante mencionar que en vista de la crisis suscitada por el mercado, la compañía decidió realizar un Plan de Emergencia con el fin de mejorar la eficiencia operativa. Dicho plan comprendía entre otras acciones: (i) reducción de personal, revisión y reformulación de contratos laborales, (ii) respecto a los contratos de prestación de servicios de extracción se determinó el alza de los márgenes de ley del mineral, a efecto de reducir el promedio de extracción de mineral estéril, (iii) se estipuló un control estricto de gastos y contrataciones. Con la puesta en marcha del Plan de Emergencia la compañía espera superar las situaciones de crisis de mercado que enfrenta. A junio de 2011, la sociedad presenta una tendencia de recuperación.

Análisis de cobertura

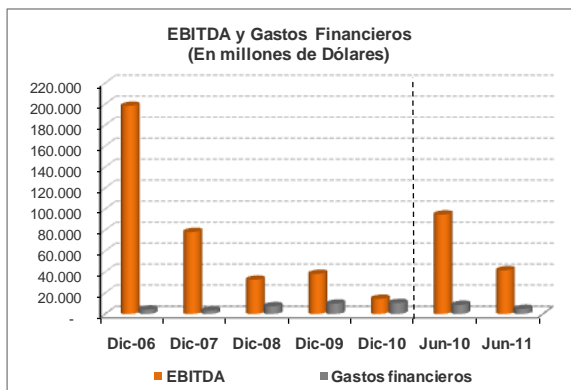
El EBITDA de la compañía muestra claramente una tendencia decreciente desde diciembre de 2006 (US\$ 198,26 millones) hasta diciembre de 2008 (US\$ 14,44 millones) debido a la crisis financiera mundial del periodo. A partir diciembre 2009 (US\$ 40,90 millones) se puede notar un incremento significativo de 183,18% respecto a diciembre de 2008. Debido a la implementación del Plan Emergencia la tendencia mejoró mostrando cifras positivas, las cuales a diciembre de 2010 registraron un EBITDA de US\$ 94,68 millones, superiores en 131,47% al registrado en diciembre de 2009 (US\$ 40,90 millones). Para junio de 2011, a efectos del plan mencionado, el EBITDA 12 meses registró US\$ 117,23 millones, habiendo presentado un incremento de 8,10% respecto a junio de 2010 (US\$ 108,45 millones). Ver gráfico 37.

Respecto a los rubros no operativos, los gastos financieros¹⁹, entre diciembre de 2006 (US\$ 4,19 millones) y diciembre de 2009 (US\$ 9,771 millones) incrementaron en 134,20%. A diciembre de 2010 los gastos financieros registraron US\$ 8,79 millones, inferiores a los registrados en diciembre de 2009 (US\$ 9,77 millones) en 10,01%. Para junio de 2011, los gastos financieros registraron US\$ 3,60 millones, inferiores a los registrados en junio de 2010 (US\$ 4,35 millones). Ver gráfico 37

El ratio de cobertura de gastos financieros, considerando la depreciación del periodo en análisis, definido como utilidad antes de intereses e impuestos sobre gastos financieros (EBIT / Gastos Financieros), incrementó desde 2.18 veces en diciembre de 2009 hasta 8,12 veces a septiembre de 2010. A diciembre de 2010 el ratio de cobertura de gastos financieros registró 6,66 veces. Para junio de 2011, este indicador registró 11,37 veces, habiendo incrementado respecto a junio de 2010 (9,03 veces). Ver gráfico 27.

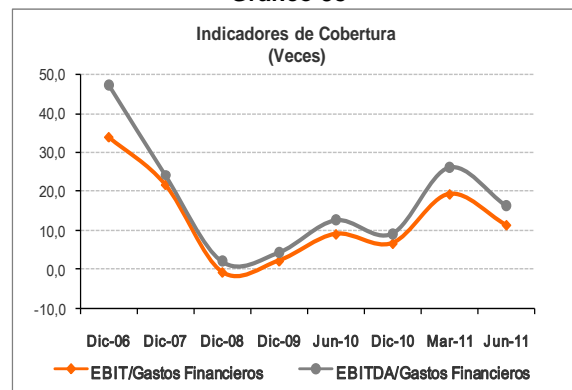
Asimismo, sin considerar la depreciación del periodo en análisis, diciembre de 2009 se obtiene una cobertura de 4,19 veces medido por la utilidad antes de depreciación, amortización, intereses e impuestos sobre gastos financieros (EBITDA / Gastos financieros), mientras que en septiembre de 2010 se obtiene una cobertura de 11,22 veces. A diciembre de 2010, el ratio de cobertura cayó a 9,06 veces. Para junio de 2011 este ratio registró 16,27 veces, habiendo incrementado respecto a junio de 2010 (12,48 veces). Ver gráfico 38.

Gráfico 37



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico 38



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad

Margen Bruto: El Margen Bruto de la Sociedad desde diciembre 2006 (39,46%) hasta diciembre de 2008 (-1,72%) presenta una caída significativa a efectos de la crisis financiera mundial del periodo. A partir de diciembre de 2009 el Margen Bruto se recupera registrando 11,60%. A diciembre de 2010, el indicador registra 35,44% de utilidad bruta sobre sus costos de fabricación y ventas. Para junio de 2011, este indicador registró 40,46%, habiendo incrementado un 2,97% respecto a junio de 2010 (37,49%). Ver gráfico 39.

Margen Operativo: De la misma manera el indicador desde diciembre 2006 (40,63%) hasta diciembre 2008 (0,86%) presenta una caída significativa, la cual a diciembre de 2010 se recuperó registrando 40,76% de utilidad en operaciones que la Sociedad obtiene una vez cubiertos sus costos y gastos administrativos y de comercialización. Para junio de 2011, este indicador registró 44,02%, habiendo registrado un incremento de 2,38% respecto a junio de 2010 (41,64%) Ver gráfico 39.

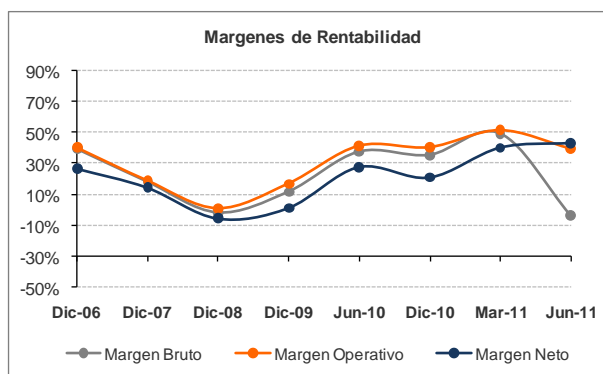
Margen Neto: Finalmente el indicador desde diciembre 2006 (26,86%) hasta diciembre 2008 (-5,61%) presenta una caída significativa, la cual a diciembre de 2010 se recuperó registrando 21,07% de utilidades que la Sociedad obtiene una vez cubiertos los costos, gastos, intereses e impuestos. Para junio de 2011, este indicador registró 17,84%, habiendo disminuido un 10,00% respecto a junio de 2010 (27,84%). Ver gráfico 39.

ROA: El indicador de Rentabilidad sobre Activos de la Sociedad desde diciembre 2006 (27,87%) hasta diciembre de 2008 (-5,47%) presenta una caída significativa a efectos de la crisis financiera mundial del periodo. A partir de diciembre de 2009 el indicador recupera registrando 0,65%. A diciembre de 2010, el indicador registra 11,21% de ganancias generadas por la inversión en activos realizada por la Sociedad. Para junio de 2011, este indicador registró 8,88%, habiendo disminuido un 8,51% respecto a junio de 2010 (17,40%). Ver gráfico 40.

¹⁹ Tanto los gastos como los ingresos financieros se encuentran netos del diferencial de cambio.

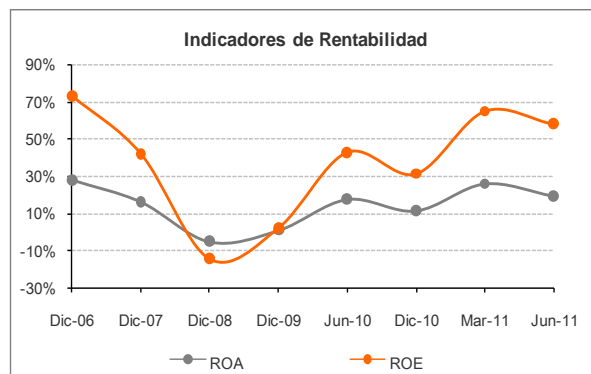
ROE: El indicador de Rentabilidad sobre Capital Total de la Sociedad desde diciembre 2006 (72,87%) hasta diciembre de 2008 (-14,62%) presenta una caída significativa a efectos de la crisis financiera mundial del periodo. A partir de diciembre de 2009 el indicador recupera registrando 1,98%. A diciembre de 2010, el indicador registra 31,04% de ganancias generadas al capital invertido. Para junio de 2011, este indicador registró 28,53%, habiendo disminuido un 14,10% respecto a junio de 2010 (42,63%). Ver gráfico 40.

Gráfico 39



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico 40



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

PCR observa con cautela la evolución de los ratios de rentabilidad y cobertura, puesto que la capacidad de la empresa para generar fondos operativos para cumplir con sus costos financieros empezó a tener resultados razonables a junio de 2011, los cuales son expuestos a variaciones en el tiempo.

Análisis del Balance General

a. Calidad de Activos

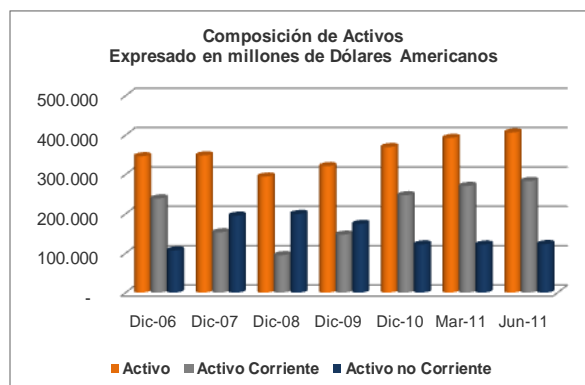
El Activo Total desde diciembre de 2006 (US\$ 346,15 millones) hasta diciembre de 2008 (US\$ 294,56 millones) presenta una caída de 14,90%. A partir de diciembre de 2009, los activos totales registran un comportamiento en crecimiento, registrando US\$ 321,11 millones (+9,01% respecto a diciembre de 2008). A diciembre de 2010, los activos totales registran US\$ 369,52 millones, habiendo incrementado en 15,07% respecto a diciembre de 2009 (US\$ 321,11 millones) y en 10,20% respecto a septiembre de 2010. Para junio de 2011, los activos de la sociedad registraron US\$ 406,46 millones, habiendo incrementado un 3,48% respecto a marzo de 2011 (US\$ 392,79 millones) debido principalmente a un incremento en el activo corriente (US\$ 12,60 millones de incremento respecto a marzo de 2011). Ver gráfico 41.

A junio de 2011, el 69,70% de los activos totales se encuentra compuesto por los activos corrientes y el 30,30% por los activos no corrientes. Ver gráfico 41.

A junio de 2011, los activos corrientes (US\$ 283,32 millones) incrementaron en un 4,65% respecto a marzo de 2011 (US\$ 270,72 millones) y se encuentran compuestos en un 64,29% por las cuentas por cobrar, 23,19% por los inventarios, 12,17% por las disponibilidades y un 0,44% por gastos anticipados. Ver gráfico 41.

Por otra parte a junio de 2011, los activos no corrientes (US\$ 123,14 millones) incrementaron en 0,88% respecto a marzo de 2011 (US\$ 122,07 millones), debido a un incremento en la cuenta propiedad, planta y equipo. Estos activos no corrientes se encuentran compuestos en un 96,32% por la cuenta propiedades, planta y equipo y compuestos en un 3,68% por el fondo de comercio (goodwill). Ver gráfico 41.

Gráfico 41



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

b. Calidad de Pasivos

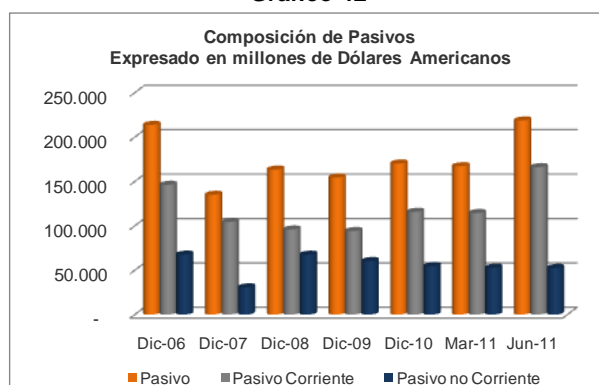
El Pasivo Total desde diciembre de 2006 (US\$ 213,76 millones) hasta diciembre de 2007 (US\$ 135,00 millones) presenta una caída de 36,85%. A partir de diciembre de 2008, los pasivos totales registran un comportamiento en crecimiento, registrando US\$ 163,30 millones (+20,97% respecto a diciembre de 2007). A diciembre de 2010, los pasivos totales registran US\$ 170,27 millones, habiendo incrementado en 10,25% respecto a diciembre de 2009 (US\$ 154,43 millones) y en 16,46% respecto a septiembre de 2010 (US\$ 146,20 millones). Para junio de 2011, los pasivos totales registraron US\$ 218,66 millones, habiendo incrementado un 30,81% respecto a marzo de 2011 (US\$ 167,17 millones). Ver gráfico 42.

A junio de 2011, el 40,87% del pasivo y patrimonio se encuentra compuesto por los pasivos corrientes y el 12,93% por los pasivos no corrientes. Ver gráfico 42.

Asimismo, a junio de 2011, los pasivos corrientes (US\$ 166,13 millones) incrementaron en un 45,24% respecto a marzo de 2011 (US\$ 114,38 millones) y se encuentran compuestos en un 46,28% por cuentas por pagar, 25,33% por otras cuentas por pagar, un 15,52% por provisiones y 12,87% por pasivos financieros de corto plazo.

A junio de 2011, los pasivos no corrientes (US\$ 39,45 millones) disminuyeron en 0,38% respecto a junio de 2011, debido a una disminución en las deudas sociales de largo plazo. Estos pasivos no corrientes se encuentran compuestos en un 75,09% por las deudas de largo plazo y 24,91% por otros pasivos no corrientes. Ver gráfico 42.

Gráfico 42



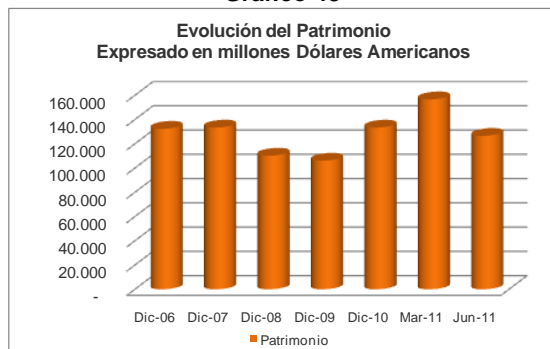
Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

c. Evolución del Patrimonio

El patrimonio desde diciembre de 2006 (US\$ 132,38 millones) hasta diciembre de 2008 (US\$ 110,22 millones) presenta una caída de 16,73%. A partir de marzo de 2010, el patrimonio registra un comportamiento en crecimiento, registrando US\$ 109,913 millones (+3,597% respecto a diciembre de 2009). A diciembre de 2010, el patrimonio registra US\$ 133,39 millones, habiendo incrementado en 25,71% respecto a diciembre de 2009 (US\$ 106,10 millones) y en 9,43% respecto a septiembre de 2010 (US\$ 335,32 millones). Para junio de 2011, el

patrimonio registra US\$ 126,59 millones, inferior en 19,21% respecto a marzo de 2011 (US\$ 156,70 millones), debido principalmente a una disminución en la cuenta resultados acumulados. Ver gráfico 43.

Gráfico 43



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

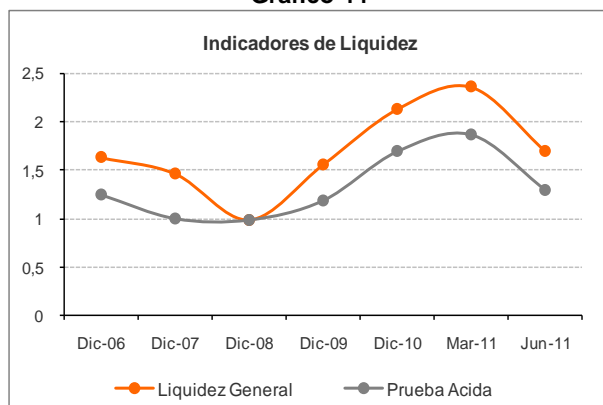
Cabe mencionar que existe un acuerdo con participación de utilidades – IFC, el cual consiste en un financiamiento por US\$ 1.30 millones con pago de intereses basado en participación en utilidades, mediante el cual se otorga el derecho a IFC a percibir un 10% de participación en los flujos de fondos que provienen de las operaciones del Proyecto Mina Bolívar – Riesgo Compartido firmado con COMIBOL.

Análisis de liquidez

Liquidez General: Entre diciembre de 2006 (1,64 veces) y diciembre de 2008 (0,99 veces), los ratios de liquidez muestran un comportamiento decreciente. A partir de diciembre 2009, el ratio de liquidez general tiende a crecer, registrando 1,56 veces. A diciembre de 2010, el indicador registra 2,14 veces, habiendo incrementado respecto a diciembre de 2009 (1,56 veces), debido a mayores niveles en las disponibilidades de la Sociedad. Para junio de 2011, este indicador registró 1,71 veces, habiendo disminuido en 0,66 veces respecto a marzo de 2011 (2,37 veces). Ver gráfico 44.

Prueba Ácida: El ratio que compone a los activos más líquidos de la Sociedad, registra una tendencia similar a la del ratio de liquidez general. Donde a diciembre de 2010 registra 1,70 veces, habiendo incrementado respecto a diciembre de 2009 (1,19 veces). Para junio de 2011, este indicador registró 1,30 veces, habiendo disminuido en 0,57 veces respecto a marzo de 2011 (1,88 veces). Ver gráfico 44.

Gráfico 44

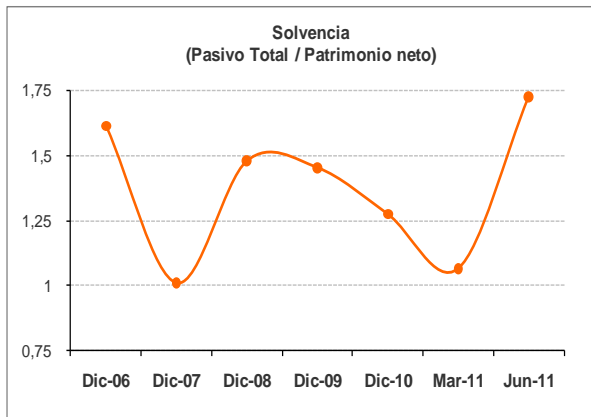


Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Solvencia

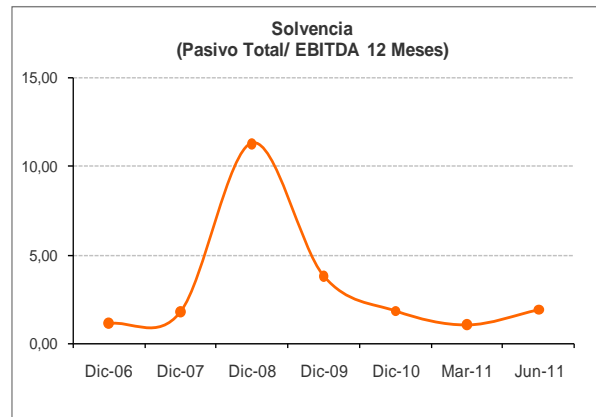
El apalancamiento patrimonial entre diciembre de 2006 (1,61 veces) y diciembre de 2009 (1,46 veces) muestra una tendencia decreciente. A diciembre de 2010, el apalancamiento patrimonial registra 1,28 veces, habiendo reducido respecto a diciembre de 2009 (1,46 veces). Para junio de 2011, este indicador registró 1,73 veces, habiendo incrementado 0,66 veces respecto a marzo de 2011 (1,07 veces). Ver gráfico 45.

Gráfico 45



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico 46



Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración

Por su parte el ratio de Pasivo Total/EBITDA 12 meses, a junio de 2011 indica que en 1,87 años se podría cumplir con todas las obligaciones de la Sociedad. Ver gráfico 46

ANEXO 1

Tasas de Interés Valores de Titularización

Período		Tasa de Interés	Período		Tasa de Interés
Del	Al		Del	Al	
26-Mar-08	05-Abr-08	0.00%	06-Ene-13	05-Feb-13	0.00%
06-Abr-08	05-May-08	0.00%	06-Feb-13	05-Mar-13	0.00%
06-May-08	05-Jun-08	0.00%	06-Mar-13	05-Abr-13	0.00%
06-Jun-08	05-Jul-08	0.00%	06-Abr-13	05-May-13	0.00%
06-Jul-08	05-Ago-08	0.00%	06-May-13	05-Jun-13	0.00%
06-Ago-08	05-Sep-08	0.00%	06-Jun-13	05-Jul-13	0.00%
06-Sep-08	05-Oct-08	0.00%	06-Jul-13	05-Ago-13	0.00%
06-Oct-08	05-Nov-08	0.00%	06-Ago-13	05-Sep-13	0.00%
06-Nov-08	05-Dic-08	0.00%	06-Sep-13	05-Oct-13	106.78%
06-Dic-08	05-Ene-09	0.00%	06-Oct-13	05-Nov-13	0.00%
06-Ene-09	05-Feb-09	0.00%	06-Nov-13	05-Dic-13	0.00%
06-Feb-09	05-Mar-09	0.00%	06-Dic-13	05-Ene-14	0.00%
06-Mar-09	05-Abr-09	0.00%	06-Ene-14	05-Feb-14	0.00%
06-Abr-09	05-May-09	0.00%	06-Feb-14	05-Mar-14	0.00%
06-May-09	05-Jun-09	0.00%	06-Mar-14	05-Abr-14	0.00%
06-Jun-09	05-Jul-09	0.00%	06-Abr-14	05-May-14	0.00%
06-Jul-09	05-Ago-09	0.00%	06-May-14	05-Jun-14	0.00%
06-Ago-09	05-Sep-09	0.00%	06-Jun-14	05-Jul-14	0.00%
06-Sep-09	05-Oct-09	85.22%	06-Jul-14	05-Ago-14	0.00%
06-Oct-09	05-Nov-09	0.00%	06-Ago-14	05-Sep-14	0.00%
06-Nov-09	05-Dic-09	0.00%	06-Sep-14	05-Oct-14	114.16%
06-Dic-09	05-Ene-10	0.00%	06-Oct-14	05-Nov-14	0.00%
06-Ene-10	05-Feb-10	0.00%	06-Nov-14	05-Dic-14	0.00%
06-Feb-10	05-Mar-10	0.00%	06-Dic-14	05-Ene-15	0.00%
06-Mar-10	05-Abr-10	0.00%	06-Ene-15	05-Feb-15	0.00%
06-Abr-10	05-May-10	0.00%	06-Feb-15	05-Mar-15	0.00%
06-May-10	05-Jun-10	0.00%	06-Mar-15	05-Abr-15	0.00%
06-Jun-10	05-Jul-10	0.00%	06-Abr-15	05-May-15	0.00%
06-Jul-10	05-Ago-10	0.00%	06-May-15	05-Jun-15	0.00%
06-Ago-10	05-Sep-10	0.00%	06-Jun-15	05-Jul-15	0.00%
06-Sep-10	05-Oct-10	90.08%	06-Jul-15	05-Ago-15	0.00%
06-Oct-10	05-Nov-10	0.00%	06-Ago-15	05-Sep-15	0.00%
06-Nov-10	05-Dic-10	0.00%	06-Sep-15	05-Oct-15	122.74%
06-Dic-10	05-Ene-11	0.00%	06-Oct-15	05-Nov-15	0.00%
06-Ene-11	05-Feb-11	0.00%	06-Nov-15	05-Dic-15	0.00%
06-Feb-11	05-Mar-11	0.00%	06-Dic-15	05-Ene-16	0.00%
06-Mar-11	05-Abr-11	0.00%	06-Ene-16	05-Feb-16	0.00%
06-Abr-11	05-May-11	0.00%	06-Feb-16	05-Mar-16	0.00%
06-May-11	05-Jun-11	0.00%	06-Mar-16	05-Abr-16	0.00%
06-Jun-11	05-Jul-11	0.00%	06-Abr-16	05-May-16	0.00%
06-Jul-11	05-Ago-11	0.00%	06-May-16	05-Jun-16	0.00%
06-Ago-11	05-Sep-11	0.00%	06-Jun-16	05-Jul-16	0.00%
06-Sep-11	05-Oct-11	94.93%	06-Jul-16	05-Ago-16	0.00%
06-Oct-11	05-Nov-11	0.00%	06-Ago-16	05-Sep-16	0.00%
06-Nov-11	05-Dic-11	0.00%	06-Sep-16	05-Oct-16	133.16%
06-Dic-11	05-Ene-12	0.00%	06-Oct-16	05-Nov-16	0.00%
06-Ene-12	05-Feb-12	0.00%	06-Nov-16	05-Dic-16	0.00%
06-Feb-12	05-Mar-12	0.00%	06-Dic-16	05-Ene-17	0.00%
06-Mar-12	05-Abr-12	0.00%	06-Ene-17	05-Feb-17	0.00%
06-Abr-12	05-May-12	0.00%	06-Feb-17	05-Mar-17	0.00%
06-May-12	05-Jun-12	0.00%	06-Mar-17	05-Abr-17	0.00%
06-Jun-12	05-Jul-12	0.00%	06-Abr-17	05-May-17	0.00%
06-Jul-12	05-Ago-12	0.00%	06-May-17	05-Jun-17	0.00%
06-Ago-12	05-Sep-12	0.00%	06-Jun-17	05-Jul-17	0.00%
06-Sep-12	05-Oct-12	100.98%	06-Jul-17	05-Ago-17	0.00%
06-Oct-12	05-Nov-12	0.00%	06-Ago-17	05-Sep-17	0.00%
06-Nov-12	05-Dic-12	0.00%	06-Sep-17	05-Oct-17	24.312,05%
06-Dic-12	05-Ene-13	0.00%			

ANEXO 2

Cuadro 17								
Resumen de Estados Financieros (Anexo 2)								
Sinchi Wayra S.A.								
Estados Financieros Históricos								
Expresado en Dólares Americanos								
	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10	mar-11	jun-11
Activos Corrientes	239.107	153.090	94.883	146.950	214.926	247.315	270.722	283.319
Activos Corrientes para la Prueba Ácida	182.883	104.674	94.883	112.052	179.724	196.791	214.475	216.636
Activos no Corrientes	107.046	195.323	199.681	174.168	120.171	122.207	122.071	123.140
Activos Totales	346.153	348.413	294.564	321.118	335.097	369.522	392.793	406.459
Pasivos Corrientes	146.223	104.309	95.865	94.118	70.125	115.792	114.382	166.130
Deuda de Largo Plazo	16.346	17.294	52.315	44.139	44.496	41.275	39.601	39.450
Pasivos No Corrientes	67.545	30.691	67.444	60.314	60.515	54.475	52.784	52.536
Pasivos Totales	213.768	135.000	163.309	154.432	130.640	170.267	167.166	218.666
Patrimonio	132.383	133.453	110.229	106.105	136.751	133.386	156.696	126.589
Deuda Financiera	30.928	31.600	72.149	65.296	59.951	60.160	61.903	60.833
Ventas Netas	359.222	383.860	287.162	183.582	104.678	196.498	62.487	101.200
Variación anual %	42,11%	6,86%	-25,19%	27,08%	173,13%	7,04%	65,98%	-3,32%
Total Costo de Ventas	(217.478)	(313.786)	(292.115)	(162.289)	(65.434)	(126.864)	(31.669)	(60.256)
Gastos Financieros	(4.193)	(3.238)	(7.409)	(9.771)	(4.346)	(10.453)	(1.603)	(3.602)
Variación anual %	-16,06%	-22,78%	128,81%	107,81%	-6,40%	6,98%	-18,84%	-17,12%
Gastos Totales	(213.285)	(310.548)	(284.706)	(152.518)	(61.088)	(116.411)	(30.066)	(56.654)
Utilidad Neta	96.474	55.810	(16.119)	2.099	29.146	41.408	25.304	18.056
Liquidez								
Liquidez General	1,64	1,47	0,99	1,56	3,06	2,14	2,37	1,71
Prueba Ácida	1,25	1,00	0,99	1,19	2,56	1,70	1,88	1,30
Capital de Trabajo	92.884	48.781	-	982	52.832	131.523	156.340	117.189
Capital de Trabajo Requerido	11.296	46.938	11.619	61.904	96.479	107.925	127.632	136.444
Solvencia								
Pasivo a Patrimonio	1,61	1,01	1,48	1,46	0,96	1,28	1,07	1,73
Deuda de Largo Plazo a Patrimonio	0,12	0,13	0,47	0,42	0,33	0,31	0,25	0,31
Pasivos Totales / EBITDA 12 meses	1,08	1,73	11,31	3,78	1,20	1,80	1,00	1,87
Pasivos Totales / Activos Totales	0,62	0,39	0,55	0,48	0,39	0,46	0,43	0,54
Eficiencia								
Gastos Totales como % de las Ventas	59,37%	80,90%	99,14%	83,08%	58,36%	59,24%	48,12%	55,98%
Gastos Financieros como % de las Ventas	1,17%	0,84%	2,58%	5,32%	4,15%	5,32%	2,57%	3,56%
Costo Promedio de los Pasivos	23,54%	28,78%	54,44%	75,92%	39,92%	73,67%	11,51%	19,77%
Rotación de Cobranzas	40,14	15,73	3,94	7,04	12,87	10,35	32,52	11,19
Rotación de Pagos	52,12	57,11	86,50	137,17	48,66	9,06	84,70	44,79
Cobertura								
EBIT/Gastos Financieros	33,80	21,64	-0,67	2,18	9,03	6,66	19,23	11,37
EBITDA/Gastos Financieros	47,29	24,11	1,95	4,19	12,48	9,06	25,96	16,27
EBITDA	198.269	78.081	14.444	40.903	54.225	94.677	41.620	58.616
EBITDA 3 meses	108.954	21.728	-	23.812	33.411	37.040	19.921	-
EBITDA 12 meses	198.269	78.081	14.444	40.903	108.450	94.677	166.480	117.232
Gastos Financieros 12 meses	-	4.193	-	3.238	-	7.409	-	9.771
Rentabilidad (%)								
ROE (Anualizado)	72,87%	41,82%	-14,62%	1,98%	42,63%	31,04%	64,59%	28,53%
Margen Neto	26,86%	14,54%	-5,61%	1,14%	27,84%	21,07%	40,49%	17,84%
ROA (Anualizado)	27,87%	16,02%	-5,47%	0,65%	17,40%	11,21%	25,77%	8,88%
Utilidad Operativa como % de los Ingresos	39,46%	18,26%	-1,72%	11,60%	37,49%	35,44%	49,32%	40,46%
Utilidad Neta como % de los ingresos	26,86%	14,54%	-5,61%	1,14%	27,84%	21,07%	40,49%	17,84%
Margen Bruto	39,46%	18,26%	-1,72%	11,60%	37,49%	35,44%	49,32%	40,46%
Margen Operativo	40,63%	19,10%	0,86%	16,92%	41,64%	40,76%	51,88%	44,02%

Fuente: Sinchi Wayra S.A. / Elaboración: PCR