

Fondos
Argentina
Análisis de Crédito

Pionero FF
Fondo Común de Inversión (Renta Fija)

Calificación Nacional

Calificación Riesgo Crediticio	A+(arg)f
Indicador Riesgo de Mercado	3 ¹

Total Patrimonio Neto (Al 25-06-10)	\$ 60.847.499
-------------------------------------	---------------

Valor de 1.000 cuotapartes	\$ 1.375,610
----------------------------	--------------

Sociedad Gerente

Macro Fondos S.G.F.C.I. S.A.

Sociedad Depositaria

Banco Macro S.A.

Analistas

Gustavo Avila
5235-8142
gustavo.avila@fitchratings.com

María Lucila Barbeito
5235-8147
maria.barbeito@fitchratings.com

Informes Relacionados

"Global Bond Fund Rating Criteria".
(Feb.10, 2010).

Disponible en nuestra página Web
www.fitchratings.com.ar

Nota: las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)". Las calificaciones de fondos comunes de inversión se diferencian mediante siglas de acuerdo al tipo de fondo de que se trate. Con la letra *f* se identifican los Fondos Comunes de Inversión de Renta Fija. Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

¹ La calificación de riesgo de mercado mide la sensibilidad del fondo a condiciones cambiantes en los factores del mercado y la escala va de 1 (que significa una extremadamente baja sensibilidad) a 7 (muy alta sensibilidad)

Fundamentos de la calificación

Aspectos cualitativos

- La capacidad de gestión y administración de Macro Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es buena. Al 30 de junio de 2010 administraba ocho fondos que totalizaban un patrimonio cercano a los \$700 millones. Asimismo, se observa idoneidad y profesionalidad en el personal a cargo de la toma de decisiones.
- La Sociedad Depositaria -Banco Macro- era, a abril de 2010, el sexto banco por depósitos y el cuarto por activos y cuenta con sucursales que atiende a individuos de medios y bajos ingresos y a pequeñas y medianas empresas (PyMes) del interior del país. Se encuentra calificada en A1+(arg) para Endeudamiento de Corto Plazo por Fitch Argentina.

Aspectos cuantitativos

- A la fecha de análisis, la calidad crediticia del fondo era muy buena. Los instrumentos en cartera se encontraban calificados en AAA o A1+ por un 58.69% y en rango AA o A1 por un 41.31% de la cartera del fondo. A1+ y A1 corresponden a calificaciones de corto plazo.

Composición del portafolio

Al 25 de junio de 2010, el 71.05% de las inversiones del fondo se encontraban colocadas en fideicomisos financieros, el 19.14% en fondos comunes de inversión, el 7.69% en plazos fijos precancelables, el 1.63% en cauciones y 0.48% restante correspondía a disponibilidades.

Diversificación

La diversificación del fondo, a la fecha de análisis, era buena. Los instrumentos que reunían las mayores participaciones eran los FF Supervielle Créditos Banex con un 13.68%, el fondo común de inversión Goal Pesos Clase B con un 9.49%, los FF Megabono con un 8.76% y los FF Best Consumer con un 6,85% de la cartera del fondo. El resto de los instrumentos tiene una participación inferior al 6% cada uno. La participación promedio ponderada de los activos en cartera se establecía en un 2.08%.

Riesgo de mercado

El fondo presenta un bajo riesgo de tasa de interés y riesgo *spread* y un moderado a alto riesgo de liquidez. Esto determina un riesgo de mercado bajo a moderado.

Características del fondo

Pionero FF es un fondo de renta fija en pesos y su horizonte de inversión es el corto plazo. El fondo invertirá principalmente en fideicomisos financieros. Fitch Argentina subió la calificación del fondo Pionero FF a A+(arg)f desde A(arg)f. La suba de calificación se fundamenta en su consistente posicionamiento en activos de muy buena calidad crediticia.

Categoría A: fondos comunes de inversión cuya combinación de calidad de activos y de administración, así como su capacidad operativa es buena en comparación con fondos de similares objetivos de inversión.

Características del fondo

Pionero FF es un fondo de renta fija que invierte en el mercado local, con un horizonte de inversión de corto plazo. Está nominado en pesos para las suscripciones, rescates y valuación de la cartera de inversiones.

El perfil de cuotapartistas al que apunta el fondo son inversores individuales, corporativos e institucionales.

Estrategia de inversión

La política de inversión fue evaluada de acuerdo a lo establecido por la Sociedad Gerente en su última acta de directorio. El fondo invertirá como mínimo un 75% del patrimonio del fondo en certificados de participación o títulos de deuda de fideicomisos financieros. En situaciones excepcionales de mercado o cuando se produjeran contingencias como resultado de la negociación de dichos instrumentos, el porcentaje podrá ser reducido a un 60% del patrimonio neto del fondo, y deberá completarse el porcentaje faltante (15%) con activos de disponibilidad inmediata.

Asimismo, el fondo podrá invertir hasta un 20% en operaciones de pases y/o cauciones activas. En el caso de depósitos en bancos, los mismos se aplicarán en aquellas entidades autorizadas por el BCRA, hasta un máximo del 20% del haber del fondo. Además, el fondo podrá invertir como máximo un 20% en instrumentos representativos de deuda tanto pública como privada. Por último, podrá invertir como máximo un 25% en cuotapartes de fondos comunes de inversión abiertos, administrados por otra Sociedad Gerente con el fin de administrar la liquidez.

En ningún caso la *duration* del fondo podrá ser superior a 1 año.

Sociedad Gerente

Organización

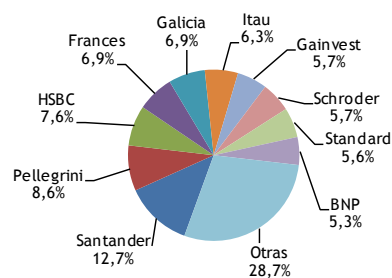
Macro fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión SA inició sus actividades en agosto de 1992. Sus accionistas son Macro Securities S.A. Sociedad de Bolsa (80.90%) y Banco Macro (19.10%). A la fecha de análisis, administraba ocho fondos comunes de inversión que totalizaban un patrimonio neto superior a los \$600 millones. La Sociedad Gerente cuenta con un grupo de profesionales idóneos y con experiencia para tomar decisiones relacionadas con la administración del patrimonio del fondo común de inversión.

Procedimientos y controles

Los encargados de administrar los fondos se reúnen semanalmente para determinar los activos elegibles en los cuales se invertirá, como así también los lineamientos a seguir, teniendo en cuenta la política de inversión. También se realiza un control diario de cada fondo para determinar los posibles desvíos de cada cartera.

La auditoría externa de los fondos la realiza Ernst & Young.

Administradoras Fondos de Inversión
(cifras como % del total de activos a jun'10)



Fuente: C.A.F.C.I., estimaciones Fitch

Aspectos operativos

El programa utilizado para la administración de los fondos es el sistema Esco.

Por otra parte, la Sociedad Gerente posee página web activa a través de la cual se brinda muy buen asesoramiento.

Sociedad Depositaria

Banco Macro era el sexto banco por depósitos y el cuarto por activos a abril 2010. Asimismo, cuenta con sucursales que atiende a individuos de medios y bajos ingresos y a pequeñas y medianas empresas (PyMes) del interior del país.

Además, presta servicios de asesoramiento de inversiones y de intermediación bursátil a través de empresas controladas.

Se encuentra calificada en A1+(arg) para Endeudamiento de Corto Plazo por Fitch Argentina.

Composición y desempeño del fondo

Activos que componen el fondo

Al 25 de junio de 2010, el 71.05% de las inversiones del fondo se encontraban colocadas en fideicomisos financieros, el 19.14% en fondos comunes de inversión, el 7.69% en plazos fijos precancelables, el 1.63% en cauciones y 0.48% restante correspondía a disponibilidades.

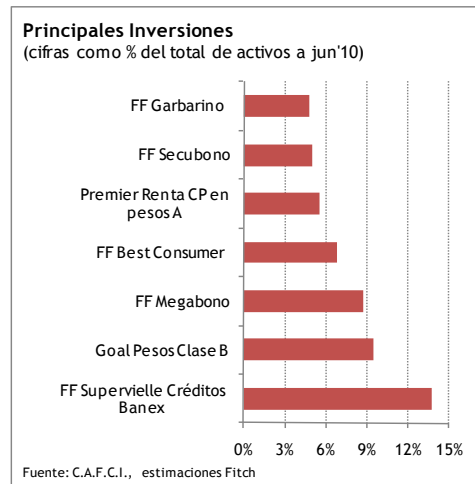
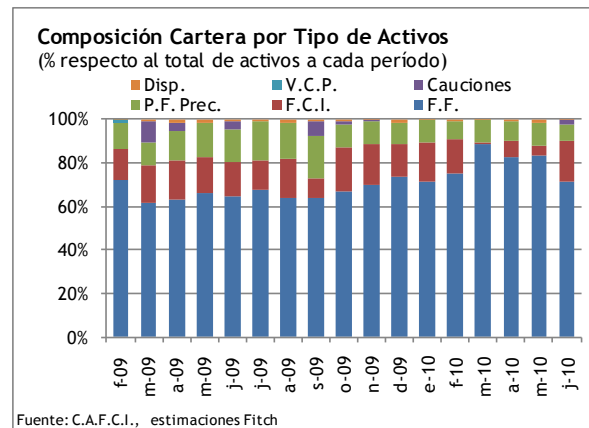
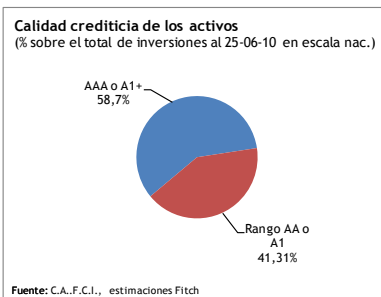
Calidad crediticia

A la fecha de análisis, la calidad crediticia del fondo era muy buena. Los instrumentos en cartera se encontraban calificados en AAA o A1+ por un 58.69% y en rango AA o A1 por un 41.31% de la cartera del fondo. A1+ y A1 corresponden a calificaciones de corto plazo.

Fitch Argentina subió la calificación del fondo **Pionero FF** a **A+(arg)f** desde **A(arg)f**. La suba de calificación se fundamenta en su consistente posicionamiento en activos de muy buena calidad crediticia.

Diversificación

La diversificación del fondo, a la fecha de análisis, era buena. Los instrumentos que reunían las mayores participaciones eran los FF Supervielle Créditos Banex con un 13.68%, el fondo común de inversión Goal Pesos Clase B con un 9.49%, los FF Megabono con un 8.76% y los FF Best Consumer con un 6,85% de la cartera del fondo. El resto de los fideicomisos tiene una participación inferior al 6% cada uno.

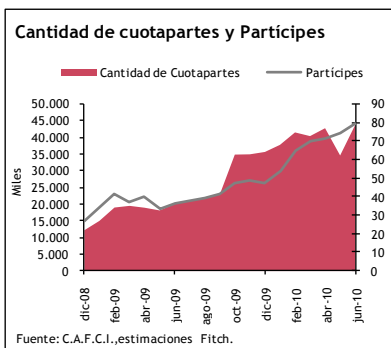
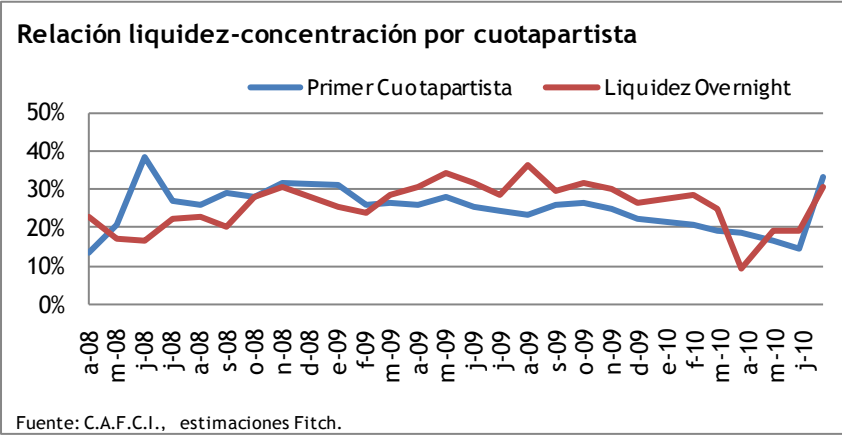


Los plazos fijos precancelables correspondían en un 3.47% a Banco Itau, un 3.40% a Nuevo Banco Industrial y un 0.83% a Banco CMF. La participación promedio ponderada de los activos en cartera se establecía en un 2.08%. Las disponibilidades se encontraban depositadas en el Banco Macro por un 0.48% de la cartera.

Relación entre liquidez y concentración por cuotapartista

En función del objetivo del fondo de invertir una elevada participación del mismo en valores fiduciarios con escaso/nulo mercado secundario, se torna de vital importancia la evaluación de la relación entre liquidez inmediata y concentración por cuotapartista.

En relación a los cuotapartistas, el fondo presenta un elevado grado de concentración en los primeros diez inversores del fondo, los mismos reunían al 25 de junio de 2010 el 81.18% del patrimonio del fondo. A su vez, entre los primeros cinco cuotapartistas sumaban un 61.68%, y el primero un 32.35%. A esa misma fecha, el fondo contaba con una liquidez inmediata del 30.84%. La alta concentración por cuotapartista responde en parte a la escasa historia del fondo que fue lanzado en noviembre de 2007.



Se destaca que los fideicomisos financieros en cartera son, en general, de corta duración y generan un flujo mensual en concepto de rendimiento y amortización de capital. Por su parte, la mayor disminución diaria de cantidad de cuotapartes desde su lanzamiento alcanzó el 57.52% registrada el 23-12-08 aunque el mismo provino luego de una fuerte suscripción por lo que no se generó escenario de estrés. La siguiente mayor caída fue del 26.83% registrada el 01-07-08, la cual forma parte del mayor período de estrés sufrido por el fondo que se registró entre las fechas 20-06-08 y 01-07-08 alcanzando una disminución en la cantidad de cuotapartes cercana al 50%. Sin embargo, el fondo pudo recomponer su liquidez.

Administración y capacidad de control del fondo en función de los objetivos fijados

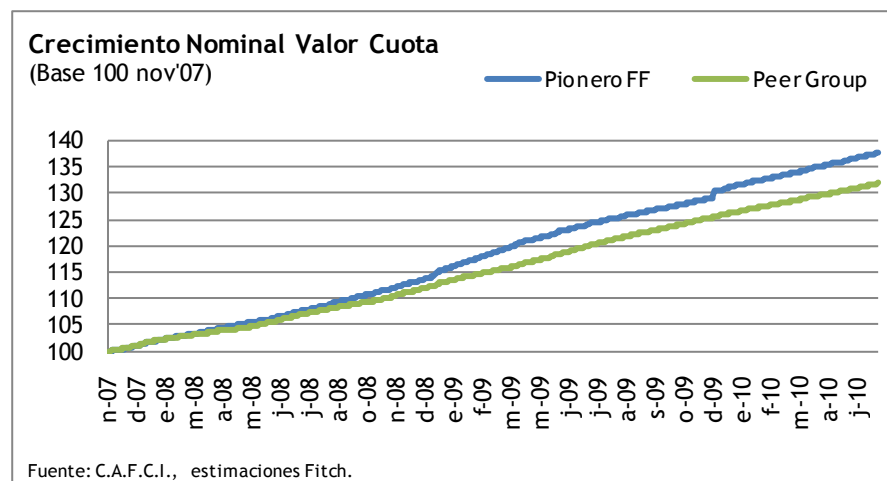
Dada la estructura de recursos humanos y tecnológicos con que cuenta la Sociedad Gerente, Fitch Argentina entiende que la capacidad de administración y control del fondo es buena en función de los objetivos fijados.

Rentabilidad y posicionamiento en el mercado

Analizando el segmento de fondos de renta fija en pesos, resulta que, al 25 de junio de 2009, fueron 63 los fondos informados por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. Los mismos totalizaban un patrimonio neto de \$4.943,62 millones.

Pionero FF es un fondo de renta fija en pesos que invierte en el país, y su horizonte de inversión es el corto plazo. Su patrimonio neto ascendía a esa fecha a \$60,8 millones con una participación del 1.23% sobre el total de fondos de renta fija en pesos y del 1.50% sobre los fondos con similares características.

La rentabilidad mensual del fondo en el mes de junio fue del 0.76%, mientras que el retorno anual al 30-06-10 fue del 11.2%.

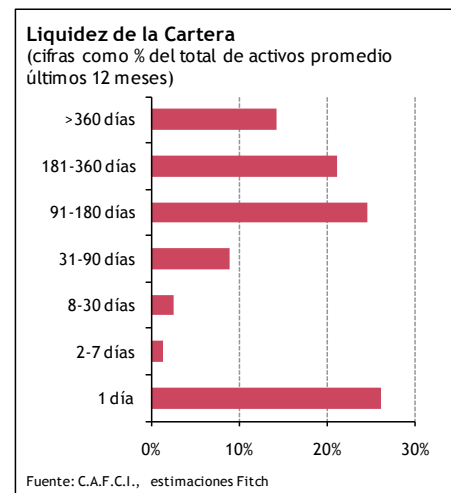


Riesgo de mercado

El fondo presenta un bajo riesgo de tasa de interés y riesgo spread y un moderado a alto riesgo de liquidez.

Se destaca que el fondo no ha registrado rendimientos diarios negativos desde su lanzamiento. Existe el riesgo de sufrir pérdidas producto de la iliquidez de una parte importante de la cartera y de posibles cambios en los métodos de valuación.

La combinación de los indicadores mencionados junto con el análisis de la política de inversión del fondo y la concentración por cuotapartista arroja como resultado una baja a moderada sensibilidad a condiciones cambiantes en los factores del mercado.



Comisiones

Comisión por suscripción:	0%
Comisión por rescate :	0%
Plazo de Rescate:	24 hrs.
Honorarios Sociedad Gerente*	1,8% anual
Honorarios Sociedad Depositaria*	0,2% anual
Plazo orientativo de inversión:	Corto plazo
Permanencia mínima obligatoria:	Ninguna
*No incluyen Gastos de Auditoría, CNV y Calificadoras de Riesgo	

Glosario

- Duration: medida de sensibilidad de un activo o conjunto de activos ante una variación de los tipos de interés. También se entiende como el plazo de amortización promedio del flujo de fondos ponderado por el valor actual de cada uno de esos flujos.
- Peer Group: grupo de fondos comparables.
- Spread: diferencial.

ANEXO I

CRITERIOS PARA LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE MERCADO

Riesgo de mercado

El análisis de riesgo de mercado incorpora una serie de indicadores que intenta medir la sensibilidad del portafolio ante condiciones cambiantes de mercado. Cada factor se califica individualmente para luego obtener una calificación ponderada a partir de los mismos. La escala va de 1 (extremadamente baja sensibilidad) a 7 (muy alta sensibilidad).

El riesgo de mercado incluye el análisis de: i) riesgo de tasa de interés, ii) riesgo de liquidez, iii) riesgo *spread* y iv) riesgos adicionales.

Riesgo de tasa de interés

El indicador utilizado para analizar este riesgo es la **duración modificada**. El riesgo de tasa de interés está constituido por la volatilidad y la posible alza en las tasas de interés, que incidiría en una potencial reducción en el valor de mercado de las inversiones. La duración modificada permite medir la sensibilidad del valor de la cuotaparte del fondo ante cambios en las tasas de interés.

Riesgo de liquidez

Mediante el análisis de liquidez, se evalúan dos aspectos fundamentales: (i) la flexibilidad del fondo ante la eventualidad de retiros masivos de inversionistas, dada la liquidez que ofrece, y (ii) la proporción del fondo que, acorde con su estructura de plazos, podría mitigar en el corto plazo una violenta alza en las tasas por cualquier motivo.

Los indicadores utilizados son:

- **Liquidez a tres meses:** se analiza la estructura porcentual del portafolio según los rangos de duración de las emisiones.
- **Mercado secundario:** se analiza el grado de liquidez de los instrumentos de la cartera, ponderando negativamente a aquellos con escaso volumen negociado. Este último indicador tiene como propósito conocer la posibilidad de acotar pérdidas en ciertos instrumentos ante cambios adversos en las condiciones de mercado, evitando sufrir grandes pérdidas.

Riesgo spread

El indicador de riesgo *spread* estima el porcentaje de cambio en el valor de mercado de las emisiones debido a modificaciones en los *spreads* de la tasa de rendimiento, que esencialmente refleja el rendimiento adicional demandado por invertir en instrumentos de menor calidad crediticia relativa.

Riesgos adicionales

Está compuesto por el riesgo cambiario, el riesgo por inflación y la diversificación. Este último se incluye a los efectos de medir la posibilidad de eliminar la volatilidad del valor de la cuotaparte proveniente del riesgo no sistémico o único.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.