

Fondos
Argentina
Credit Analysis

Pionero Renta Dólares

Fondo Común de Inversión (Renta Fija en USD)

Calificación Nacional

Calificación Riesgo Crediticio	AA(arg)f
Indicador Riesgo de Mercado	5 ¹

Total Patrimonio Neto (Al 25-06-10)	US\$ 1.925.224
-------------------------------------	----------------

Valor de 1.000 cuotas partes US\$ 459,147

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
5235-8141
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. A la fecha de análisis (25-06-10) 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 es el Banco Macro que 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. Las inversiones en cartera se encontraban calificadas en AAA por un 2.98%, en rango AA por un 4.37%, en rango A por un 92.51% y en rango BBB por un 0.15% de la cartera del fondo. Sin embargo, a partir del 12/07/10 y luego de la suba del soberano y de algunas entidades financieras, el 2,98% de los activos en cartera pasaría a estar calificado en rango AAA, un 95,29% en rango AA, un 1,59% en rango A y un 0,15% en rango BBB. Se espera que la mejora crediticia continúe dada la estrategia del fondo de invertir principalmente en títulos públicos.

Composición del portafolio

Al 25 de junio de 2010, los activos que integraban el fondo estaban representados por títulos públicos en un 90.92%, por obligaciones negociables (O.N.) en un 6.45% y un 0.14% en fideicomisos financieros (F.F.). El 2.50% restante correspondía a disponibilidades.

Diversificación

A la fecha de análisis, las principales participaciones correspondían al Bonar V por un 27.93% y al Boden 2012 por un 25.36%. Con menores participaciones, se encontraban el Boden 2013 por un 14.41%, el Boden 2015 por un 12,03% y el Bonar VII por un 11,19% del portafolio. El resto de los instrumentos tenía una participación inferior al 3% cada uno. La participación promedio ponderada de los activos alcanzaba el 19.21%.

Riesgo de mercado

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

Características del fondo

Pionero Renta Dólares es un fondo de renta fija en dólares y su horizonte de inversión es el mediano plazo.

Fitch Argentina subió la calificación del fondo Pionero Renta Dólares a AA(arg)f desde A+(arg)f producto de la suba de la calificación del soberano a nivel internacional y la consecuente mejora en la percepción del riesgo relativo del soberano dentro de la escala nacional de calificaciones.

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

Características del fondo

Pionero Renta Dólares es un fondo de renta fija con un horizonte de inversión de mediano plazo. Está nominado en dólares 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 está nominado en dólares y se ajustará, básicamente, a realizar inversiones en instrumentos de renta fija en emisores pertenecientes al MERCOSUR. El fondo invertirá como mínimo el 75% del patrimonio neto en estos valores.

El fondo podrá invertir como máximo hasta un 70% en Obligaciones Negociables, en la moneda del fondo con una calificación mínima de grado de inversión. Asimismo, podrá invertir hasta un 20% en operaciones de pases y/o cauciones activas realizadas en el Sistema Bursátil Argentino, que cuenten con la autorización del Mercado de Valores de Buenos Aires y/o por el Mercado Abierto Electrónico.

En el caso de depósitos en bancos, los mismos se podrán realizar en las entidades en función a los indicadores que surgen de los balances de los mismos, hasta un máximo del 20% del haber del fondo y en la moneda del fondo.

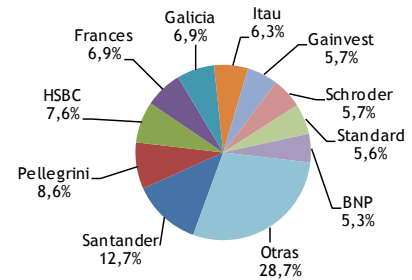
En ningún caso la "duración" promedio del fondo podrá ser superior a 3,5 años.

Sociedad Gerente

Organización

Macro fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. 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.

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



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

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.

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

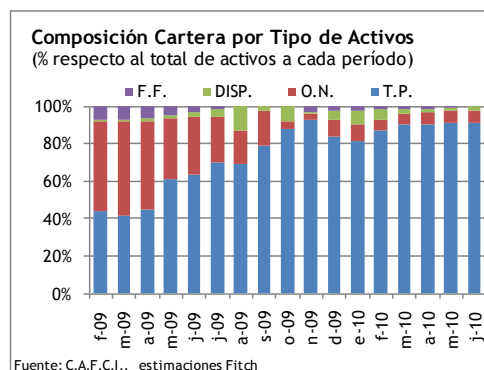
Además, presta servicios de asesoramiento de inversiones y de intermediación bursátil a través de empresas controladas.

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

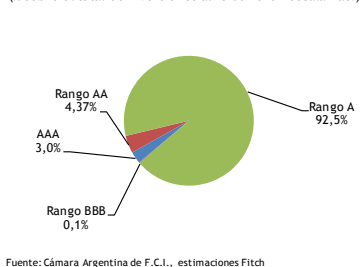
Composición y desempeño del fondo

Activos que componen el fondo

Al 25 de junio de 2010, los activos que integraban el fondo estaban representados por títulos públicos en un 90.92%, por obligaciones negociables (O.N.) en un 6.45% y un 0.14% en fideicomisos financieros (F.F.). El 2.50% restante correspondía a disponibilidades.



Calidad crediticia de los activos
(% sobre el total de inversiones al 25-06-10 en escala nac.)

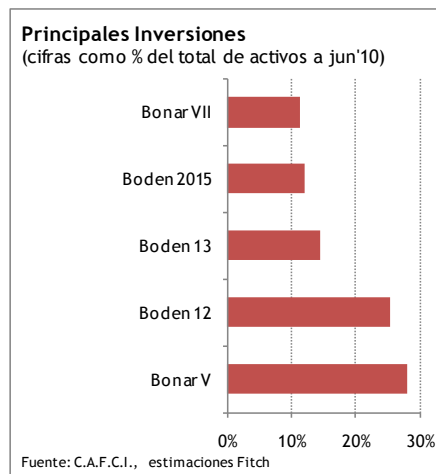


Calidad crediticia

A la fecha de análisis, la calidad crediticia del fondo era muy buena. Las inversiones en cartera se encontraban calificadas en AAA por un 2.98%, en rango AA por un 4.37%, en rango A por un 92.51% y en rango BBB por un 0.15% de la cartera del fondo. Sin embargo, a partir del 12/07/10 y luego de la suba del soberano y de algunas entidades financieras, el 2,98% de los activos en cartera pasaría a estar calificado en rango AAA, un 95,29% en rango AA, un 1,59% en rango A y un 0,15% en rango BBB. Se espera que la mejora crediticia continúe dada la estrategia del fondo de invertir principalmente en títulos públicos.

Diversificación

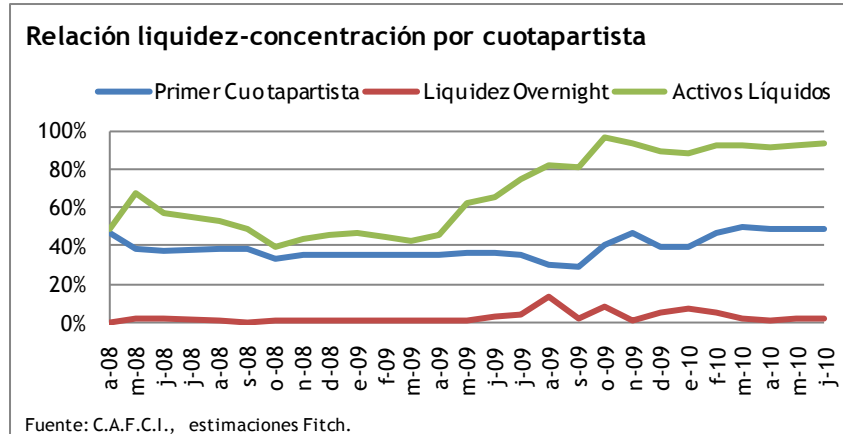
A la fecha de análisis, las principales participaciones correspondían al Bonar V por un 27.93% y al Boden 2012 por un 25.36%. Con menores participaciones, se encontraban el Boden 2013 por un 14.41%, el Boden 2015 por un 12,03% y el Bonar VII por un 11,19% del portfolio. El resto de los instrumentos tenía una participación inferior al 3% cada uno. La participación promedio ponderada de los activos alcanzaba el 19.21%. Las disponibilidades se encontraban depositadas en el Banco Macro por un 2.50% de la cartera.



Relación entre liquidez y concentración por cuotapartista

En relación a los cuotapartistas, el fondo presenta una elevada concentración. Al 25 de junio de 2010, los primeros cinco cuotapartistas alcanzaban el 90.40% del fondo y los primeros diez el 97.30%. Esta elevada concentración obedece en parte al escaso patrimonio administrado. Sin embargo, se destaca que, a la fecha de análisis, la

mayoría de los instrumentos en cartera poseían mercado secundario y se estima estabilidad en los principales cuotapartistas.



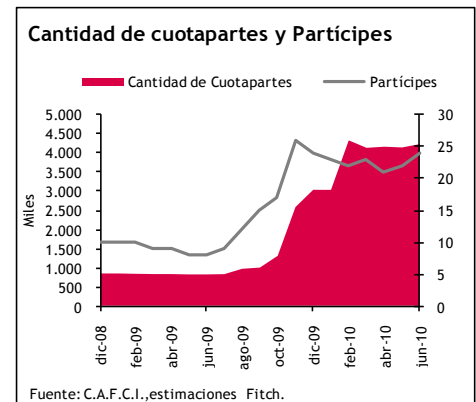
Administración y capacidad de control del fondo en función de los objetivos fijados

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.

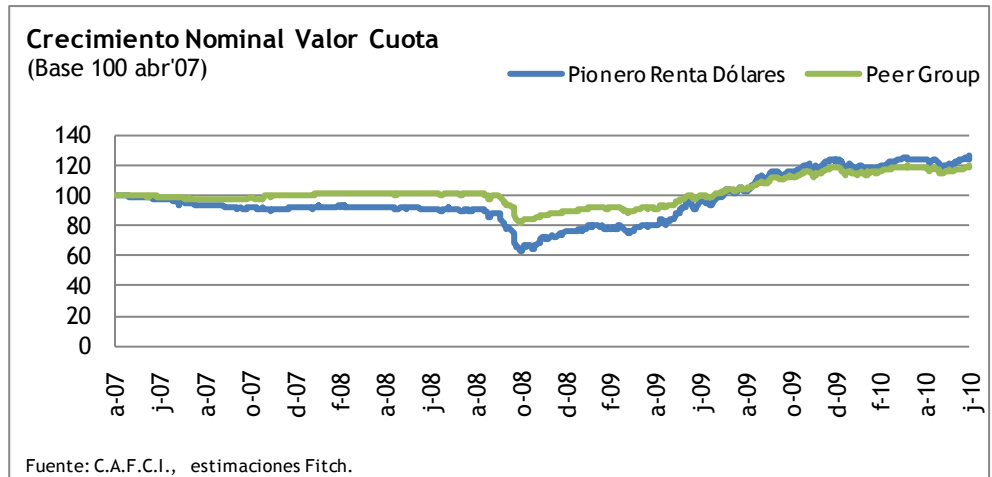
Rentabilidad y posicionamiento en el mercado

Analizando el segmento de fondos de renta fija en dólares resulta que, al 25 de junio de 2010, fueron 36 los fondos informados por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. Los mismos totalizaban un patrimonio neto de U\$S 236,4 millones.

Pionero Renta Dólares es un fondo de renta fija en dólares que invierte en forma global y su horizonte de inversión es el mediano plazo. Su patrimonio neto ascendía a esa fecha a U\$S 1.925.224 con un participación del 0.8% sobre el total de fondos de renta fija en dólares.



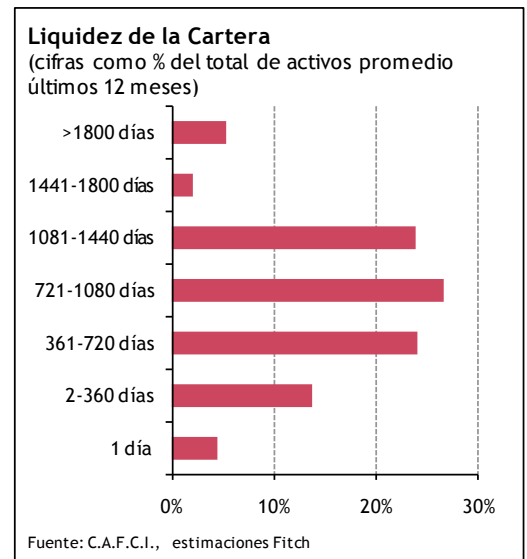
La rentabilidad mensual del fondo en el mes de junio fue del 3.35%, en tanto que la rentabilidad anual al 30-06-10 alcanzó el 30.04%.



Riesgo de mercado

El fondo presenta un moderado a alto riesgo de tasa de interés, riesgo de liquidez y riesgo *Spread*.

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 moderada a alta sensibilidad a condiciones cambiantes en los factores del mercado.



Comisiones

Comisión por suscripción:	0%
Comisión por rescate :	0%
Plazo de Rescate:	72 hrs.
Honorarios Sociedad Gerente*:	0.45% anual
Honorarios Sociedad Depositaria*:	0.05% anual
Plazo orientativo de inversión:	Mediano plazo
Permanencia mínima obligatoria:	Ninguna
*No incluyen Gastos de Auditoría, CNV y Calificadoras de Riesgo	

Glosario

- Peer Group: grupo de fondos comparables
- Spread: diferencial

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings están sujetas a ciertas limitaciones y restricciones de responsabilidad. Por favor lea estas limitaciones y restricciones de responsabilidad en el siguiente enlace: <http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Adicionalmente, las definiciones de las calificaciones y los términos del uso de dichas calificaciones se encuentran disponibles en el sitio web público de la calificadoradora en www.fitchratings.com. Las calificaciones, criterios y metodologías publicadas están disponibles en este sitio web en todo momento. El código de conducta, confidencialidad, conflicto de intereses, control de comunicaciones entre afiliadas, cumplimiento de las normas y otras políticas y procedimientos relevantes también se encuentran disponibles desde la sección del código de conducta de este sitio web.

Copyright © 2010 de 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. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga 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 con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.

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.