

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Evolución y Perspectiva 2017

FixScr
affiliate of **FitchRatings**



Fondos Comunes de Inversión

Evolución y Perspectiva 2017

| Índice | Página |
|---|--------|
| Resumen Ejecutivo | 1 |
| Comparación con sus pares latinoamericanos | 2 |
| Mercado de Argentina vs. Mercado Mundial | 2 |
| Evolución Patrimonial y Situación Actual | 2 |
| Evolución de las Administradoras | 5 |
| Mercado Concentrado | 6 |
| Principales Factores del Crecimiento | 6 |
| Nueva Ley de Mercado de Capitales y Fondos Cerrados | 7 |
| Perspectiva 2017 | 8 |

“La industria de Fondos Comunes de Inversión (FCI) en Argentina, al igual que los años anteriores registró un fuerte crecimiento patrimonial en 2016, cercano al 24.9% en dólares, mientras que la tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR) a tres años en dólares se ubica en torno al 35.7%. No obstante, aún se encuentra lejos en términos del PBI respecto a sus pares latinoamericanos y sigue estando sesgada hacia productos de “cash management” y dominado por los inversores institucionales.

2017 puede ser un año de inflexión para el sector de aprobarse la nueva ley de mercado de capitales y de ser adecuadamente implementada. Además del crecimiento nominal y los rendimientos de los instrumentos, el sector podría verse potenciado por el surgimiento de los Fondos Cerrados y la administración de ahorros ligados al blanqueo, el resurgimiento de Fondos con activos internacionales, por la mayor afluencia de inversores extranjeros y la posibilidad, por parte de las Administradoras, de ofrecer servicios adicionales, entre otros.

Resumen Ejecutivo

Fuerte crecimiento patrimonial: El mercado de Fondos en 2016 evidenció un fuerte crecimiento patrimonial que alcanzó el 53% en pesos, llegando a fines de diciembre a ARS 323,007 millones aproximadamente. Si bien los Fondos de Renta Mixta fueron los que registraron el mayor incremento en el período (+122.2%), la mayor contribución al crecimiento, dada su participación, estuvo dada por los Fondos de renta fija, que variaron un 81.9% y que explican el 81.1%, del aumento patrimonial.

Principales factores del desempeño: El crecimiento del sector en 2016 obedeció en parte al elevado nivel de inflación registrado el último año así como el buen rendimiento de los instrumentos en carteras en el período. No obstante, se destaca el fuerte aumento que registraron las cuentas totales en el sector que ascendió al 66.4% (68.8% para el segmento minorista y 50.8% para el institucional). Este incremento se relaciona en parte con un mayor conocimiento del instrumento, gracias a diversas campañas de promoción. El crecimiento se dio principalmente en el segmento de Fondos de Renta Fija de corto plazo, ayudado por la buena rentabilidad de los mismos vinculados con la Lebac (por encima de los plazos fijos), la posibilidad de rescate en 24 horas y la comodidad para el segmento minorista de operar a través de home banking.

Sesgado hacia productos de cash management: El mercado de FCI se encuentra dominado por productos de escaso valor agregado. Cerca del 54% del patrimonio administrado corresponde a Fondos de Mercado de Dinero y Fondos de Renta Fija de corto plazo (duration de hasta un año). Asimismo, de sumar aquellos Fondos “regulados”, que son los Fondos “Pymes” y de “Infraestructura”, el porcentaje de Fondos de Asset Management se reduce aún más. A fines de 2016, los Fondos de Renta Fija representaban el 62.4%, los Fondos de Mercado de Dinero, el 13.9%, los de Renta Mixta el 13%, los Fondos Pyme e Infraestructura en conjunto el 7%, mientras que los Fondos de Renta Variable alcanzaban el 3.1% y los de Retorno Total el restante 0.8%.

Mercado concentrado: A diciembre 2016, las principales cinco Administradoras reunían el 41.6% del patrimonio total administrado y las primeras diez el 62.4% sobre un total de 43 Administradoras activas. Por su parte, la participación de los inversores minoristas continúa siendo muy baja, con una ponderación cercana al 9%, aunque se destaca el fuerte incremento respecto a dic'15 (5.4%).

Perspectiva 2017: La perspectiva para el sector es estable considerando el análisis crediticio, y positiva en términos patrimoniales. El sector aún se encuentra alejado de los pares latinoamericanos por lo que tiene mucho para crecer potenciado por la llegada de inversores extranjeros, la administración de ahorros vinculados al blanqueo, incluyendo la creación de nuevos productos como los Fondos Cerrados. No obstante, se requiere de cambios estructurales junto con políticas estables e incentivos a largo plazo para lograr la confianza, especialmente en el sector minorista e incrementar el conocimiento del producto.

Listado de Calificaciones Rating List FCI Argentina

Informes Relacionados

El Principio del Fin de los Fondos “Inciso k” y su adenda; enero'16;
www.fixscr.com

Fondos Comunes de Inversión:
 Evolución y Perspectiva 2016
www.fixscr.com

Analistas

Gustavo Avila
 Director
 5235-8142
gustavo.avila@fixscr.com

Agustin Martinez
 Analista
 5235-8100
agustin.martinez@fixscr.com

M. Fernanda Lopez
 Senior Director
 5235-8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Comparación con sus pares latinoamericanos

A nivel latinoamericano, Argentina posee una baja participación comparada con Brasil, el más grande de la región, pero incluso es considerablemente inferior a México y Chile, pese a que se destaca el fuerte avance patrimonial de los últimos años en dólares, alcanzando niveles similares a los de Colombia. El cuadro a continuación evidencia la fuerte diferencia en la cantidad total de clientes, en línea con un escaso desarrollo del mercado minorista a nivel local.

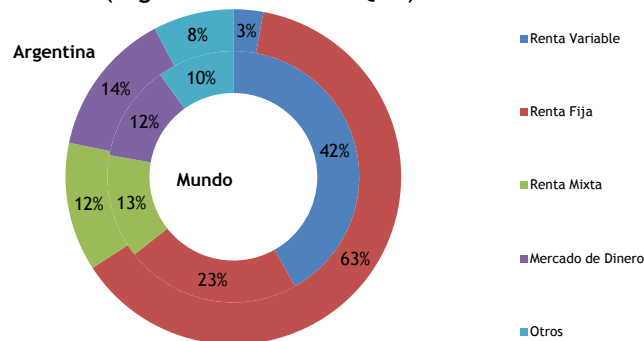
| País | Fondos de Inversión | Activos Netos Totales (Millones USD) | Clientes Totales | % PBI** |
|-------------------|---------------------|--------------------------------------|-------------------|---------|
| Argentina* | 420 | 20.328 | 235.725 | 2,8% |
| Brasil | 14.719 | 1.018.753 | 11.985.415 | 42,4% |
| Chile* | 2.539 | 46.268 | 2.118.637 | 16,6% |
| Colombia | 302 | 21.221 | 1.422.386 | 6,1% |
| Costa Rica | 94 | 4.590 | 91.227 | 7,7% |
| España | 2.306 | 290.660 | 8.525.576 | 23,1% |
| México* | 587 | 97.326 | 2.178.957 | 9,7% |
| Total | 20.967 | 1.499.146 | 26.557.923 | |

Fuente: FIAFIN y CAFCI. Datos a tercer trimestre 2016; *Datos cuarto trimestre 2016; **Datos a diciembre 2015

Mercado de Argentina vs. Mercado Mundial

Hay dos características notorias que diferencian el mercado de FCI de Argentina del Mundial. La primera, como fue mencionada con anterioridad, es la prevalencia de los inversores institucionales respecto a los minoristas. En Argentina, el sector minorista representa cerca del 9% en términos patrimoniales, cuando a nivel mundial dicho porcentaje asciende al 86.5% (a dic'15). Mientras que la segunda, consiste en la amplia diferencia en términos de market share por tipo de Fondo. Mientras que en Argentina hay un claro dominio de los FCI de Renta Fija (62.4%) y de Mercado de Dinero (13.9%), con un bajo posicionamiento en los Fondos de Renta Variable (3.1%), éstos últimos poseen la mayor participación a nivel mundial (41.8%).

Gráfico #1: Desagregación por tipo de Fondo (Argentina vs Mundo 3Q'16)

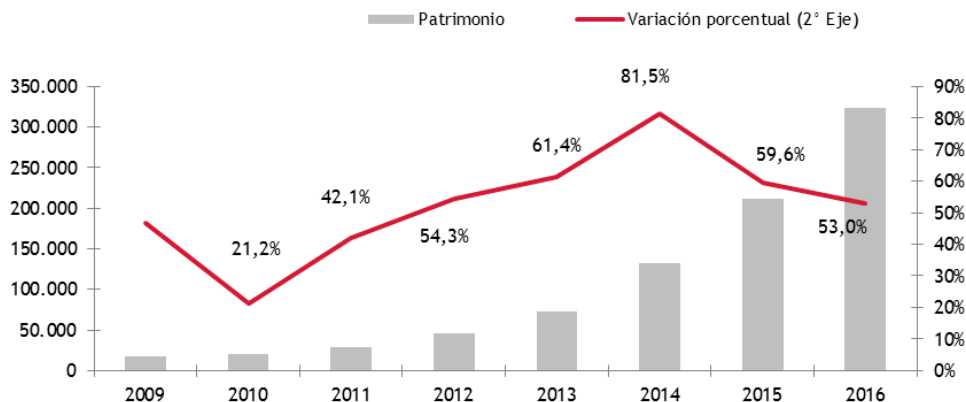


Fuente: elaboración propia en base a CAFCI e Investment Company Institute

Evolución patrimonial y situación actual

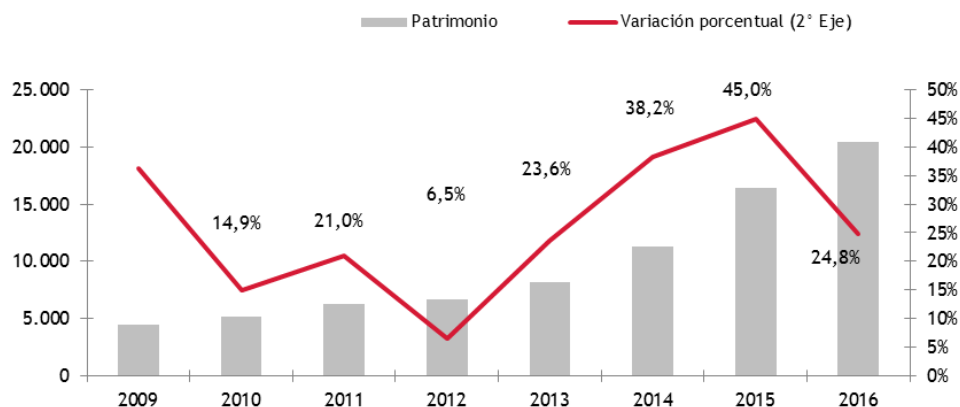
El mercado de Fondos Comunes de Inversión de Argentina finalizó el 2016 con un patrimonio neto bajo administración de ARS 323.007 millones (USD20.456 millones), lo que significó un crecimiento de 53% anual en pesos y un 24.9% en dólares.

Evolución del patrimonio (Millones de pesos)



Fuente: elaboración propia sobre la base datos de la C.A.F.C.I.

Evolución del patrimonio (Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia sobre la base datos de la C.A.F.C.I. 2012-2014 ajustado por CCL

La evolución del patrimonio total del mercado de Fondos en Argentina no ha sido homogénea entre los distintos tipos de Fondos en los últimos años.

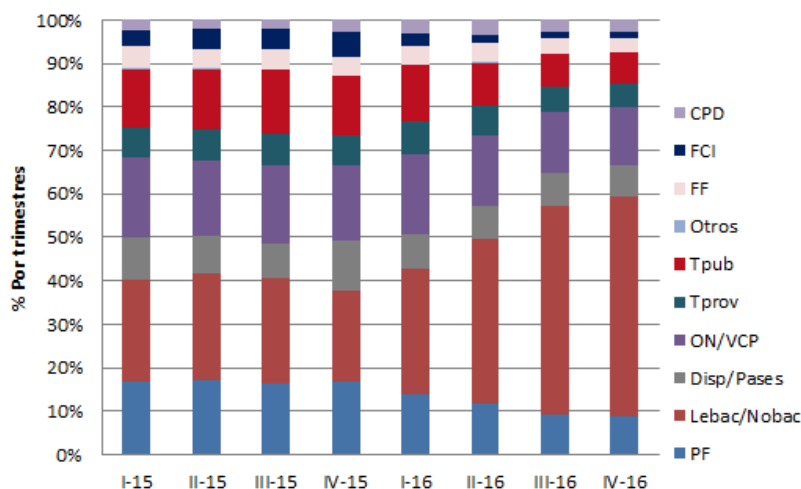
El segmento de renta fija es claramente el que más creció en estos últimos años, pasando a representar el 62.4% a fines de 2016 desde el 27.4% en 2009. En sentido contrario, los Fondos de Renta Variable, pese al crecimiento en números de cuentas en los últimos años, redujeron su participación al 3.2% desde el 14.5% en el mismo período. Igual comportamiento registraron los Fondos de Mercado de Dinero, que alcanzan al 13.9% del patrimonio total desde el 54.7%

El incremento de los Fondos de Renta Fija, y en especial los de corto plazo o "T+1" se explica en parte por los elevados niveles inflacionarios y de liquidez en el mercado junto con la necesidad de los inversores institucionales de canalizar esos excedentes (*cash management*) hacia productos de baja volatilidad, pero que ofrezcan la mejor cobertura posible frente a la inflación, conservando adecuados niveles de liquidez. En el último año el buen rendimiento que mostraron los Fondos "T+1" (por encima de los depósitos a plazo fijo), vinculado principalmente a su fuerte exposición a Lebacks, potenció el crecimiento de los mismos. Asimismo, el fuerte diferencial de rendimiento con respecto a los Fondos Money Market, hizo que estos últimos continuaran perdiendo participación.

| 2016 | Rendimiento | Volatilidad |
|-----------------------------------|-------------|-------------|
| Money Market | 19,36% | 0,74% |
| Renta Fija Corto Plazo Pesos | 32,59% | 0,98% |
| Rta Fija 1 a 3 Años de Duration | 33,10% | 5,16% |
| Renta Fija > 3 Años | 32,4% | 7,2% |
| Renta Variable MAR | 26,8% | 25,7% |
| Renta Variable Merval y Merval 25 | 41,6% | 27,5% |

Fuente: FIX en base a la CAFCI y Económica. Cálculo en base a mediana de Fondos operativos

Participación en instrumentos de Renta Fija

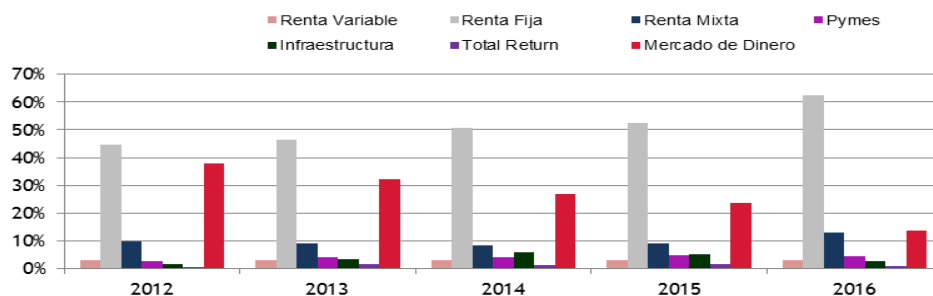


Fuente: Economatica, promediotrimestral 2014-2016

Además, el muy buen rendimiento de los Fondos en pesos, junto con la menor depreciación del dólar en relación a la inflación, hizo que los Fondos de renta fija en pesos ganaran participación relativa en términos patrimoniales respecto a los Fondos en dólares o aquellos con activos vinculados a la evolución del dólar (dólar-linked, cobertura, etc.).

No obstante, se destaca el surgimiento de varios Fondos nominados en dólares, principalmente de corto plazo, cuyo activo principal son las Letes que rinden por encima de un plazo fijo en dólares, con baja volatilidad y elevada liquidez. En tanto, la mayoría de los Fondos dólar-linked, luego de la eliminación de las restricciones cambiarias, incorporaron en forma significativa a sus carteras instrumentos nominados en dólares y se espera que estos ganen participación a medida que opere el vencimiento de los títulos dólar-linked vigentes, ya que las nuevas emisiones son en general en dólares

Evolución por tipo de fondo



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la C.A.F.C.I.

Por último, se destaca que los Fondos de Infraestructura tuvieron una caída patrimonial del 23.7% en el período, luego de la eliminación del “inciso k” y de que sólo los Fondos Pyme ingresaran dentro del nuevo requerimiento regulatorio para las compañías de seguro, dentro del “inciso l”. Estos últimos tuvieron un crecimiento del 42.4% durante 2016. Se espera que durante 2017 los Fondos de Infraestructura continúen perdiendo patrimonio, dado que la normativa fija un cronograma de desinversión en estos instrumentos que finaliza en diciembre del corriente año.

Evolución de las Administradoras

El crecimiento de las Administradoras en términos patrimoniales, si bien fue significativo para la mayoría, presentó un comportamiento heterogéneo, logrando incrementos anuales extraordinarios en el caso de algunas de las Administradoras más pequeñas y de menor antigüedad.

| Orden | Administradora | Market Share 2016 | Market Share 2015 | Var anual 2016 vs 2015 | Contribución al Crecimiento (%) |
|-------|---|-------------------|-------------------|------------------------|---------------------------------|
| 1 | Galicia Administradora de Fondos S.A.S.G.F.C.I. | 11,3% | 8,6% | 98,3% | 17,0% |
| 2 | Pellegrini S.A.S.G.F.C.I. | 10,2% | 10,8% | 41,3% | 9,0% |
| 3 | Santander Rio Asset Management G.F.C.I.S.A. | 8,9% | 7,5% | 77,8% | 11,8% |
| 4 | BBVA Frances Asset Management S.A.G.F.C.I. | 5,8% | 4,1% | 110,8% | 9,2% |
| 5 | Schroder S.A.S.G.F.C.I. | 5,4% | 6,2% | 28,3% | 3,6% |
| 6 | ICBC Investments Argentina S.A.S.G.F.C.I. | 5,0% | 5,4% | 37,1% | 4,1% |
| 7 | Macro Fondos S.G.F.C.I.S.A. | 4,7% | 3,4% | 102,3% | 7,1% |
| 8 | RJ Delta Asset Management SA | 3,8% | 4,2% | 33,7% | 2,9% |
| 9 | Consultatio Asset Management G.F.C.I.S.A. | 3,8% | 3,6% | 53,7% | 4,0% |
| 10 | HSBC Administradora de Inversiones S.A.S.G.F.C.I. | 3,7% | 5,3% | 4,5% | 0,5% |
| 11 | Supervielle Asset Management S.A.S.G.F.C.I. | 3,1% | 2,5% | 85,0% | 4,3% |
| 12 | SBS Asset Management S.A.S.G.F.C.I. | 3,0% | 3,5% | 29,4% | 2,1% |
| 13 | Investis Asset Management S.A.S.G.F.C.I. | 2,8% | 3,4% | 22,8% | 1,6% |
| 14 | Patagonia Inversora S.A.S.G.F.C.I. | 2,7% | 2,5% | 59,9% | 3,1% |
| 15 | Megainver S.G.F.C.I.S.A. | 2,5% | 2,7% | 39,8% | 2,2% |
| 16 | Itau Asset Management S.A.S.G.F.C.I. | 2,4% | 3,8% | -6,1% | -0,5% |
| 17 | INTL Gainvest S.A. | 2,4% | 3,4% | 4,8% | 0,3% |
| 18 | BNP Paribas Investment Partners Arg. S.A.S.G.F.C.I. | 2,3% | 2,5% | 35,8% | 1,8% |
| 19 | Provinfondos S.A.S.G.F.C.I. | 1,7% | 0,6% | 353,8% | 4,1% |
| 20 | QM Asset Management S.G.F.C.I.S.A. | 1,5% | 1,8% | 26,5% | 1,0% |
| 21 | Southern Trust S.G.F.C.I.S.A. | 1,4% | 1,5% | 44,1% | 1,3% |
| 22 | BACS Administradora de Activos S.A.S.G.F.C.I. | 1,2% | 1,2% | 56,7% | 1,3% |
| 23 | Balanz S.G.F.C.I.S.A. | 1,1% | 0,7% | 143,7% | 2,0% |
| 24 | Galileo Argentina S.G.F.C.I.S.A. | 1,1% | 1,1% | 41,7% | 0,9% |
| 25 | Allaria Ledesma Fondos Administrados S.G.F.C.I.S.A. | 1,0% | 1,5% | 3,1% | 0,1% |
| 26 | Mariva Asset Management S.A.S.G.F.C.I. | 1,0% | 1,6% | -6,9% | -0,2% |
| 27 | Industrial Asset Management S.G.F.C.I.S.A. | 0,8% | 0,4% | 208,5% | 1,6% |
| 28 | Argenfunds S.A. | 0,7% | 1,4% | -20,9% | -0,6% |
| 29 | Axis S.G.F.C.I.S.A. | 0,7% | 0,5% | 121,4% | 1,2% |
| 30 | Nuevo Chaco Fondos S.A.S.G.F.C.I. | 0,7% | 0,1% | 783,3% | 1,8% |
| 31 | Cohen S.A. | 0,6% | 1,2% | -20,0% | -0,5% |
| 32 | Convexity S.G.F.C.I.S.A. | 0,5% | 0,6% | 25,7% | 0,3% |
| 33 | Capital Markets Argentina S.G.F.C.I.S.A. | 0,5% | 0,6% | 20,8% | 0,3% |
| 34 | Tavelli y Cia. S.A. | 0,5% | 0,6% | 29,7% | 0,3% |
| 35 | Proahorro Administradora de Activos S.A.S.G.F.C.I. | 0,5% | 0,3% | 107,8% | 0,8% |
| 36 | Grupo SS S.A.S.G.F.C.I. | 0,3% | 0,2% | 102,2% | 0,5% |
| 37 | Cima S.G.F.C.I.S.A. | 0,1% | 0,2% | 5,4% | 0,0% |
| 38 | Quiron Asset Management S.A. | 0,1% | 0,2% | -35,7% | -0,2% |
| 39 | Mercofond S.G.F.C.I.S.A. | 0,0% | 0,0% | 77,9% | 0,1% |
| 40 | Administradora de Títulos y Valores S.A.S.G.F.C.I. | 0,0% | 0,0% | 149,1% | 0,0% |
| 41 | Bayfe S.A.S.G.F.C.I. | 0,0% | 0,0% | 25,0% | 0,0% |
| 42 | First Capital Markets S.A. | 0,0% | N/A | N/A | 0,0% |
| 43 | Nativa S.G.F.C.I.S.A. | 0,0% | 0,0% | -92,7% | -0,1% |

Ver listado de [Calificaciones de Fondos Comunes de Inversión en Argentina](http://www.fixscr.com) (www.fixscr.com)

Mercado concentrado

Actualmente, en el mercado de Fondos operan 43 Administradoras. Si bien se destaca el surgimiento de varias Administradoras en los últimos años, persiste aún una fuerte concentración. A fines de dic'16, las primeras cinco Administradoras representaban el 41.6% y las primeras diez el 62.4% del patrimonio total administrado.

En tanto, a la misma fecha, las Administradoras vinculadas a bancos representaban aproximadamente el 67.5% del patrimonio total administrado (62.4% a dic'15), mientras que las independientes el 32.5% restante.

El fuerte crecimiento patrimonial, que viene registrando la industria en los últimos años, implicó un escenario favorable para la creación de nuevas Administradoras así como la consolidación de otras. Si bien FIX prevé un escenario de crecimiento patrimonial para los próximos períodos, también entiende que nuevos productos e inversores extranjeros demandarán Administradoras con mayores estándares por lo que se estima una mayor concentración en el futuro.

A fines de 2016, se destaca que las personas jurídicas continúan siendo los principales inversores del Mercado de Fondos en Argentina. A dicha fecha, representaban cerca del 91%, mientras que el sector minorista tan solo representaba el 9% restante aunque se destaca el fuerte incremento respecto a dic'15 (5.4%). Los principales inversores institucionales son los corporativos, la ANSES a través del FGS, las cajas y las compañías de seguro.

La elevada participación de inversores institucionales conlleva a que numerosos Fondos posean una moderada concentración por cuotapartista, a diferencia de lo que sucede en la mayoría de los países donde priman los minoristas. No obstante, en línea con el fuerte incremento de cuentas mencionado previamente, se destaca que en promedio se observa una significativa mejora en el último año. La concentración por cuotapartista en los Fondos implica un riesgo en general para el sector dada la escasa liquidez de la mayoría de los instrumentos financieros (excepto para las Lebacs, Letes y algunos títulos públicos) y el corto plazo para el pago de rescates. No obstante, los mayores requerimientos en general por parte de los inversores institucionales derivan en una mayor sofisticación y prestaciones de los Fondos. Las Compañías de Seguro actualmente son, en promedio, el inversor institucional más sofisticado.

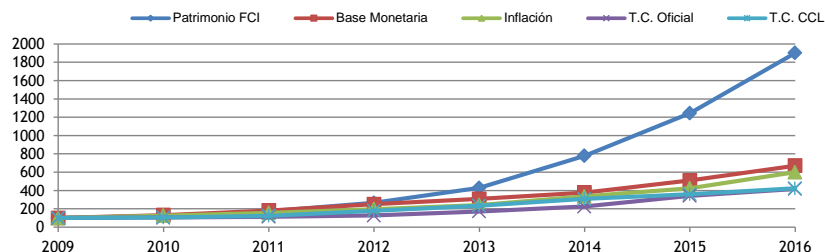
Principales factores del crecimiento

El desarrollo que mostró el sector en 2016 obedeció en parte al elevado nivel de inflación registrado en el último año, así como el buen rendimiento de los instrumentos en carteras del período. No obstante, se destaca el fuerte aumento que registraron las cuentas totales en el sector que ascendió al 66.4% (68.8% para el segmento minorista y 50.8% para el institucional). Este incremento se relaciona en parte con un mayor conocimiento del instrumento gracias a diversas campañas de promoción. El crecimiento se dio principalmente en el segmento de Fondos de Renta Fija de corto plazo, ayudado por la buena rentabilidad de los mismos, la posibilidad de rescate en 24 horas y la comodidad para el segmento minorista de operar vía home banking.

Como puede observarse en el gráfico a continuación, el crecimiento del sector se ubicó muy por encima del ascenso que presentaron numerosas variables económicas.

Evolución Variables

(Dic'09 Base 100)



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la C.A.F.C.I., Mecon, Inflación estimación propia sobre datos congreso, consultoras privadas e INDEC

Nueva ley de mercado de capitales y Fondos Cerrados

Uno de los principales puntos que establece el proyecto de la Nueva Ley de Mercado de Capitales, es el establecimiento de ventajas impositivas para los Fondos Cerrados, entre ellas que no estén gravados por Ganancias. Con la legislación actual estos Fondos son ineficientes porque pagan IVA; ingresos brutos; débitos y créditos; ganancia mínima presunta e impuesto a las ganancias.

No obstante, la Ley de Sinceramiento Fiscal motivó el surgimiento del proyecto de numerosos Fondos Cerrados de diversos tipos, y se espera que la nueva Ley de Mercado de Capitales impulse el desarrollo de estos Fondos, los cuales tienen una participación significativa en otros países y contribuyen al desarrollo de la economía real.

El retraso en la aprobación de la Ley demoró el lanzamiento de numerosos Fondos Cerrados y, de no extenderse el plazo de ingreso al “blanqueo”, se generan dudas sobre el lanzamiento de otros fondos pendientes de aprobación.

Nueve Fondos ya fueron aprobados por la CNV y se prevé serán colocados en el primer trimestre, además se espera que la CNV apruebe otros Fondos en carpeta. Se destaca que FIX (afiliada de Fitch) calificó los Fondos Cerrados FIRST Renta Agro vinculado a la adquisición de títulos de entidades relacionadas al Agro y a Compass Desarrollo Inmobiliario, cuya estrategia consiste en la construcción en principio de tres edificios, en una alianza estratégica con Frávega.

Dentro de los Fondos Cerrados aprobados y en carpeta, la mayoría son de desarrollo inmobiliario, aunque con gran disparidad en este segmento: la construcción de edificios, barrios privados, oficinas y hoteles entre otros. Adicionalmente, hay vinculados al agro, de energías renovables, ganaderos y de empresas tecnológicas, entre otros.

La diversidad de proyectos permite ser optimista hacia un futuro en el desarrollo de estos Fondos aunque requiere una adecuada implementación de la nueva Ley, principalmente en términos impositivos, que les otorgue eficiencia a estos instrumentos e impulse su demanda. Adicionalmente, un tema central consiste en el incentivo a la participación de inversores institucionales. Estos últimos elevarían el estándar en la constitución de los mismos por sobre los requerimientos regulatorios, permitiendo un crecimiento más sólido. Adicionalmente, una economía con menor volatilidad, niveles decrecientes de inflación y un marco regulatorio con mayor estabilidad y reglas claras también potenciarían el desarrollo del segmento.

Perspectiva 2017

La perspectiva para el sector es estable considerando el análisis crediticio y positiva en términos patrimoniales. Es estable en términos crediticios dado que la mayoría de los sectores mantienen una perspectiva estable y las calificaciones de los Fondos de Renta Fija, están intrínsecamente relacionadas a la de sus subyacentes.

Respecto a las carteras, se espera para 2017 un descenso en la participación relativa de las Lebacks, en línea con su menor rendimiento esperado y oferta estimada de acuerdo a la nueva estrategia del BCRA de utilizar la tasa de pases como nueva tasa de política monetaria. Adicionalmente, en línea con la mayor oferta de títulos públicos, se espera la creación de diversos Fondos que cubran toda la curva en dólares y Fondos cuyo benchmark sea el CER.

En tanto, la Perspectiva positiva en términos patrimoniales se fundamenta en que el sector aún se encuentra alejado de los pares latinoamericanos por lo que tiene mucho para crecer potenciado por la llegada de inversores extranjeros y la administración de ahorros vinculados al blanqueo, incluyendo la creación de nuevos productos como los Fondos Cerrados. No obstante, se requiere de cambios estructurales junto con políticas estables e incentivos a largo plazo para lograr la confianza, especialmente en el sector minorista e incrementar el conocimiento del producto.

Referido a este último punto puede mencionarse la creación de una agencia de precios o proveedor único de precios (dos FCI de distintas Administradoras podrían tener diferentes precios para un mismo instrumento), el desarrollo del segmento minorista y una mayor sofisticación de los Fondos ofrecidos, vinculada a una gestión más activa y especializada de los portafolios. Adicionalmente, la llegada de inversores institucionales elevarían los estándares requeridos a las Administradoras, incluyendo entre otras, la creación de áreas de riesgo independientes, robustez de los procedimientos internos -incorporando auditorías-, controles de mejor ejecución y sistemas integrados de Front Office que reduzcan el riesgo operacional entre otros. Asimismo, la elevada concentración por cuatapartista, junto con la escasa liquidez de la mayoría de los activos negociados y un corto plazo de rescate sin penalizaciones, expone a los Fondos a un elevado riesgo de liquidez.

En tanto, al igual que sucede en otros países como Chile mediante el APV (Ahorro Previsional Voluntario), las perspectivas mejorarían considerablemente si se diera un marco jurídico e impositivo para promover el ahorro en el largo plazo y utilizar a las Administradoras de Fondos -entre otros agentes de Mercado- como canalizadores de dicho ahorro, dada su transparencia y gestión profesional.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

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, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. 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. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. 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 USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.