

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Evolución y Perspectivas 2015

FixScr
affiliate of **FitchRatings**



Fondos Comunes de Inversión

Evolución y Perspectivas 2015

Índice	Página
Resumen Ejecutivo	1
Desarrollo de los Temas del Resumen Ejecutivo	2
Evolución Patrimonial y Situación Actual	2
Principales Causas del Crecimiento	4
Mercado Concentrado	5
Comparación con sus pares latinoamericanos	6
Perspectivas 2015	7
Cuadros Anexos	7

“La industria de Fondos Comunes de Inversión (FCI) en Argentina, evidenció un fuerte crecimiento patrimonial en 2014, aunque sin modificar su esencia. El mercado de Fondos continúa sesgado hacia productos de “cash management” y dominado por los inversores institucionales. En 2015, no se esperan cambios significativos en el mercado, aunque los distintos agentes son optimistas desde el 2016 en adelante”.

Resumen Ejecutivo

Fuerte crecimiento patrimonial: El mercado de Fondos en 2014 evidenció un fuerte crecimiento patrimonial que alcanzó el 81.5%, llegando a los \$132.310 millones aproximadamente. Si bien los Fondos de Infraestructura fueron los que evidenciaron el mayor crecimiento en el período (+210.1%), la mayor contribución al crecimiento, dada su participación, estuvo dada por los Fondos de renta fija, que crecieron un 98.5% y que explican el 55.9%, del crecimiento patrimonial.

Principales causas de su auge: El crecimiento del sector obedece en parte a los elevados niveles de liquidez en el mercado. Diversos factores contribuyen al crecimiento, como las restricciones de repatriar dividendos por parte de las empresas multinacionales y las regulaciones que aplican sobre las compañías de seguro: i) impiden sacar sus inversiones fuera del país y ii) exigen que una parte de sus inversiones debe ser destinada a activos “inciso k” (se incrementó este porcentaje en 2014). Finalmente, en 2014 diversos Fondos fueron beneficiados por el muy buen desempeño que registraron los mercados en general, incluyendo los instrumentos de renta fija.

Sesgado hacia productos de cash management: El mercado de FCI se encuentra dominado por productos de escaso valor agregado. Cerca del 60% 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 2014, los Fondos de Renta Fija representaban el 50.6%, los Fondos de Mercado de Dinero, el 26.8%, los Fondos Pyme e Infraestructura en conjunto el 10%, mientras que los de mayor valor agregado, los Fondos de renta variable, alcanzaban el 3.2% y los de retorno total, el 1.1%.

Mercado concentrado: A diciembre 2014, las principales cinco Administradoras reunían cerca del 40% del patrimonio total Administrado y las primeras diez el 62.6% sobre un total de 43 Administradoras activas. Asimismo, la participación de los inversores minoristas continúa siendo muy baja, con una ponderación cercana al 6%. La elevada participación de inversores institucionales o personas jurídicas, incluyendo a los corporativos, conlleva a que numerosos Fondos posean una relativamente elevada concentración por cuotapartista. Este último factor implica un riesgo en general para el sector dada la escasa liquidez de la mayoría de los instrumentos financieros y el corto plazo para el pago de rescates.

Perspectivas 2015: La perspectiva en 2015 para el sector es estable en términos crediticios, y favorable en términos patrimoniales. Se espera que el sector continúe creciendo, acompañando los elevados niveles de liquidez y las actuales restricciones, aunque a un ritmo más bajo producto de un menor rendimiento esperado de los instrumentos financieros. En tanto, la visión es favorable a partir de 2016, aunque se requiere de cambios estructurales para acompañar el eventual desarrollo del mercado.

Informes Relacionados

Preguntas frecuentes sobre el “Inciso k”; abril’14; www.fixscr.com

Perspectivas Crediticias en Argentina; sep’14; www.fixscr.com

‘Front Office’ Best Practices in Investment Management; sep’14; www.fitchratings.com

Analistas

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

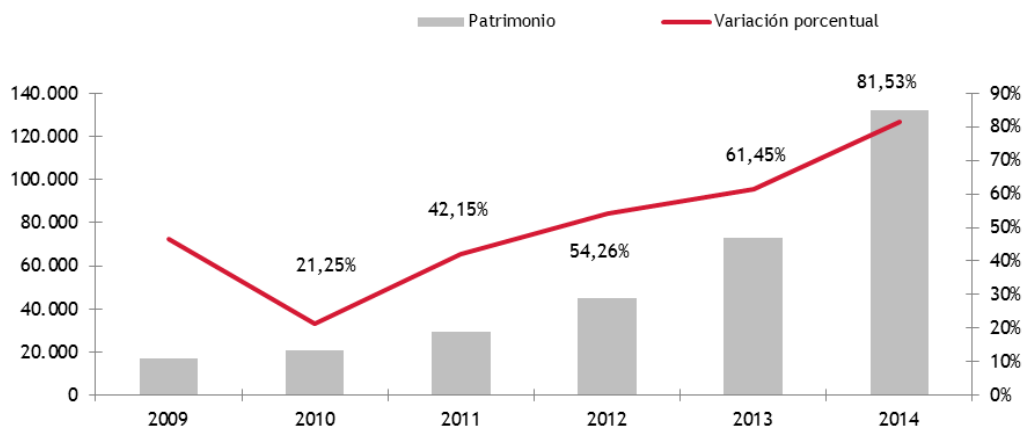
M. Fernanda Lopez
 5235-8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Desarrollo de los temas del Resumen Ejecutivo

Evolución Patrimonial y Situación Actual

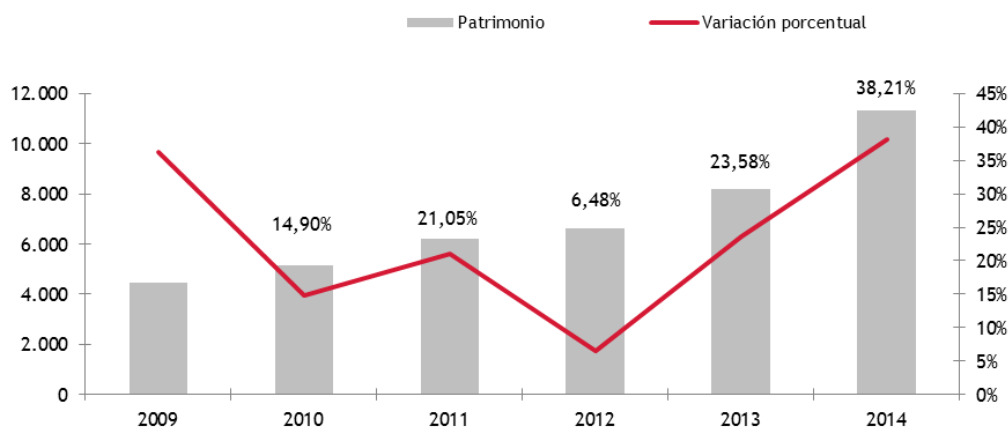
El mercado de Fondos Comunes de Inversión de Argentina finalizó el 2014 con un patrimonio neto bajo administración de ARP132.310 millones, lo que significó un crecimiento de 81.5% anual.

Evolución del patrimonio (Millones de pesos)



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

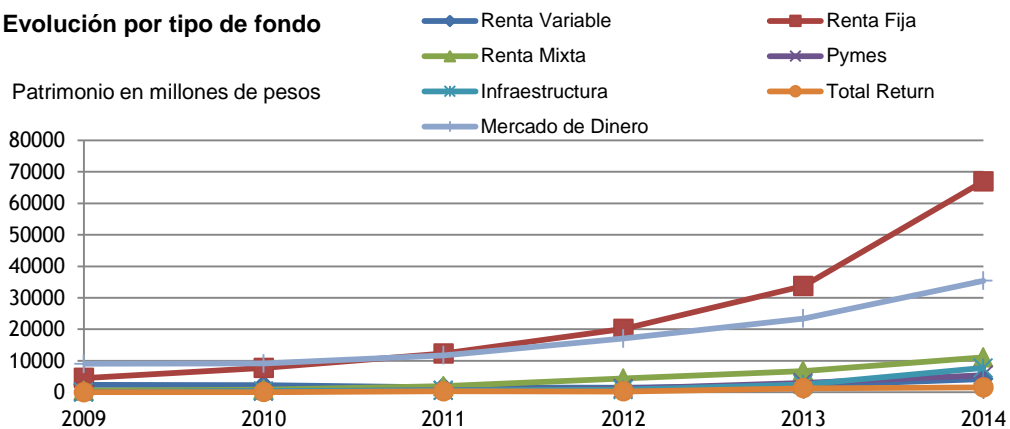
Evolución del patrimonio (Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia sobre la base datos de la C.A.F.C.I. Desde 2012 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.

Evolución por tipo de fondo



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

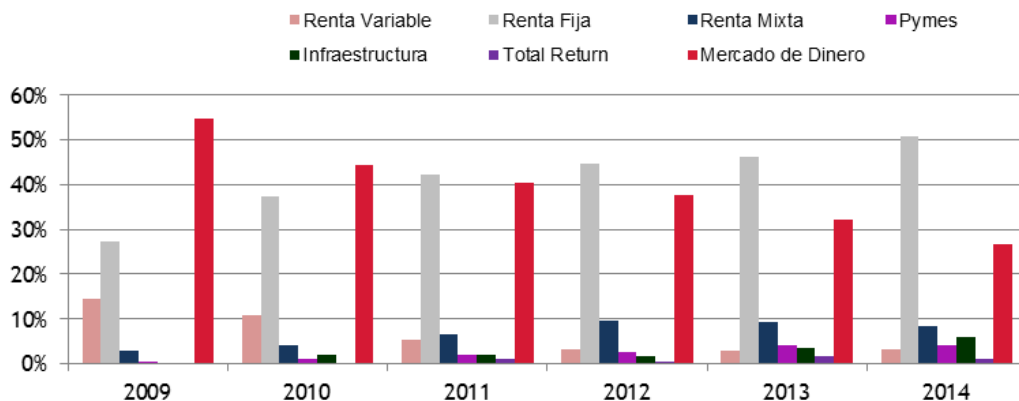
El segmento de renta fija es claramente el que más creció en estos últimos años, pasando de representar el 27.4% del total a fines de 2009 a más del 50% (50.6%) a fines de 2014. En sentido contrapuesto, los Fondos de Renta Variable, pese al fuerte crecimiento registrado en 2014, redujeron su participación desde el 14.5% al 3.2% en el mismo período. El otro tipo de Fondo que pese a su crecimiento en términos nominales perdió mucha participación, es el de los Fondos de Mercado de Dinero. Su participación, pese a ser aún importante, se redujo del 54.7% al 26.8%.

El crecimiento de los Fondos de Renta Fija, y en especial los de corto plazo o "T+1" se explica en parte por los crecientes niveles de liquidez e inflación 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. Esto último hizo que los Fondos de Money Market perdieran terreno, principalmente en los últimos años.

Asimismo, desde fines de 2012, se suma al crecimiento del segmento de Fondos de Renta Fija, los Fondos denominados Dólar-Linked o de cobertura. Estos últimos brindan la posibilidad al inversor de obtener una cobertura razonable en el mediano-largo plazo frente a la evolución del dólar oficial, justamente en años donde se incrementó la devaluación del tipo de cambio oficial. El crecimiento del segmento de renta mixta (pasó del 3% al 8.4% en los últimos cinco años), también debería agregarse al segmento de renta fija, dado que la gran mayoría de los Fondos categorizados como de Renta Mixta, funcionan en la práctica, como Fondos de Renta Fija.

Por último debe destacarse el fuerte crecimiento de los Fondos "regulados", o "inciso k", entre ellos los FCI Pymes y de Infraestructura, ya que en conjunto pasaron de representar el 0.3% a fines del 2009 a cerca del 10% a fines de 2014.

Evolución por tipo de fondo



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

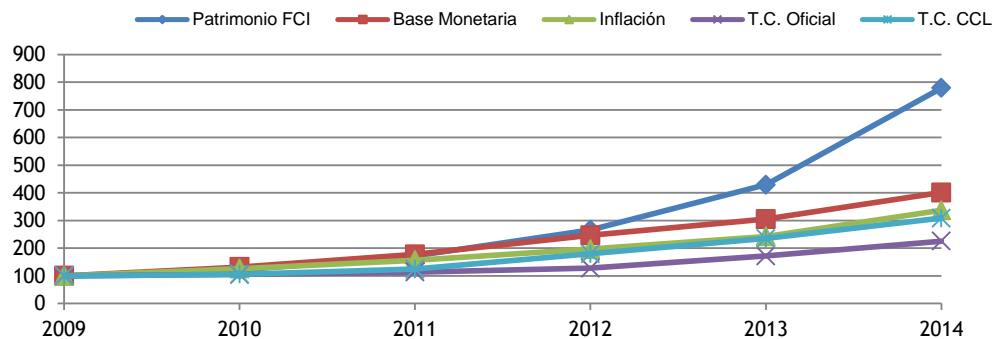
Pese al fuerte crecimiento evidenciado en los últimos cinco años, el mercado de FCI en Argentina se encuentra dominado por productos de escaso valor agregado. Cerca del 60% del patrimonio administrado corresponde a Fondos de Mercado de Dinero y Fondos de Renta Fija de corto plazo (duration de hasta un año).

Principales Causas Del Crecimiento

El crecimiento del sector obedece en parte a los elevados niveles de liquidez en el mercado. Diversos factores contribuyen al crecimiento, como las restricciones de repatriar dividendos por parte de las empresas multinacionales y las regulaciones que aplican sobre las compañías de seguro que impiden sacar sus inversiones fuera del país y que una parte de sus inversiones debe ser destinada a activos “inciso k”.

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

Específicamente, este último punto refiere a que, el 23-10-12, en materia de inversiones, se modificó el Reglamento General de la Actividad Aseguradora, ordenando a las aseguradoras y reaseguradoras a destinar cierto porcentaje de sus inversiones a instrumentos destinados a financiar proyectos productivos y de

infraestructura. Asimismo, en Febrero 2014, vigente a partir de junio y septiembre de 2014, se incrementaron (en algunos ramos fuertemente) dichos porcentajes mínimos. La mayoría de los Fondos Pymes e Infraestructura cuentan con la designación de "inciso k". (Ver informe especial relacionado: [Preguntas frecuentes sobre el "Inciso k"](#), publicado en abril de 2014, disponible en la página web de FIX: www.fixscr.com).

Finalmente, en 2014 diversos Fondos fueron beneficiados por el muy buen desempeño que registraron los mercados como el Merval y también en general los instrumentos de renta fija. En el cuadro a continuación se evidencia los buenos niveles de rendimiento para el promedio de los Fondos según su segmento, con excepción de los FCI de Mercado de Dinero y Pymes, cuyo rendimiento se ubicó en forma significativa por debajo de la inflación. El cuadro además permite evidenciar que la mayoría del crecimiento vino por suscripciones netas de rescates.

Dic'14-Dic'13	Var. Total	Var. Por Suscripciones y Rescates	Var. Por Rendimiento
Fondos de Renta Fija	101,70%	70,50%	31,10%
Fondos de Mercado de Dinero	40,40%	22,20%	18,20%
Fondos de Renta Mixta	61,20%	29,50%	31,70%
Fondos de Infraestructura	203,00%	163,60%	39,50%
Fondos Pymes	72,00%	48,50%	23,50%
Fondos de Renta Variable	80,90%	29,60%	51,30%
Fondos de Retorno Total	17,30%	-4,40%	21,70%

* Datos al 19 de diciembre de 2014

Mercado Concentrado

Actualmente, en el mercado de Fondos operan activamente 43 Administradoras. Si bien se destaca el surgimiento de varias Administradoras en los últimos años, persiste aún una fuerte concentración del patrimonio Administrado en las principales Administradoras. Al 30-12-14, las principales cinco Administradoras representaban cerca del 40% y las primeras diez el 62.6% del patrimonio total.

En tanto, a la misma fecha las Administradoras vinculadas a bancos representaban el 63.4% del patrimonio total administrado, mientras que las Sociedades independientes representaban el 36.6% restante.

El fuerte crecimiento patrimonial, medido en pesos, 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. No obstante, se destaca que a la fecha de análisis, 19/43 Administradoras tenían una participación inferior al 1% del mercado y algunas de ellas se encuentran aún con un patrimonio administrado inferior o igual al de Break Even o equilibrio.

Esto último implica un cierto riesgo adicional para algunas Administradoras ya que dicha situación, de permanecer en el tiempo, puede implicar que tengan una estructura que no sea la óptima para la ejecución de sus funciones, o incluso llevar a tener que privilegiar cuestiones comerciales por sobre las analíticas o estratégicas. Debido a esta situación, es importante el carácter y experiencia de los principales responsables de la Administradora, así como una adecuada implementación de controles y documentación de los procesos.

En cuanto a la cantidad de Fondos, se destaca que a dic'14, era de 302 Fondos, los cuales se distribuían de la siguiente manera: 139 Fondos de Renta Fija, 51 Fondos de Renta Mixta, 44 Fondos de Renta Variable, 27 Fondos de Mercado de Dinero, 24 Fondos Pymes, 11 Fondos de Infraestructura y 6 Fondos de Retorno Total.

Durante 2014, se produjo un incremento total neto de cuatro Fondos, con tendencias opuestas entre los distintos tipos de fondos. Lo más destacado, fue el incremento de siete Fondos de Renta Fija y la reducción de seis Fondos de Renta Variable.

La reducción de estos últimos corresponde principalmente a Fondos que invertían en acciones internacionales principalmente a través de Cedears y las regulaciones de la CNV en los últimos años respecto a estos títulos hizo que varias Administradoras decidieran iniciar el proceso de liquidación de esos Fondos.

A fines de 2014, se destaca que las personas jurídicas siguen siendo los principales inversores del Mercado de Fondos en Argentina. A dicha fecha, representaban cerca del 94%, mientras que el sector minorista tan solo representaba el 6% restante. 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 o personas jurídicas, incluyendo a los corporativos, conlleva a que numerosos Fondos posean una moderada o elevada concentración por cuotapartista. Este último factor implica un riesgo en general para el sector dada la escasa liquidez de la mayoría de los instrumentos financieros y el corto plazo para el pago de rescates.

Comparación Con Sus Pares Latinoamericanos

En tanto, a nivel latinoamericano, Argentina posee una participación insignificante comparado con Brasil y aún medido en dólares a dólar oficial posee una participación considerablemente inferior a México, Chile y 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
Argentina	299	15.917	128.164
Bolivia	52	1.542	61.206
Brasil	14.375	1.146.070	11.232.474
Chile	2.383	45.111	2.023.977
Colombia	241	27.537	1.260.578
Costa Rica	97	3.869	61.254
España	2.304	281.533	6.637.332
México	563	138.638	2.230.532
Total	20.314	1.660.217	23.635.517

Fuente: elaboración propia en base a datos de la C.A.F.C.I., F.I.A.F.I.N., I.C.I. y FMI. Datos a segundo y tercer trimestre 2014

Perspectivas 2015

La perspectiva en 2015 para el sector es estable en términos crediticios, y favorable en términos patrimoniales.

La perspectiva en términos crediticios es estable, dada la posibilidad del Portfolio Manager de rotar la cartera hacia productos de mejor calidad crediticia en caso de deterioro del riesgo crediticio de un emisor o sector en particular. Esta particularidad resulta importante para monitorear dado que las calificaciones de los Fondos de Renta Fija, están intrínsecamente relacionadas a la de sus subyacentes, donde se observa una tendencia a la baja en numerosos emisores y/o sectores.

La perspectiva es favorable en términos de crecimiento patrimonial, ya que se espera que el sector continúe creciendo, sin grandes modificaciones en su estructura, acompañando los elevados niveles de liquidez y las actuales restricciones, aunque a un ritmo más bajo producto de un menor rendimiento esperado de los instrumentos financieros. En tanto, la visión es favorable a partir de 2016, aunque se requiere de cambios estructurales para acompañar el eventual desarrollo del mercado.

Referido a este último punto puede mencionarse la creación de una agencia o proveedor único de precios, el desarrollo del segmento minorista y una mayor sofisticación de los Fondos ofrecidos, vinculada a una gestión más activa y especializada de los portafolios. Asimismo, la elevada concentración por cuatrapartista, 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 riesgo de liquidez que es un factor a mejorar.

Finalmente, 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 utilizarse a las Administradoras de Fondos, entre otros agentes de Mercado como canalizadores de dicho ahorro, dada su transparencia y gestión profesional.

Cuadros Anexos

#	Administradora	Entidad Relacionada	Fondos	Patrimonio al 30-12-14	Participación (%)	#	Administradora	Entidad Relacionada	Fondos	Patrimonio al 30-12-14	Participación (%)
1	Pellegrini	Banco Nación	Pellegrini	\$ 12.918.328.966	9,76%	23	Facimex Asset Management	Facimex Bursátil	Argenfund	\$ 1.435.281.458	1,09%
2	Galicia Administradora de Fondos	Banco Galicia	Fima	\$ 11.885.323.576	8,98%	24	BACS Administradora de Activos	BACS/Banco Hipotecario	Toronto Trust	\$ 1.422.494.845	1,08%
3	Santander Río Asset Management	Banco Santander Río	Superfondos	\$ 10.101.664.868	7,64%	25	Galileo Argentina	Galileo	Galileo	\$ 1.253.040.621	0,95%
4	Schroder	Schroder	Schroder	\$ 9.104.402.861	6,88%	26	Provinfondos	Banco Provincia	1822	\$ 1.229.498.604	0,93%
5	ICBC Investments Argentina	Banco ICBC	Alpha	\$ 8.693.230.525	6,57%	27	Cohen S.G.F.C.I.S.A. (Por cta y orden Cohen S.A.)	Cohen	Cohen	\$ 980.144.349	0,74%
6	Itau Asset Management	Banco Itau	Goal	\$ 6.713.642.411	5,07%	28	Gerente de Fondos	Tavelli	Tavelli	\$ 943.968.181	0,64%
7	HSBC Administradora de Inversiones	Banco HSBC	HF	\$ 6.677.237.343	5,05%	29	Capital Markets Argentina	Capital Markets Argentina	CMA	\$ 706.740.236	0,53%
8	Frances Administradora de Inversiones	BBVA Banco Francés	FBA	\$ 6.572.321.245	4,97%	30	Balanz	Balanz Capital	Balanz Capital	\$ 550.538.083	0,42%
9	RJ Delta Fund Management	Raymond James	RJ Delta/ Delta	\$ 5.204.628.188	3,93%	31	Convexity	Advanced Capital	Convexity	\$ 442.187.706	0,33%
10	Gainvest	INTL/Gainvest	Gainvest	\$ 4.936.242.414	3,73%	32	Axis	Axis	Axis	\$ 413.629.826	0,31%
11	Investis Asset Management	Compass	Compass	\$ 4.832.507.317	3,65%	33	Proahorro Administradora de Activos	Banco Credicoop	1810	\$ 400.853.136	0,30%
12	BNP Paribas Investment Partners Arg.	BNP Paribas	Optimum	\$ 4.735.735.877	3,58%	34	GPS Investments	Grupo GPS	GPS	\$ 314.089.118	0,24%
13	SBS Asset Management	Grupo SBS	SBS	\$ 4.088.310.421	3,09%	35	Cima	Cima	Cima	\$ 279.329.509	0,21%
14	Consultatio Asset Management	Consultatio	Consultatio	\$ 3.935.360.516	2,97%	36	Grupo SS	Grupo Sancor Seguros	GSS	\$ 276.187.109	0,21%
15	Macro Fondos	Banco Macro	Pionero	\$ 3.575.952.176	2,70%	37	Industrial Asset Management	Banco Industrial	IAM	\$ 132.292.889	0,10%
16	Patagonia Inversora	Banco Patagonia	Lombard	\$ 3.418.912.741	2,58%	38	Nativa	Nativa	GestionAr	\$ 54.970.485	0,04%
17	Megajover	Megajover	Megajover	\$ 3.299.795.195	2,49%	39	Mercúfond	Arpena	Arpena	\$ 45.495.242	0,03%
18	Supenielle Asset Management	Banco Supenielle	Premier	\$ 3.101.894.893	2,34%	40	Nuevo Chaco Fondos	Nuevo Banco del Chaco	Chaco Fondos	\$ 38.336.698	0,03%
19	bST Asset Management	BST	FST	\$ 2.170.135.991	1,64%	41	Administradora de Títulos y Valores	Banco de Valores	Alianza de capitales	\$ 18.924.354	0,01%
20	Allaria Ledesma Fondos Administrados	Allaria Ledesma	AL	\$ 1.964.797.691	1,49%	42	Bayfe	Bayfe	Dehal	\$ 18.902.277	0,01%
21	Mariva Asset Management	Banco Mariva	MAF	\$ 1.962.571.215	1,48%	43	Fondcapital	Banco PIANO	Capital Mega	\$ 1.924.467	0,00%
22	Southern Trust	TPCG	Southern Trust/ST/SC	\$ 1.558.622.993	1,18%			TOTALES	43	\$ 132.310.449.626	

ADMINISTRADORA	FONDO	TIPO DE FONDO	CALIFICACION NACIONAL
ICBC Investment	Alpha Acciones	Renta Variable	AAc(arg)
ICBC Investment	Alpha Ahorro	Renta Fija	AAc(arg)
ICBC Investment	Alpha Mercosur	Renta Variable	BBBc(arg)
ICBC Investment	Alpha Pesos	Mercado de Dinero	AAf(arg)
ICBC Investment	Alpha Pesos Plus	Mercado de Dinero	AAf(arg)
ICBC Investment	Alpha Mega	Renta Variable	AAc(arg)
ICBC Investment	Alpha Recursos Naturales	Renta Variable	BBBc(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Balanceada Global	Renta Mixta	Ac(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Capital	Renta Fija	AA-f(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Capital Pesos	Renta Fija	AA-f(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Crecimiento	Renta Fija	A-f(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Cobertura	Renta Fija	A-f(arg)
ICBC Investment	Alpha Renta Plus	Renta Fija	A-f(arg)
Allaria Ledesma	AL Ahorro	Renta Fija	AA-f(arg)
Allaria Ledesma	AL Renta Fija	Renta Fija	A-f(arg)
Allaria Ledesma	AL Renta Mixta	Renta Fija	A-f(arg)
Facimex	Argenfundis Ahorro Pesos	Renta Fija	AA-f(arg)
Facimex	Argenfundis Renta Argentina	Renta Fija	A-f(arg)
Facimex	Argenfundis Renta Pesos	Renta Fija	A-f(arg)
Facimex	Argenfundis Renta Privada	Renta Fija	A-f(arg)
Axis	Axis Ahorro Pesos	Renta Fija	AA-f(arg)
Axis	Axis Renta Fija	Renta Fija	BBB+f(arg)
Axis	Axis Renta Fija Cobertura	Renta Fija	A-f(arg)
Nuevo Chaco Fondos	Chaco Fondos Renta Fija I	Renta Fija	A-f(arg)
Cohen	Cohen FCI Abierto Pymes	Renta Fija	A-f(arg)
Cohen	Cohen Infraestructura	Renta Fija	BBBf(arg)
Cohen	Cohen Renta Fija	Renta Fija	AA-f(arg)
Cohen	Cohen Cobertura	Renta Fija	A-f(arg)
Cohen	Cohen Renta Fija Plus	Renta Fija	A-f(arg)
Convexity	Convexity Renta Fija Argentina	Renta Fija	En Proceso
INTL Gainvest	Gainvest FF	Renta Fija	A-f(arg)
INTL Gainvest	Gainvest Renta Fija Plus	Renta Fija	A-f(arg)
INTL Gainvest	Gainvest Infraestructura	Renta Fija	BBBf(arg)
GPS	GPS Classic	Renta Fija	A-f(arg)
GPS	GPS Fixed Income	Renta Fija	A-f(arg)
GPS	GPS Infraestructura	Renta Fija	BBB+f(arg)
GPS	GPS Savings	Renta Fija	A-f(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Acciones Argentinas	Renta Variable	BBB+c(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Corporativos Argentina	Renta Fija	A-f(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Desarrollo	Renta Fija	BBB+f(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Empresas FCI Abierto Pymes	Renta Fija	A-f(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Money Market	Renta Fija	AAf(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Pesos Plus	Renta Fija	AAf(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Renta Argentina	Renta Fija	Af(arg)
Mariva Assets Mgmt	MAF Renta Pesos	Renta Fija	A-f(arg)
Megaliver	Megaliver Ahorro	Renta Fija	AA-f(arg)
Megaliver	Megaliver Financiamiento Productivo	Renta Fija	A-f(arg)
Megaliver	Megaliver Renta Fija	Renta Fija	A-f(arg)
Megaliver	Megaliver Renta Fija Cobertura	Renta Fija	A-f(arg)
Megaliver	Megaliver Retorno Total	Renta Fija	A-f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Acciones	Renta Variable	Ac(arg)
Pellegrini	Pellegrini Integral	Renta Mixta	A-c(arg)
Pellegrini	Pellegrini Agro	Renta Fija	A-f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Desarrollo	Renta Fija	BBB+f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Empresas Argentinas FCI Abierto PyMes	Renta Fija	A-f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Renta Fija	Renta Fija	A-f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Renta Fija Ahorro	Renta Fija	BBB+f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Renta Fija Pública	Renta Fija	Af(arg)
Pellegrini	Pellegrini Renta Pesos	Renta Fija	AA-f(arg)
Pellegrini	Pellegrini Renta Pública Mixta	Renta Fija	BBBf(arg)
Macro Fondos	Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	Renta Fija	A-f(arg)
Macro Fondos	Pionero Acciones	Renta Variable	Ac(arg)
Macro Fondos	Pionero FF	Renta Fija	AAf(arg)
Macro Fondos	Pionero Pesos	Mercado de Dinero	AAf(arg)
Macro Fondos	Pionero Renta	Renta Fija	AAf(arg)
Macro Fondos	Pionero Renta Ahorro	Renta Fija	AAf(arg)
RJ Delta Fund Management	Delta Federal I	Renta Fija	BBB+f(arg)
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Global	Renta Fija	A-f(arg)
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Renta	Renta Fija	A-f(arg)
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Acciones	Renta Variable	En Proceso
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Acciones 2	Renta Variable	En Proceso
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Ahorro	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Empresas Argentinas FCI Abierto Pymes	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Renta 2	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Renta IV	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	Delta Multimercado I	Renta Mixta	En Proceso
RJ Delta Fund Management	Delta Patrimonio I	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	Delta Patrimonio II	Renta Fija	En Proceso
RJ Delta Fund Management	Performance Ahorro	Renta Fija	En Proceso
SBS	SBS Estrategia	Renta Fija	A-f(arg)
SBS	SBS Renta Pesos	Renta Fija	A-f(arg)
SBS	SBS Retorno Total	Renta Fija	Af(arg)
SBS	SBS Pymes FCI Abierto Pymes	Renta Fija	Af(arg)
SBS	SBS Desarrollo	Renta Fija	A-f(arg)
Southern Trust	Southern Trust Estrategico	Renta Mixta	A-f(arg)
Southern Trust	Southern Trust Renta Plus	Renta Fija	A-f(arg)
Santander Investment	Super Ahorro Pesos	Mercado de Dinero	AAf(arg)
Santander Investment	Super Ahorro Plus	Mercado de Dinero	AA-f(arg)
Santander Investment	Super Bonos Internacionales	Renta Fija	A-f(arg)
Santander Investment	Superfondo Acciones	Renta Variable	AAf(arg)
Santander Investment	Superfondo Acciones Brasil	Renta Variable	BBBc(arg)
Santander Investment	Superfondo Latinoamerica	Renta Variable	BBBc(arg)
Santander Investment	Superfondo Renta Pesos	Renta Fija	A-f(arg)
Santander Investment	Superfondo Renta Variable	Renta Variable	AAc(arg)
Santander Investment	Superfondo Renta Latinoamerica	Renta Fija	Af(arg)
Santander Investment	Superfondo US Plus	Renta Fija	A-f(arg)
Santander Investment	Supergestión MIX VI	Renta Fija	AA-f(arg)
BACS Adm. De Activos	Toronto Trust	Renta Fija	A-f(arg)
BACS Adm. De Activos	Toronto Trust Ahorro	Mercado de Dinero	AA-f(arg)
BACS Adm. De Activos	Toronto Trust Renta Fija	Renta Fija	A-f(arg)
BACS Adm. De Activos	Toronto Trust Renta Fija Plus	Renta Fija	Af(arg)

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.