SOLVENTA & RISKMÉTRICA
CALIFICADORA DE RIESGOS

MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FONDOS PATRIMONIALES DE INVERSIÓN

APROBADO POR EL COMITÉ DE CALIFICACIÓN

Noviembre 2024

Índice del Manual

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de los Fondos Patrimoniales de Inversión 2

Fondos Patrimoniales de Inversión 3

Evaluación de los riesgos asociados a los Fondos 4

Aspectos considerados en la Calificación de Fondos 6

I. Análisis de la Sociedad Administradora de Fondos (SAF) 6

II. Análisis de Fondos Mutuos (Fondos abiertos) 6

III. Análisis de Fondos de Inversión (Fondos cerrados) 7

Matriz de Riesgos 8

Tabla de ajuste 9

Grupo económico 9

Hechos relevantes 9

Categorías de las Calificaciones 10

Tendencia 11

Riesgo de Mercado 11

Bibliografía 11

Marco general de la Metodología utilizada para la calificación de los Fondos Patrimoniales de Inversión

Este documento describe la Metodología que Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos (S&R), utiliza para calificar los Fondos Patrimoniales de una Sociedad Administradora de Fondos (SAF). Estos Fondos pueden ser Fondos Mutuos o de Inversión de capital, conformados mediante cuotas de participación de los inversionistas.

La Calificación del Fondo de Inversión es una opinión técnicamente fundada, sobre la capacidad de la SAF para cumplir con el mandato de los partícipes, en relación con los objetivos establecidos para la inversión del Fondo Patrimonial. Esto es, que los fondos sean administrados en forma profesional e idónea, conforme a lo establecido en el reglamento interno y el contrato de suscripción del Fondo.

Asimismo, una parte importante de los fundamentos de la calificación consiste en la calidad y la composición del Fondo Patrimonial, para lo cual se busca determinar la relación de riesgo y retorno del Fondo, en base a su propio desempeño evolutivo en un periodo de 3 a 5 años (si corresponde), y a la proyección de los resultados esperados del flujo futuro. En el caso de fondos nuevos o con poca historia, el análisis se concentra principalmente en la administradora, el reglamento y la clasificación de los activos del Fondo.

La calificación basada en esta Metodología podrá brindar a los inversionistas institucionales, empresas y personas físicas, una evaluación integral de la calidad crediticia de la cartera del Fondo y el nivel de seguridad del capital invertido por la SAF, a partir de una administración adecuada y profesional que permita el cumplimiento de los objetivos de inversión. Al respecto, se evalúan los riesgos crediticios y de mercado a los cuales está expuesta la cartera del fondo, con el propósito de determinar el grado de protección y la sensibilidad antes cambios en las condiciones de mercado.

En ese sentido, se pone especial relevancia sobre la capacidad de la SAF para cumplir con los objetivos establecidos, la observancia de las políticas, procedimientos y reglamentos de inversión, así como su estructura operativa y tecnológica, y la diversificación, riesgo y características de la cartera del Fondo. Los modelos de gestión de riesgos implementados por la SAF para la administración del Fondo, es un elemento crítico en la evaluación y calificación a ser otorgada.

En el proceso de calificación se utiliza información histórica pública, información disponible de otras fuentes y aquella que la SAF aporte voluntariamente, no siendo responsabilidad de la Calificadora la verificación de la autenticidad de la misma. Al respecto, la calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la SAF, ni a los fondos que administra, por lo que Solventa&Riskmétrica no garantiza la veracidad de los datos, ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Los inversionistas/participes deben tener en cuenta que para todas las categorías de riesgo, los fondos estarán expuestos a pérdidas vinculadas a situaciones del mercado y/o ante eventuales rescates significativos de las cuotas.

Las calificaciones de Solventa&Riskmétrica están basadas en el cumplimiento de un Código de Conducta y Ética, que recoge los Principios fundamentales que deben regir las operaciones y actividades de calificación de riesgos de crédito por parte de las empresas de calificación, de conformidad con la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), que, en marzo de 2015, emitió el "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies" (CRA).

Solventa&Riskmétrica asistirá a los inversores y otros usuarios de las calificaciones de riesgo que emite en desarrollar un mayor entendimiento de las calificaciones de riesgo mediante la comunicación abierta de las calificaciones en lenguaje claro y simple, exponiendo, entre otras cosas, la naturaleza y las limitaciones de las calificaciones de riesgo y los riesgos de utilizarlas incorrectamente para hacer inversiones o tomar otras decisiones financieras.

Cabe señalar que las calificaciones de riesgo son opiniones técnicas fundadas, que incluyen evaluaciones subjetivas de los Analistas y del Comité de Calificación. Son fundadas, puesto que la opinión está basada en un análisis técnico y profesional de información tanto cuantitativa como cualitativa. Son subjetivas, porque no son solamente el resultado de la aplicación de fórmulas y matrices de riesgos, sino también del uso criterioso y experimentado, de diversas técnicas y procedimientos para evaluar e interpretar los resultados de la evaluación.

Esta metodología está sujeta a un proceso continuo de revisión y actualización, ya que la calificación de riesgos no es un procedimiento mecánico, sino que implica el cuidadoso uso de conceptos y criterios sistemáticos de evaluación, que van evolucionando en forma dinámica, donde la formación y la experiencia de los analistas, evaluadores e integrantes del Comité de Calificación desempeña un papel importante.

Esta versión del Manual de Calificación de Fondos Patrimoniales, fue aprobada por el Comité de Calificación en sesión de fecha 25 de Noviembre de 2024. Esta actualización del Manual, incorpora cambios a fin de ajustar y adaptar a las mejores prácticas y técnicas de evaluación, en línea con la metodología utilizada por S&R. Asimismo, este Manual se enmarca en la normativa vigente establecida según Ley 3899/09 de las Calificadoras de Riesgo, Ley 5810/17 del Mercado de Valores y Res. CNV CG 35/23 que aprueba el Reglamento General del Mercado de Valores

Fondos Patrimoniales de Inversión

Un fondo patrimonial de inversión, también denominado en la literatura como fondo común de inversión, es un capital formado mediante aportes realizados por personas físicas y/o jurídicas, el cual es gestionado por una sociedad administradora, la cual invierte en valores y/o activos con el objeto de conseguir los

mayores rendimientos para sus partícipes, conforme a una adecuada estructura de riesgo/retorno, en base a un reglamento establecido. El patrimonio así constituido se encuentra dividido en partes iguales (cuotapartes) y el monto de cada una de las mismas, depende del fondo del cual se trate. Cada inversionista tiene derecho sobre el valor del patrimonio y el rendimiento del fondo, en una cantidad proporcional a su cuotaparte.

Las diferentes formas que puede adoptar un Fondo de Inversión, provienen de su especialización en los activos constituidos de su patrimonio. De acuerdo con la naturaleza de la participación permitida, los fondos patrimoniales de inversión se pueden clasificar en abiertos y cerrados. De acuerdo con la naturaleza de las inversiones, los fondos de inversión pueden presentar diversas denominaciones según los activos en los que se invierten. Pueden ser fondos de inversión en acciones o de renta variable, fondos de inversión de renta fija, fondos de inversión de mercado de dinero, fondos de inversión inmobiliaria, fondos de inversión en índices financieros o reales, fondos de inversión en proyectos y empresas en desarrollo, fondos de inversión directa, entre otros.

Los fondos de inversión abiertos son aquellos en los cuales las cuotas de participación pueden ser adquiridas por inversionistas individuales, sin requerir que les sean vendidas por algunos partícipes ya existentes en el fondo. Si alguno de los partícipes desea liquidar sus cuotas puede venderlas al propio fondo, es decir, son redimibles. Por su parte, los fondos de inversión cerrados son aquellos en los cuales luego de una emisión primaria, las cuotas de participación no son redimibles y pueden ser adquiridas por inversionistas individuales, sólo a través de la compra de dichos valores a alguno de los partícipes ya existentes en el fondo. De este modo, se espera que el número de cuotas de participación se mantenga invariable respecto a la cantidad inicialmente emitida.

Esta metodología evalúa fundamentalmente dos clases de Fondos Patrimoniales de Inversión, que se encuentran constituidos por una diversidad de activos y por una pluralidad de inversionistas: ***el Fondo de Inversión y el Fondo Mutuo***. El Fondo de Inversión es un fondo cerrado, lo que significa que tiene plazo de funcionamiento y monto total del patrimonio preestablecido. El patrimonio del fondo debe estar constituido en su totalidad dentro de un periodo establecido. En contrapartida, el Fondo Mutuo no tiene un monto total de patrimonio preestablecido, como tampoco tiene un plazo de duración.

En el caso del Fondo de Inversión, las cuotapartes pueden cotizar en Bolsa. Si un cuotapartista necesita salir de su posición antes de la fecha de vencimiento del fondo, puede vender su cuotaparte en el mercado secundario en la Bolsa de Valores. Por otro lado, los Fondos Mutuos no cotizan en Bolsa, pero el inversor puede liquidar su posición dentro del fondo con un "rescate". Cada Fondo Mutuo tiene sus políticas de rescates establecidas en el reglamento del fondo. El rescate puede ser parcial o total de las cuotapartes que el inversor tiene dentro del Fondo Mutuo.

Evaluación de los riesgos asociados a los Fondos

El análisis contempla la evaluación de los factores de riesgo intrínsecos presentes en las inversiones de renta variable, renta fija, y demás activos del fondo, con el

objetivo de estimar el nivel de riesgo total asumido en el portafolio, consolidado con el riesgo de mercado y la capacidad institucional de la administradora. Asimismo, debe considerarse que las administradoras vinculan, directa o indirectamente, su propio nivel de riesgo al de las instituciones en las que comprometen sus recursos.

La vinculación de riesgo ocurre al asignar fondos a través de deuda o capital, pudiendo variar en grado de acuerdo con los mecanismos de cobertura, "colateralización" o garantías existentes en las diversas estructuras de financiamiento.

Respecto al riesgo asociado a las inversiones en renta fija, el objetivo del análisis es valorar la probabilidad consolidada de incumplimiento de las obligaciones crediticias en las que ha invertido el fondo. Por su parte, en lo relativo al riesgo asociado a las inversiones en renta variable, el objetivo de la evaluación es obtener una opinión respecto a la variabilidad futura consolidada del retorno esperado de las inversiones.

Para el caso de nuevas emisiones de cuotas de participación la evaluación se realiza fundamentalmente a través de la política de inversión según escenarios y el detalle del nivel de riesgo de los instrumentos en los que se invertirá. Finalmente, respecto al riesgo asociado a otros activos o bienes, el objetivo del análisis es valorar el riesgo potencial de pérdida de valor de la inversión, los valores crediticios y activos del fondo.

En las inversiones destinadas a acciones y bonos de empresas con oferta pública de valores, la calidad crediticia de la cartera es un factor fundamental basada en la identificación de las empresas emisoras. En dichos casos, el riesgo de pérdida en el valor del fondo está asociado principalmente al riesgo subyacente de los respectivos emisores, por lo que el análisis de riesgo se centra en la variabilidad estimada de cada emisor y su impacto en el portafolio total.

Sin embargo, cuando un fondo de inversión está compuesto por activos no financieros como proyectos de inversión y bienes muebles o inmuebles, la evaluación se enfoca en el tipo de activo y en el desarrollador del proyecto. Una vez precisados los activos en los cuales invirtió el fondo, se debe identificar qué institución tiene la responsabilidad directa por el pago oportuno del principal y retornos de dichas inversiones. Asimismo, se deberá identificar qué institución tiene una responsabilidad indirecta, en caso de existir arreglos institucionales que transfieran la responsabilidad final por dichos pagos.

Una vez clasificado el Fondo según su naturaleza y tipo de inversión, se deberá evaluar el riesgo existente ante diversos escenarios, así como las estrategias de mitigación de riesgo aplicadas por la administradora del fondo, para controlar el impacto que se pueda tener sobre el valor del portafolio. En el caso de instituciones responsables, directos e indirectos, y los desarrolladores del proyecto, el riesgo asociado se basa tanto sobre la solvencia del activo y del proyecto como del desarrollador.

En el caso de inversión en portafolios de activos financieros, las calificaciones de los emisores y sus emisiones, constituyen indicadores directos para medir el riesgo de

crédito de la cartera, en base al grado de diversificación según el tipo de emisor e industria. Se evalúa la adecuada definición de un "benchmark comparable", a partir del cual es factible estimar un nivel de riesgo/retorno relativo para el portafolio.

Aspectos considerados en la Calificación de Fondos

En el proceso de análisis se evalúan diferentes factores cualitativos y cuantitativos, que conducen a determinar la calificación de un determinado Fondo, basado en los siguientes aspectos:

I. Análisis de la Sociedad Administradora de Fondos (SAF)

En el análisis de la SAF, la Calificadora evalúa la administración y los profesionales a su cargo, la experiencia demostrada, las políticas de inversión que implementan, los sistemas utilizados, el organigrama y la estructura operativa con que cuentan, así como los sistemas de control y un eventual respaldo de un Grupo Económico si existiere.

El objetivo es analizar la capacidad de cumplimiento de las políticas y objetivos de inversión, el desempeño y la probabilidad de retribuir a sus participantes sus capitales y retornos esperados. Para el efecto, se tendrá en cuenta los siguientes aspectos cualitativos, sin que estos constituyan una lista exhaustiva:

1. Propiedad
   - Composición del capital accionario
   - Cualidades de los accionistas y del grupo económico
   - Gobierno corporativo

2. Empresa
   - Estrategia y administración de fondos
   - Infraestructura y RRHH
   - Políticas y procesos
   - Ambiente tecnológico

3. Gestión
   - Gestión de liquidez
   - Gestión de crédito
   - Gestión operacional
   - Gestión de PLD
   - Control interno

II. Análisis de Fondos Mutuos (Fondos abiertos)

Se evalúan los Fondos invertidos en activos financieros, compuestos por un portafolio de valores de renta fija o variable, para lo cual se considera principalmente la calidad crediticia de la cartera de inversiones, el grado de diversificación y la sensibilidad relativa del Fondo ante cambios en las condiciones de mercado. El proceso de calificación considera aspectos cuantitativos específicos del fondo analizado, tales como:

1. Posicionamiento y competitividad
   - Participación del Fondo en la industria
   - Crecimiento de los activos administrados

2. Política de Inversión
   - Diversificación
   - Duración
   - Partícipes
   - Endeudamiento

3. Flujo de caja y rentabilidad
   - Variabilidad del desempeño del Fondo
   - Sensibilidad del flujo de caja
   - Rendimiento esperado
   - Valor final de la inversión

4. Riesgo de mercado
   - Riesgo de la economía y la industria
   - Riesgo de liquidez
   - Riesgo de tasas y monedas
   - Riesgo de contraparte (desarrollador)

5. Riesgo de crédito
   - Variabilidad del valor del activo (portafolio)
   - Preservación del capital
   - Riesgo del emisor
   - Cobertura y garantía

III. Análisis de Fondos de Inversión (Fondos cerrados)

Se evalúan los Fondos invertidos en activos financieros y otros bienes, a través de empresas y desarrolladores de proyectos, con la finalidad de desarrollar proyectos inmobiliarios, proyectos productivos e infraestructura, comprar carteras, generar plusvalías, generar rentas de inmuebles, entre otros, donde la calidad crediticia de la cartera no está dada por un portafolio de valores y sus emisores, sino por la calidad de los activos subyacentes. El proceso de calificación considera aspectos cuantitativos específicos del fondo analizado, tales como:

1. Posicionamiento y competitividad
   - Participación del Fondo en la industria
   - Crecimiento de los activos administrados por el Fondo

2. Política de Inversión
   - Diversificación
   - Duración
   - Partícipes

- Endeudamiento

3. Flujo de caja y rentabilidad
   - Variabilidad del flujo de caja
   - Sensibilidad del flujo de caja
   - Rendimiento esperado
   - Valor final de la inversión

4. Riesgo de mercado
   - Riesgo de la economía y la industria
   - Riesgo de liquidez
   - Riesgo de tasas y monedas
   - Riesgo del desarrollador/promotor

5. Calidad del activo
   - Variabilidad del valor del activo
   - Preservación del capital
   - Riesgo del emisor
   - Cobertura y garantía

Matriz de Riesgos

Para determinar la calificación de la solvencia del Fondo, S&R utiliza una matriz de riesgos con la ponderación de los indicadores cualitativos y cuantitativos que fueron evaluados. Esta matriz produce el puntaje que es utilizado para identificar la calificación en la escala determinada para el efecto. La matriz de riesgos tiene la siguiente ponderación y valoración referencial:

Puntaje Cuantitativo: 70%		**Puntaje Cualitativo: 30%**	
Posicionamiento y competitividad	1 (10%)	Propiedad	4 (10%)
Política de inversión	2 (15%)	Empresa	5 (15%)
Flujo de caja y rentabilidad	3 (20%)	Gestión	6 (20%)
Riesgo de mercado	4 (25%)	TOTAL	15 100%
Calidad del activo	5 (30%)		
TOTAL	15 100%		

Cada factor de riesgo tiene sus propios indicadores ponderados según una valoración definida en la matriz, totalizando en conjunto más de 30 indicadores. A su vez ***cada indicador cuantitativo es ponderado y evaluado con respecto a su evolución promedio en los últimos años, a rangos específicos y en relación con el peer group***. Los indicadores cualitativos son valorados en un rango del 1 al 5 según la siguiente escala referencial: 1 Mínimo 2 Básico 3 Normal 4 Adecuado 5 Óptimo. Dicha ponderación podrá ir cambiando y se irá ajustando en base a la dinámica y la coyuntura de los diferentes mercados y sectores económicos, a fin de reflejar de la mejor manera los principales riesgos de cada empresa.

Tabla de ajuste

Adicionalmente al puntaje obtenido en la matriz de riesgos, ***S&R podrá utilizar una tabla de ajuste para la valoración final de algunos aspectos y factores, que por su naturaleza no pueden ser cuantificados o parametrizados***, y tampoco pueden ser comparables con empresas similares o grupos de empresas, por falta de información pública referencial. La siguiente tabla considera los principales factores que serán sumados o restados según sea necesario en cada caso, al puntaje obtenido en la matriz de riesgos:

Suma de puntaje	Resta de puntaje
La SAF forma parte de un grupo económico amplio y diversificado	La SAF forma parte de un grupo económico con alto endeudamiento
La SAF forma parte de un grupo económico con calificación A o superior	La SAF posee la mayor parte de sus activos comprometidos
La SAF posee accionistas internacionales con sólido respaldo patrimonial	La SAF es codeudora de otras empresas del grupo
El Fondo está compuesto por activos con garantía real	El Fondo está compuesto por activos de alto riesgo que pueden perder su valor
El Fondo está compuesto por activos de rápida realización	El Fondo está compuesto por activos de difícil realización

Grupo económico

S&R evalúa y califica a la empresa, en especial cuando la empresa es la deudora y emisora de los títulos, y la generadora de los flujos para el pago de sus obligaciones, para lo cual se utilizan los estados contables y financieros de la empresa, así como sus informaciones y datos sobre el negocio particular de dicha empresa. Por tanto, no se califica al grupo económico donde forma parte la SAF, sino que más bien, se utiliza el balance consolidado de la empresa, como una información adicional, para el análisis financiero integral de la empresa.

Hechos relevantes

La calificación del instrumento podrá ser revisada ante la ocurrencia de un hecho relevante, ***en especial cuando la empresa registra atrasos en los pagos de los cupones, por motivo de problemas transitorios de caja, por lo que podrá incluir en la perspectiva la frase "en observación" para señalizar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo***. En caso de que estos atrasos sean recurrentes, reflejando una eventual debilidad financiera de la empresa, la calificación deberá ser revisada, en cuyo caso ***el riesgo de crédito de corto plazo deberá primar sobre la cobertura de largo plazo***. En estos casos el riesgo de crédito y liquidez de corto plazo tendrán mayor ponderación que la solvencia de largo plazo. Se podrá utilizar la categoría "En observación" para los casos que requieran mayor análisis e información. Adicionalmente, se incorporarán las consideraciones finales y el juicio experto tanto de los analistas como de los miembros del Comité de Calificación. Esta opinión final deberá estar enmarcada dentro del contexto producido por la matriz y la tabla de valoración, así como el peso relativo de los

hechos relevantes, pudiendo contener adicionalmente valoraciones subjetivas que estén debidamente justificadas.

Categorías de las Calificaciones

Solventa&Riskmétrica luego de efectuar el análisis de los aspectos cualitativos y cuantitativos, otorgará las calificaciones conforme a la matriz de riesgos, dando un peso relativo a cada uno de los factores analizados, de acuerdo a la naturaleza del Fondo, de su administración y sus particularidades.

Finalmente, el Comité de Calificación de Solventa&Riskmétrica asignará las calificaciones conforme a las siguientes categorías:

AAAf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es el más fuerte.

AAf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es muy fuerte.

Af: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es fuerte. El fondo es susceptible a los efectos adversos derivados de cambios en las condiciones y circunstancias económicas.

BBBf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es adecuado. Sin embargo, es más probable que condiciones económicas adversas o cambios coyunturales conduzcan al debilitamiento de la capacidad del fondo para el repago del valor nominal de la cuota.

BBf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es débil. Enfrenta constante incertidumbre y exposición ante situaciones adversas financieras, económicas o del negocio, lo que puede llevar a que el fondo tenga una capacidad inadecuada para el repago del valor nominal de la cuota.

Bf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio del fondo es muy débil. Condiciones adversas del negocio, financieras, o económicas probablemente perjudicarían la capacidad o voluntad del fondo para cumplir con el repago del valor nominal de la cuota.

Cf: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio tiene una exposición significativa por activos y/o contrapartes en incumplimiento o cerca del incumplimiento.

Df: Nivel de protección de cuotas ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio está predominantemente expuesto a activos y/o contrapartes en incumplimiento.

Ef: No se posee información suficiente o información representativa para el período mínimo exigido para la calificación.

Para distinguir las calificaciones a escala nacional se utilizará el prefijo “py”.

Para las categorías de riesgo entre AAf y Bf podrán utilizarse las nomenclaturas (+) y (-) para indicar las diferentes graduaciones de riesgo dentro cada categoría.

Tendencia

Adicionalmente a cada categoría, se asignará una Tendencia para indicar la expectativa sobre posibles cambios futuros de la calificación, para lo cual se utilizarán los siguientes parámetros:

Fuerte (+): Indica que la calificación puede subir.

Estable: Indica que no se visualizan cambios en la calificación.

Sensible (-): Significa que la calificación puede bajar.

Por otro lado, S&R podrá incluir en la perspectiva la frase "en observación" para señalizar la posibilidad de que la calificación sea modificada en el corto plazo, esto ante un hecho nuevo y relevante que podría desviar prematuramente el comportamiento esperado de la calificación. Al respecto, S&R requerirá información adicional y sustancial para el direccionamiento de la calificación asignada, pudiendo modificarla o no conforme a los resultados de la evaluación. Una calificación en observación podrá contemplarse por un periodo máximo de (6) seis meses.

Además, en casos puntuales de ser necesario, se podrá señalar que existe una alta probabilidad de cambio en la calificación asignada, indicando lo siguiente: "Positivo" para indicar una posible suba, "Negativo" en caso de una probable baja, o "en evolución" cuando no es posible determinar la dirección del probable cambio. Dicha señalización (alerta) deberá estar contemplada en la metodología respectiva.

Riesgo de Mercado

En forma adicional pueden ser calificadas las cuotas, según la sensibilidad a las condiciones cambiantes del mercado: tasas de interés, liquidez, tipo de cambio y otros factores. Las categorías de calificación serán las siguientes:

S1: Baja sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

S2: De Baja a moderada sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

S3: Moderada sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

S4: De Moderada a alta sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

S5: Alta sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado.

S6: Extrema sensibilidad de cuotas a las condiciones cambiantes del mercado

Bibliografía

Robert A. Haugen (1997) "Modern Investment Theory", cuarta edición, Prentice Hall

Charles W. Smithson (1998). *"Managing Financial Risk"*, tercera edición, Irwin Library of Investment and Finance.

Richard Grinold, Ronald Kahn (2000) "Active Portfolio Management: A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk" segunda edición, Irwin Library of Investment and Finance.

Saloner, G.; Shepard, A. y Podolny, J. (2001). *"Strategic Management"*. John Wiley&Sons, Inc.

Martin, Duncan (2008). *"Managing risk in extreme environments"*. Kogan Page.