

## COLABORADORES

Aye M. Soe, CFA  
Managing Director  
Global Research & Design  
[aye.soe@spglobal.com](mailto:aye.soe@spglobal.com)

Ryan Poirier, FRM  
[index\\_services@spglobal.com](mailto:index_services@spglobal.com)

# Scorecard SPIVA<sup>®</sup> Ajustado por Riesgo: Evaluación del desempeño de gestores activos desde la perspectiva del riesgo

## RESUMEN

- La teoría moderna del portafolio (MPT) sostiene que las expectativas de rendimientos deben estar acompañadas por riesgo o variación en torno al rendimiento esperado. Esta teoría asume que un mayor riesgo debiera ser compensado, en promedio, por mayores rendimientos.
- Más allá del desempeño relativo de los fondos, los participantes del mercado también están interesados en los riesgos que se asumen para alcanzar tales rendimientos. Esto nos motivó a examinar el desempeño de fondos de gestión activa desde una perspectiva de riesgo.
- Los críticos de la inversión pasiva señalan a menudo que, a diferencia de la gestión activa, los índices no poseen gestión de riesgo. Por ende, nuestro estudio apunta a comprender si es que los fondos activos logran generar rendimientos ajustados por riesgo más altos que sus correspondientes benchmarks.
- Para definir y medir el riesgo, utilizamos la desviación estándar de los rendimientos mensuales durante un determinado período. En nuestro cálculo de riesgo, utilizamos rendimientos netos (sin comisiones de administración) y brutos (con comisiones). Nuestra meta fue establecer si es que el riesgo o las comisiones afectaban el rendimiento relativo de los administradores en comparación con su benchmark.
- Utilizamos la relación entre el rendimiento y el riesgo para evaluar el desempeño ajustado por riesgo de los administradores. Para que nuestra comparación fuera pertinente, también ajustamos los rendimientos de los benchmarks incluidos en nuestro análisis según su volatilidad.

Nuestro análisis mostró que, considerando rendimientos ajustados por riesgo, la mayor parte de los fondos activos de renta variable locales e internacionales tuvieron un desempeño inferior a sus benchmarks al utilizar rendimientos netos. Sin embargo, cuando se usaron los rendimientos brutos, los administradores de ciertas categorías superaron el desempeño de sus benchmarks.

En renta fija, los fondos de gestión activa superaron los resultados de sus benchmarks cuando se usaron rendimientos brutos. Las cifras dejan en evidencia que las comisiones afectaron de manera negativa el desempeño de los fondos activos de renta fija.

## INTRODUCCIÓN

La teoría moderna del portafolio, formulada por Harry Markowitz (1952), Jack Treynor (1962), William Sharpe (1964) y John Lintner (1965); sostiene que la expectativa de rendimientos debe estar acompañada por riesgo, es decir, por la variación (o volatilidad) en torno al rendimiento esperado. Esta teoría asume que un mayor riesgo debiera ser compensado, en promedio, por mayores rendimientos.

Aplicamos el mismo principio al desempeño de gestores activos. Desde su lanzamiento en 2002, el Scorecard SPIVA ha analizado el desempeño relativo de fondos activos de renta variable y renta fija en comparación con sus respectivos benchmarks en diferentes regiones alrededor del mundo. Además del desempeño relativo de los fondos, los participantes del mercado también están interesados en los riesgos que se asumen para alcanzar tales rendimientos. Esto nos motivó a examinar el desempeño de fondos de gestión activa desde una perspectiva de riesgo.

Los críticos de la inversión pasiva señalan a menudo que, a diferencia de la gestión activa, los índices no poseen gestión de riesgo. Un estudio previo de S&P Dow Jones Indices reveló que los fondos activos presentaban, por lo general, un mayor riesgo que benchmarks comparables y que la volatilidad relativa de los fondos tendía a ser persistente (Edwards et al., 2016).

Por ende, nuestra investigación busca definir si es que los fondos de gestión activa logran generar rendimientos ajustados por riesgo más altos que sus benchmarks correspondientes en un horizonte de inversión a largo plazo.

Como en el caso de cualquier análisis que involucre el rendimiento ajustado por riesgo de fondos, es importante definir qué es el riesgo y cómo medirlo. Utilizamos la desviación estándar de los rendimientos mensuales, durante un período determinado, para definir y medir el riesgo. La desviación estándar mensual fue anualizada al multiplicarla por la raíz cuadrada de doce.<sup>1</sup>

La relación riesgo/rendimiento representa la conexión y el “trade-off” entre riesgo y rendimiento. Si se mantienen todas las demás condiciones, debe preferirse un fondo que presenta una mayor relación riesgo/rendimiento, ya que proporciona un rendimiento más elevado por unidad de riesgo. Para que nuestra comparación fuera pertinente, también ajustamos los rendimientos de los benchmarks incluidos en nuestro análisis según su volatilidad.

<sup>1</sup> Esto puede expresarse matemáticamente como  $\sigma_A = \sqrt{12} * \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}$  donde

$\sigma_A$  = desviación estándar anualizada

n = número de meses

$R_i$  = rendimiento del fondo en el mes i

$\bar{R}$  = promedio de rendimiento mensual del fondo

Reconocemos que existen otras medidas de riesgo que pueden resultar interesantes para los participantes del mercado, tales como el “downside risk” o el índice de Sortino, las cuales podrían corresponderse mejor con diferentes perspectivas sobre el riesgo. Tales medidas son adecuadas para estrategias con rendimientos con sesgo positivo o negativo, tales como estrategias basadas en opciones o CTA (Rollinger & Hoffman, 2013). Por motivos de simpleza y de un mayor alcance, y dado que el universo de nuestro estudio incluyó fondos mutuos del tipo *long-only* y registrados como compañías de inversión según la ley “Investment Company Act” de 1940; escogimos el Sharpe ratio para representar los rendimientos ajustados por riesgo.

La selección e idoneidad de los benchmarks jugaron un papel crucial en la evaluación del desempeño ajustado por riesgo. El Scorecard SPIVA de Estados Unidos garantiza que los benchmarks usados en el análisis sean determinados según los estilos de inversión de los administradores. Por ejemplo, los fondos large cap de valor son comparados con el índice [S&P 500® Value](#), en lugar de con el [S&P 500](#). Así, confiamos en que los benchmarks utilizados en nuestro estudio reflejen los perfiles y las características de riesgo de las inversiones correspondientes.

Mediante este análisis, podemos observar si es que los administradores, en promedio, lograron superar el desempeño de sus benchmarks luego de incorporar al análisis el ajuste por riesgo y las comisiones de administración. Puesto que los índices no incurren en gastos, también presentamos las cifras de rendimientos brutos al añadir nuevamente la tasa de gastos a los rendimientos netos. De esta manera, si se mantienen todas las demás condiciones, el mayor riesgo asumido por un administrador debería ser compensado por mayores rendimientos.

## Datos

Para nuestro estudio, la fuente de datos subyacente fue la Survivorship Bias Free Mutual Fund Database del Centro de Investigación de Precios de Valores (CRSP, por sus siglas en inglés) de la Universidad de Chicago. Esta es la misma fuente utilizada en el Scorecard SPIVA para Estados Unidos. El universo utilizado en nuestro estudio solo incluyó fondos activos de renta variable local de EE. UU., de renta variable internacional y de renta fija. Quedaron excluidos de la muestra los fondos indexados, fondos de sectores y fondos dinámicos basados en índices (apalancados o inversos). Para evitar que múltiples clases de acciones se contaran por duplicado, utilizamos únicamente la clase de acciones de cada fondo que registró el rendimiento más elevado durante el período anterior.

## Análisis

Las Tablas 1, 2 y 3 muestran el porcentaje de fondos activos locales, de renta variable internacional y de renta fija que fueron superados por sus respectivos benchmarks. Se presentan rendimientos netos y brutos, considerando el ajuste por riesgo durante horizontes de inversión de cinco, diez y quince años.

Los resultados indican que, en todas las categorías, los fondos activos locales de renta variable tuvieron, en promedio, un rendimiento inferior a sus respectivos benchmarks durante horizontes de inversión de mediano y largo plazo. Adicionalmente, los fondos large cap de valor (durante diez años) y los fondos inmobiliarios (durante cinco y quince años) superaron a sus respectivos benchmarks al usar rendimientos brutos ajustados por riesgo, lo que indica que las comisiones tuvieron un rol importante en aquellas categorías.

Del mismo modo, en el caso de los fondos de renta variable internacional, las comisiones influyeron de manera significativa en el bajo rendimiento de las categorías fondos internacionales y fondos small cap internacionales. Por ejemplo, cuando se usaron rendimientos brutos en el análisis de desempeño ajustado por riesgo, los fondos de estas dos categorías superaron el rendimiento de los benchmarks en períodos de cinco y diez años. Cuando se usaron rendimientos netos, la mayoría de los administradores en todas las categorías tuvo un desempeño inferior a su benchmark.

Las categorías de renta fija presentaron resultados similares. Al usar rendimientos netos, la mayoría de los fondos activos de renta fija no logró superar a su benchmark en los tres horizontes de inversión (rendimientos ajustados por riesgo), con la excepción de fondos de largo plazo con grado de inversión y fondos de préstamos apalancados. Sin embargo, cuando se usaron rendimientos brutos, la mayor parte de los fondos de renta fija tuvo un desempeño superior a sus benchmarks. El impacto que las comisiones tienen sobre el rendimiento de los fondos de renta fija es un fenómeno subrayado por numerosos estudios de investigación (Poirier et al., 2017; Dobrescu & Möttölä, 2018).

## CONCLUSIÓN

La evaluación del desempeño de los administradores activos desde una perspectiva de riesgo es parte integral del proceso de toma de decisiones a la hora de invertir. Además del desempeño relativo de los fondos, los participantes del mercado están interesados en si los fondos logran generar suficientes rendimientos para compensar el riesgo asumido. No obstante, como nuestro estudio subraya, en la mayor parte de las categorías los fondos activos locales e internacionales de renta variable no lograron superar a sus benchmarks, considerando rendimientos ajustados por riesgo. Las cifras mejoraron para algunas categorías cuando se usaron rendimientos brutos. De igual manera, en renta fija, las comisiones fueron el mayor enemigo del desempeño y no el riesgo. Por ello, no encontramos pruebas de que los fondos de gestión activa presentaran una mejor gestión de riesgo que los índices pasivos.

## TABLAS

**Tabla 1: Porcentaje de fondos de renta variable de EE. UU. superados por su benchmark - Rendimientos ajustados por riesgo**

CATEGORÍA DE FONDOS	ÍNDICE DE REFERENCIA	RENDIMIENTOS NETOS (%)			RENDIMIENTOS BRUTOS (%)		
		5 años	10 años	15 años	5 años	10 años	15 años
Todos los fondos locales	S&P Composite 1500	97.30	92.98	94.97	91.78	81.55	84.20
Todos los fondos large cap	S&P 500	96.76	90.66	95.03	88.34	75.08	83.52
Todos los fondos mid cap	S&P MidCap 400	83.91	93.50	92.22	72.99	82.38	81.27
Todos los fondos small cap	S&P SmallCap 600	89.10	93.46	92.71	77.44	78.94	75.13
Todos los fondos multi cap	S&P Composite 1500	97.01	91.58	94.03	91.04	82.11	83.62
Fondos large cap de crecimiento	S&P 500 Growth	97.53	99.47	99.53	92.93	94.18	92.56
Fondos large cap core	S&P 500	95.77	96.33	96.67	85.63	78.44	86.67
Fondos large cap de valor	S&P 500 Value	85.07	64.53	77.78	71.88	48.77	62.96
Fondos mid cap de crecimiento	S&P MidCap 400 Growth	85.53	97.11	95.32	77.99	90.17	87.13
Fondos mid cap core	S&P MidCap 400	84.68	91.35	94.19	72.58	83.65	80.23
Fondos mid cap de valor	S&P MidCap 400 Value	66.15	83.70	83.33	52.31	67.39	65.56
Fondos small cap de crecimiento	S&P SmallCap 600 Growth	87.18	95.56	97.47	80.00	87.78	89.87
Fondos small cap core	S&P SmallCap 600	92.51	92.92	93.79	77.97	78.77	76.55
Fondos small cap de valor	S&P SmallCap 600 Value	84.55	84.54	72.63	73.64	62.89	57.89
Fondos multi cap de crecimiento	S&P Composite 1500 Growth	97.87	100.00	97.24	93.62	94.12	91.03
Fondos multi cap core	S&P Composite 1500	97.77	90.14	92.86	94.59	81.34	83.67
Fondos multi cap de valor	S&P Composite 1500 Value	84.16	78.95	82.58	70.30	69.17	70.79
Fondos inmobiliarios	S&P United States REIT	56.58	80.41	71.70	28.95	63.92	43.40

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos con fecha de 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

**Tabla 2: Porcentaje de fondos internacionales superados por su benchmark - Rendimientos ajustados por riesgo**

CATEGORÍA DE FONDOS	ÍNDICE DE REFERENCIA	RENDIMIENTOS NETOS (%)			RENDIMIENTOS BRUTOS (%)		
		5 años	10 años	15 años	5 años	10 años	15 años
Fondos globales	S&P Global 1200	89.14	79.28	88.66	72.57	59.46	72.16
Fondos internacionales	S&P 700	67.05	79.77	90.44	42.64	59.92	76.89
Fondos small cap internacionales	S&P Developed Ex-U.S. SmallCap	65.52	66.67	78.13	41.38	41.18	65.63
Fondos de mercados emergentes	S&P/IFCI Composite	75.44	85.14	89.66	58.48	60.81	70.69

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos con fecha de 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

**Tabla 3: Porcentaje de fondos de renta fija superados por su benchmark - Rendimientos ajustados por riesgo**

CATEGORÍA DE FONDOS	ÍNDICE DE REFERENCIA	RENDIMIENTOS NETOS (%)			RENDIMIENTOS BRUTOS (%)		
		5 años	10 años	15 años	5 años	10 años	15 años
Títulos gubernamentales de largo plazo	Barclays US Government Long	50.85	50.00	62.00	33.90	45.24	58.00
Títulos gubernamentales de mediano plazo	Barclays US Government Intermediate	84.00	70.73	85.71	36.00	48.78	65.08
Títulos gubernamentales de corto plazo	Barclays US Government (1-3 Year)	89.66	85.29	91.18	41.38	55.88	76.47
Títulos de largo plazo con grado de inversión	Barclays US Government/Credit Long	20.00	52.87	62.88	13.64	41.38	59.85
Títulos de mediano plazo con grado de inversión	Barclays US Government/Credit Intermediate	50.39	73.40	86.47	27.17	51.06	61.18
Títulos de corto plazo con grado de inversión	Barclays US Government/Credit (1-3 Year)	66.67	95.31	97.78	18.33	70.31	82.22
Fondos high yield	Barclays US Corporate High Yield	70.62	83.74	86.73	47.42	55.28	61.06
Fondos de títulos respaldados por hipotecas	Barclays US Aggregate Securitized - MBS	75.86	90.70	95.92	48.28	46.51	59.18
Fondos de deuda global	Barclays Global Aggregate	54.31	70.83	72.22	42.24	54.17	55.56
Fondos de mercados emergentes	Barclays Emerging Markets	94.29	84.21	86.67	82.86	57.89	40.00
Fondos de deuda municipal general	S&P National AMT-Free Municipal Bond	56.25	73.42	83.78	16.25	45.57	61.26
Fondos de deuda municipal de California	S&P California AMT-Free Municipal Bond	74.29	89.74	88.89	8.57	41.03	46.67
Fondos de deuda municipal de Nueva York	S&P New York AMT-Free Municipal Bond	96.67	91.18	97.37	26.67	47.06	63.16
Fondos de préstamos	S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100	27.78	76.47	-	11.11	29.41	-

Fuente: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Datos con fecha de 31 de diciembre de 2017. El desempeño pasado no garantiza resultados futuros. Esta tabla posee un fin ilustrativo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Dobrescu, M. & Möttölä, M. (mayo de 2018). [Finding Bond Funds That Can Beat Their Benchmarks After Fees](#). Morningstar Manager Research.

Edwards, T., Lazzara, C. & Ramotti, L. (agosto de 2016). "[The Volatility of Active Management](#)". S&P Dow Jones Indices.

Lintner, J. (1965). "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets". *Review of Economics and Statistics* 47 (1): pp. 13–37.

Markowitz, H. (1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance* 7 (1): pp. 77–91.

Poirier, R., Soe, A. & Xie, H. (agosto de 2017). [SPIVA Institutional Scorecard: How Much Do Fees Affect the Active vs Passive Debate? Year End 2016](#). S&P Dow Jones Indices.

Rollinger, T. & Hoffman, S. (febrero de 2013). "[Sortino ratio: A better measure of risk](#)".

Sharpe, W. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk". *The Journal of Finance* 19 (3): pp. 425–442.

Treynor, J. 1962. "Toward a Theory of Market Value of Risk Assets".

<b>Colaboradores de investigación de S&amp;P DJI</b>		
Charles Mounts	Global Head	<a href="mailto:charles.mounts@spglobal.com">charles.mounts@spglobal.com</a>
Jake Vukelic	Business Manager	<a href="mailto:jake.vukelic@spglobal.com">jake.vukelic@spglobal.com</a>
<b>GLOBAL RESEARCH &amp; DESIGN</b>		
<b>AMÉRICA</b>		
Aye M. Soe, CFA	Americas Head	<a href="mailto:aye.soe@spglobal.com">aye.soe@spglobal.com</a>
Phillip Brzenk, CFA	Director	<a href="mailto:phillip.brzenk@spglobal.com">phillip.brzenk@spglobal.com</a>
Smita Chirputkar	Director	<a href="mailto:smita.chirputkar@spglobal.com">smita.chirputkar@spglobal.com</a>
Rachel Du	Senior Analyst	<a href="mailto:rachel.du@spglobal.com">rachel.du@spglobal.com</a>
Bill Hao	Director	<a href="mailto:wenli.hao@spglobal.com">wenli.hao@spglobal.com</a>
Qing Li	Director	<a href="mailto:qing.li@spglobal.com">qing.li@spglobal.com</a>
Berlinda Liu, CFA	Director	<a href="mailto:berlinda.liu@spglobal.com">berlinda.liu@spglobal.com</a>
María Sánchez	Associate Director	<a href="mailto:maria.sanchez@spglobal.com">maria.sanchez@spglobal.com</a>
Kelly Tang, CFA	Director	<a href="mailto:kelly.tang@spglobal.com">kelly.tang@spglobal.com</a>
Hong Xie, CFA	Director	<a href="mailto:hong.xie@spglobal.com">hong.xie@spglobal.com</a>
<b>ASIA-PACÍFICO</b>		
Priscilla Luk	APAC Head	<a href="mailto:priscilla.luk@spglobal.com">priscilla.luk@spglobal.com</a>
Utkarsh Agrawal, CFA	Associate Director	<a href="mailto:utkarsh.agrawal@spglobal.com">utkarsh.agrawal@spglobal.com</a>
Liyu Zeng, CFA	Director	<a href="mailto:liyu.zeng@spglobal.com">liyu.zeng@spglobal.com</a>
Akash Jain	Associate Director	<a href="mailto:akash.jain@spglobal.com">akash.jain@spglobal.com</a>
<b>EMEA</b>		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	EMEA Head	<a href="mailto:sunjiv.mainie@spglobal.com">sunjiv.mainie@spglobal.com</a>
Leonardo Cabrer, PhD	Senior Analyst	<a href="mailto:leonardo.cabrer@spglobal.com">leonardo.cabrer@spglobal.com</a>
Andrew Innes	Associate Director	<a href="mailto:andrew.innes@spglobal.com">andrew.innes@spglobal.com</a>
<b>ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN EN ÍNDICES</b>		
Craig J. Lazzara, CFA	Global Head	<a href="mailto:craig.lazzara@spglobal.com">craig.lazzara@spglobal.com</a>
Fei Mei Chan	Director	<a href="mailto:feimei.chan@spglobal.com">feimei.chan@spglobal.com</a>
Tim Edwards, PhD	Managing Director	<a href="mailto:tim.edwards@spglobal.com">tim.edwards@spglobal.com</a>
Anu R. Ganti, CFA	Director	<a href="mailto:anu.ganti@spglobal.com">anu.ganti@spglobal.com</a>
Hamish Preston	Senior Associate	<a href="mailto:hamish.preston@spglobal.com">hamish.preston@spglobal.com</a>
Howard Silverblatt	Senior Index Analyst	<a href="mailto:howard.silverblatt@spglobal.com">howard.silverblatt@spglobal.com</a>



## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

© 2018 S&P Dow Jones Indices LLC, una subsidiaria de S&P Global. Todos los derechos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® y S&P® son marcas comerciales registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), una subsidiaria de S&P Global. Dow Jones® es una marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). El uso de estas marcas comerciales se ha otorgado bajo licencia a S&P Dow Jones Indices LLC. Se prohíbe la redistribución, reproducción y/o fotocopiado en todo o en parte sin autorización previa por escrito. Este documento no constituye una oferta de servicios en aquellas jurisdicciones donde S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o sus respectivas filiales (en conjunto "S&P Dow Jones Indices") no cuenten con las autorizaciones necesarias. Toda la información proporcionada por S&P Dow Jones Indices es impersonal y no está adaptada a las necesidades de ninguna persona, entidad o grupo de personas. S&P Dow Jones Indices recibe retribución relacionada con el otorgamiento de licencias de sus índices a terceros. El rendimiento pasado de un índice no es garantía de resultados futuros.

No es posible invertir directamente en un índice. La exposición a una clase de activos representada por un índice está disponible por medio de instrumentos de inversión basados en ese índice. S&P Dow Jones Indices no patrocina, avala, vende, promueve o administra ningún fondo de inversión ni otros vehículos de inversión que ofrezcan terceras partes y que busquen proporcionar un rendimiento sobre la inversión basado en el comportamiento de cualquier índice. S&P Dow Jones Indices no garantiza que los productos de inversión basados en el índice seguirán con exactitud el desempeño del índice o proporcionarán rendimientos positivos sobre la inversión. S&P Dow Jones Indices LLC no es asesor de inversiones y S&P Dow Jones Indices LLC no hace ninguna declaración relacionada con la conveniencia de invertir en ninguno de tales fondos de inversión u otros vehículos de inversión. La decisión de invertir en alguno de tales fondos de inversión u otro vehículo de inversión no debe tomarse con base en ninguna de las declaraciones que contiene este documento. Se recomienda a los posibles inversionistas realizar una inversión en cualquier fondo de inversión o cualquier otro vehículo de inversión solo después de considerar cuidadosamente los riesgos relacionados con invertir en dichos fondos, tal como se detalla en el memorando de oferta o documento similar que se prepare por o a nombre del emisor del fondo de inversión u otro vehículo de inversión. La inclusión de un valor en un índice no es una recomendación de S&P Dow Jones Indices de comprar, vender o conservar dicho valor y tampoco debe considerarse como asesoramiento de inversión.

Estos materiales se han preparado exclusivamente con fines informativos con base en información generalmente disponible al público de fuentes que se consideran confiables. El contenido de estos materiales (incluidos los datos del índice, las calificaciones, análisis y datos crediticios, investigaciones, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o producto de los mismos), ya sea en su totalidad o en parte (Contenido) no puede modificarse, ser objeto de ingeniería inversa, reproducirse o distribuirse de ninguna forma y por ningún medio, ni almacenarse en una base de datos o sistema de recuperación, sin la autorización previa por escrito de S&P Dow Jones Indices. El Contenido no se utilizará para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P Dow Jones Indices y sus proveedores externos de datos y licenciados (en conjunto "Partes de S&P Dow Jones Indices") no garantizan la precisión, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P Dow Jones Indices no incurrirán en ninguna responsabilidad por errores u omisiones, sea cual fuere su causa, por los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido. **EL CONTENIDO SE PROPORCIONA "TAL CUAL". LAS PARTES DE S&P DOW JONES INDICES RECHAZAN TODAS Y CADA UNA DE LAS GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, LAS CUALES INCLUYEN A TÍTULO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO, LAS GARANTÍAS DE MERCANTIBILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN O USO ESPECÍFICO, O LAS GARANTÍAS REFERENTES A QUE EL CONTENIDO NO CONTIENE FALLAS, ERRORES O DEFECTOS DE SOFTWARE, QUE EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO SERÁ ININTERRUMPIDO O QUE EL CONTENIDO FUNCIONARÁ CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE.** En ningún caso las Partes de S&P Dow Jones Indices serán responsables ante nadie por daños directos, indirectos, incidentales, ejemplares, compensatorios, punitivos, especiales, o costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluidos a título enunciativo, pero no limitativo, las pérdidas de ingresos o utilidades y costos de oportunidad) en relación con cualquier uso del Contenido, incluso si se hubiere advertido de la posibilidad de tales daños.

S&P Dow Jones Indices mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios separadas unas de otras con el fin de preservar la independencia y objetividad de sus actividades respectivas. En consecuencia, ciertas unidades de negocios de S&P Dow Jones Indices pueden contar con información que no está disponible para otras unidades de negocios. S&P Dow Jones Indices ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de cierta información que no es del dominio público y que se recibe en relación con cada proceso analítico.

Además, S&P Dow Jones Indices ofrece una amplia gama de servicios a, o en relación con muchas organizaciones, entre ellas emisores de valores, asesores de inversión, corredores e intermediarios, bancos de inversión, otras instituciones financieras e intermediarios financieros y, en consecuencia, puede recibir honorarios u otras prestaciones económicas de dichas organizaciones, que incluyen las organizaciones cuyos valores o servicios pueda recomendar, calificar, incluir en carteras modelo, evaluar o abordar de algún otro modo.

Este documento ha sido traducido al español únicamente por propósitos de conveniencia. Si existieran diferencias entre las versiones en inglés y español de este documento, prevalecerá la versión en inglés. La versión en inglés está publicada en [www.spdji.com](http://www.spdji.com).