



Política de inversión

Mayo 2025

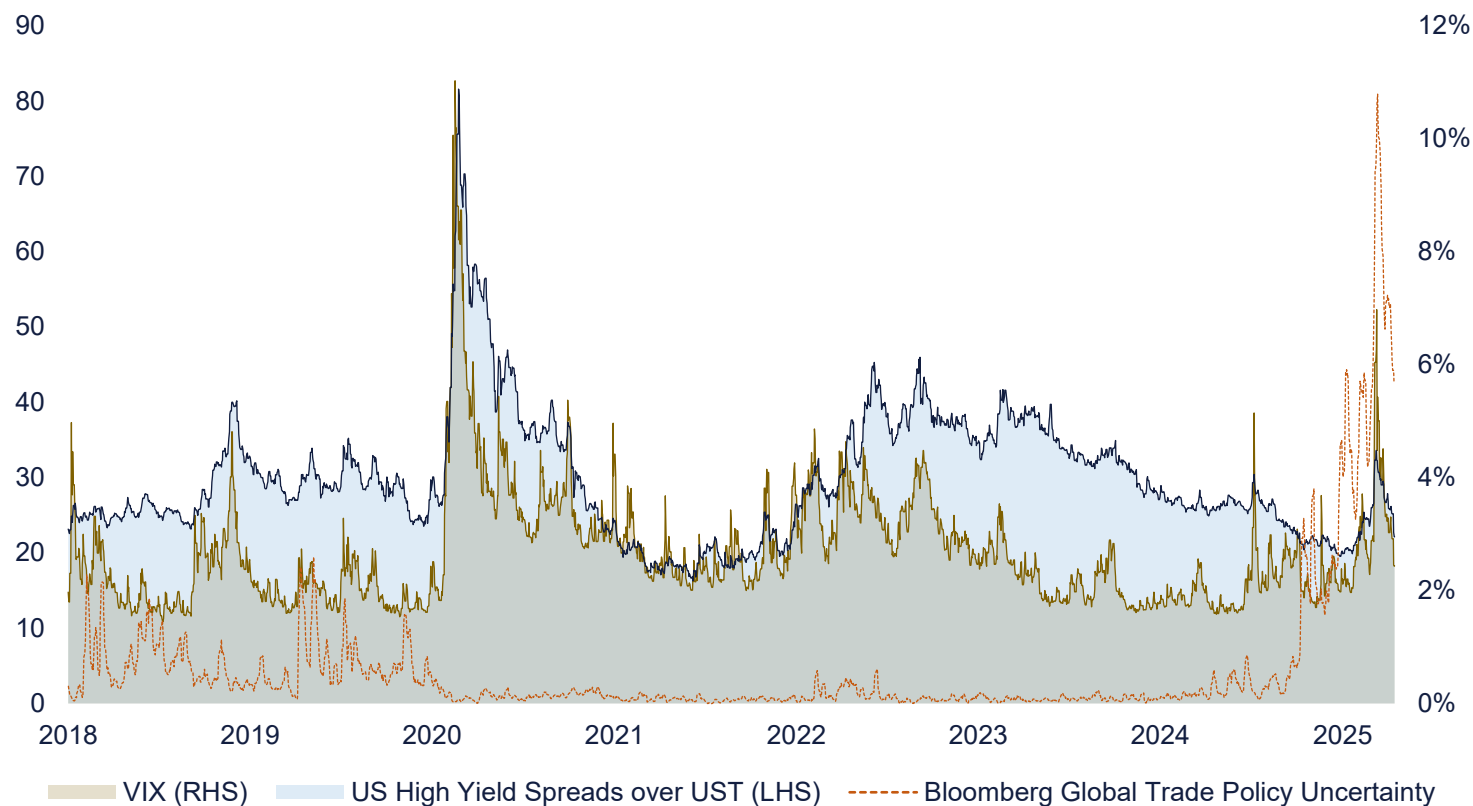
Resumen de mercados – Mayo 2025

- **“Risk-On”, un giro de 180 grados:** El giro en poco más de un mes ha sido verdaderamente notable. Tras el impacto del “Liberation Day”, las aperturas de la administración Trump a alcanzar acuerdos comerciales lograron rescatar a las bolsas de una corrección severa—y abrupta—llevándolas de nuevo a terreno positivo en el año. Este resultado subraya una de las principales fortalezas del presidente Trump: su capacidad de corregir el rumbo.
- **Más ruido que señal:** La volatilidad ha disminuido drásticamente y los diferenciales de crédito se han comprimido, dejando pocas dudas sobre la solidez subyacente de la economía. Esto demuestra que los temores de recesión que cobraron fuerza a principios de año no han sido respaldados por los mercados de crédito—históricamente el indicador más fiable de recesiones. Reafirma también la importancia de distinguir entre el ruido y la señal, especialmente en un entorno político tan polarizado.
- **Condiciones financieras favorables—A pesar de la Fed** La caída de la volatilidad y el estrechamiento de los diferenciales corporativos han aliviado la presión sobre la Fed para recortar tipos. Los datos de inflación han sorprendido a la baja durante tres meses consecutivos, y la inflación subyacente se acerca a los niveles objetivo. En este contexto, la Fed podría haber priorizado el crecimiento ante la creciente incertidumbre—especialmente tras la reciente moratoria sobre los aranceles, que aplaza los posibles efectos inflacionarios. Sin embargo, el enfrentamiento público entre Trump y la Fed ha resultado contraproducente, reafirmando el compromiso del banco central con la estabilidad de precios y su independencia.
- **Sorpresas macroeconómicas positivas:** Contrariamente a las expectativas, los últimos datos económicos han sorprendido al alza. Indicadores de encuestas como los PMIs y los índices de confianza han tocado fondo, e incluso muestran señales de mejora. Aunque el PIB del primer trimestre se contrajo, esto fue debido a un aumento en las importaciones antes de la imposición de aranceles. Lo importante es que esto ocurrió en un contexto de consumo sólido. Esperamos una reversión en los próximos trimestres.
- **Buenos resultados, menor visibilidad** La temporada de resultados del primer trimestre muestra un fuerte crecimiento de beneficios—un 13% interanual—lo que sugiere que los fundamentales eran sólidos antes de los anuncios arancelarios. Sin embargo, las previsiones de beneficios se han revisado a la baja ante el aumento de la incertidumbre. Junto con la recuperación de los precios de las acciones y el aumento de los tipos, esto ha comprimido la prima de riesgo de la renta variable a niveles aún más bajos que antes del “Día de la Liberación”. En este entorno, las valoraciones pueden no ser una guía fiable; los datos económicos y el flujo de noticias serán probablemente los principales determinantes del mercado.

Política de inversión

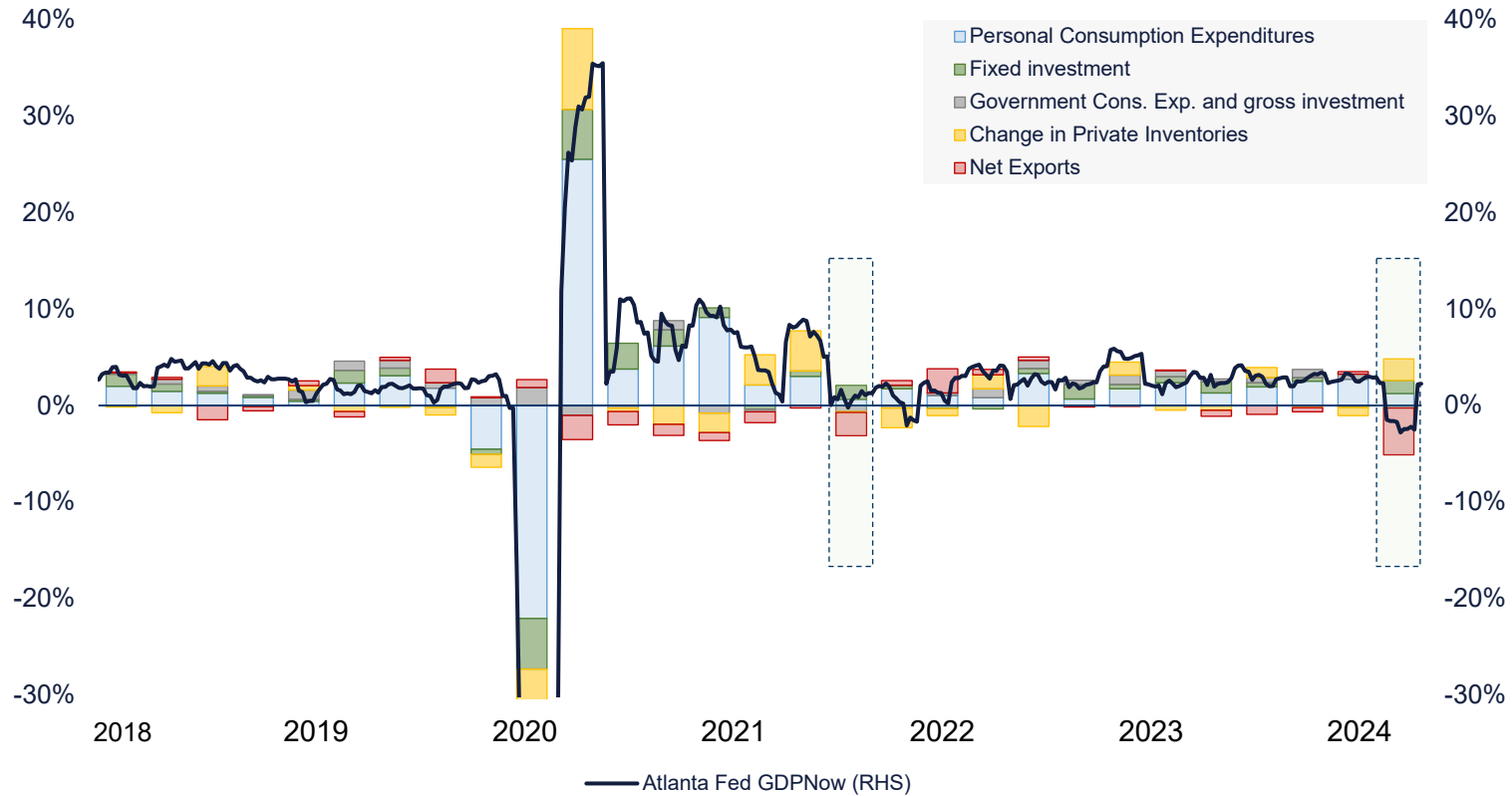
	Clase de activo	Posicionamiento	Justificación
Renta Fija	Investment Grade US	+	Los bonos del Tesoro ofrecen protección frente a una desaceleración económica y/o un aumento de la aversión al riesgo. Favorecemos los bonos a corto y medio plazo
	Crédito US	+	Recortes de tipos, inflación controlada y consumo estable han reducido la probabilidad de una recesión. Si bien los diferenciales de crédito se han estrechado, los bonos de grado de inversión siguen siendo atractivos
	Investment Grade EU	+	La economía europea está mostrando una mayor debilidad y la inflación ha caído más decididamente, brindando al BCE un amplio margen para bajar tipos. Preferimos los bonos gubernamentales y corporativos de alta calidad
	Crédito EU	=	Las perspectivas del crédito europeo han mejorado ante la expectativa de que el BCE siga a la Fed bajando tipos. Sin embargo, la economía europea sigue siendo más vulnerable a una recesión
	Emergentes	=	La perspectiva de un dólar más débil impulsada por los recortes de las tasas de interés de la Fed ha mejorado marginalmente el atractivo de la deuda de los mercados emergentes
Renta Variable	US	+	Las valoraciones han continuado deteriorándose. Dado que los tipos pueden mantenerse elevados durante más tiempo de lo esperado, renovamos nuestra preferencia por acciones que pueden crecer sus ganancias de manera estable
	Europa	=	Con las economías de Alemania y Francia apenas creciendo lastradas por la debilidad del sector manufacturero, y el riesgo que los aranceles representan para el importante sector exportador, vemos menos potencial al alza
	Asia	=	Recomendamos invertir de forma selectiva en la región. China sigue siendo un riesgo a pesar de su atractiva valoración
	Emergentes	-	Los mercados emergentes tienden a ser más cíclicos, y hay menos acciones de calidad. El riesgo de aranceles y un dólar estadounidense más fuerte disminuye su atractivo a corto plazo
	Sectores/ Temáticos	+	Para complementar nuestra asignación "core" a renta variable, favorecemos acciones del sector de salud y aquellas que pagan dividendos sostenibles
Inversiones Alternativas	Hedge Funds	-	Los fondos de cobertura multi-estrategia/ multi-gestor con liquidez diaria están teniendo un desempeño decepcionante, particularmente si se comparan con otras alternativas de bajo riesgo como la deuda corporativa a corto
	Materias Primas	=	Los precios de las materias primas han subido como consecuencia de la inflación, así como por la guerra en Ucrania. No esperamos que estos niveles sean sostenibles a largo plazo
	Private Equity	=	Invertir en las últimas fases de Private Equity proporciona acceso a la clase de activos, aportando cierta liquidez

“Risk-On”



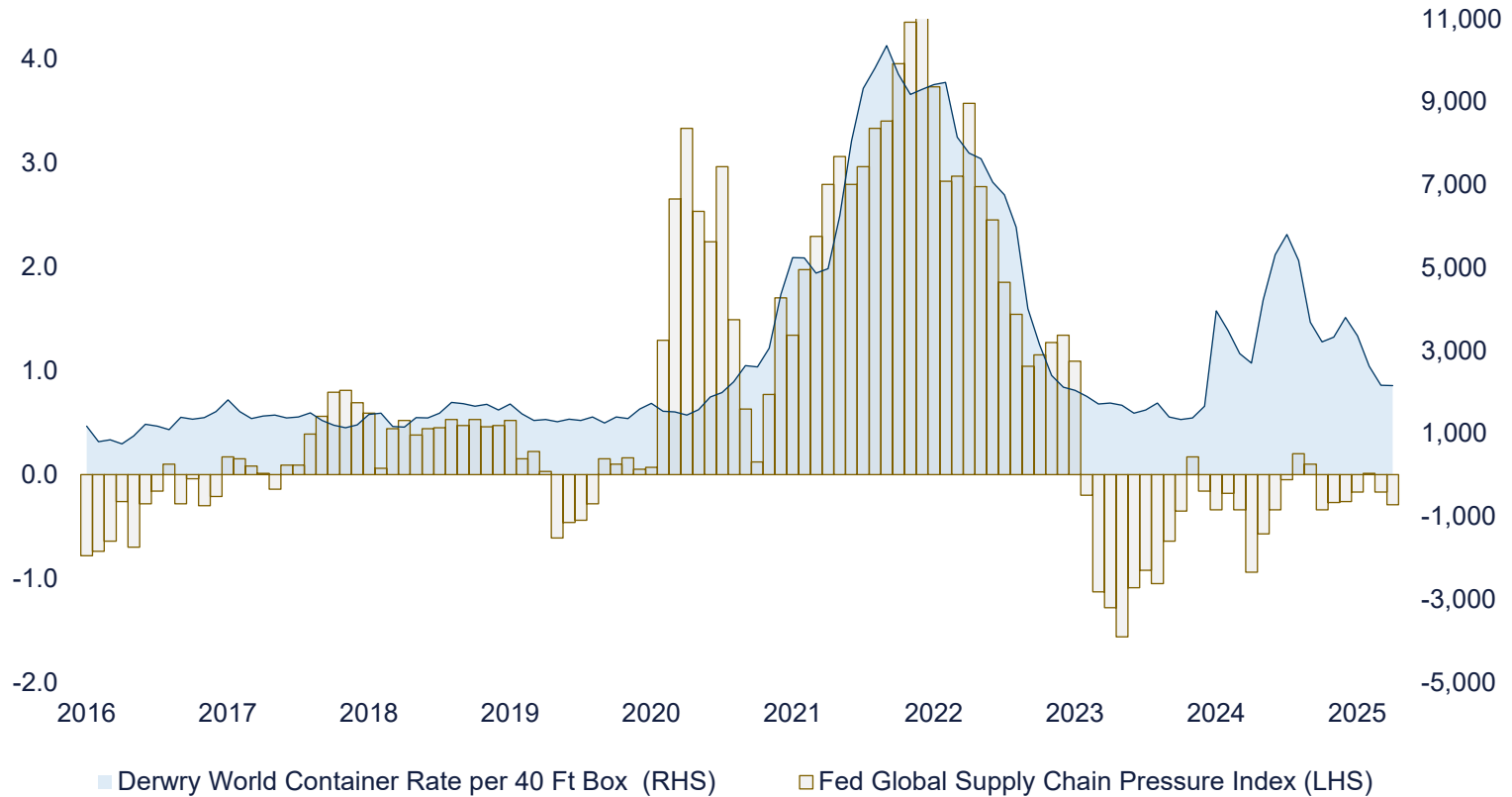
- Los activos de riesgo protagonizaron un **acusado repunte** tras el anuncio de moratorias, recuperándose de una corrección muy violenta y volviendo a terreno positivo en el año.
- El fuerte **descenso de la volatilidad y la compresión de los diferenciales de crédito** reflejan la solidez económica y desacreditan los primeros temores de recesión, reforzando la necesidad de distinguir la señal del ruido político.

Una contracción técnica



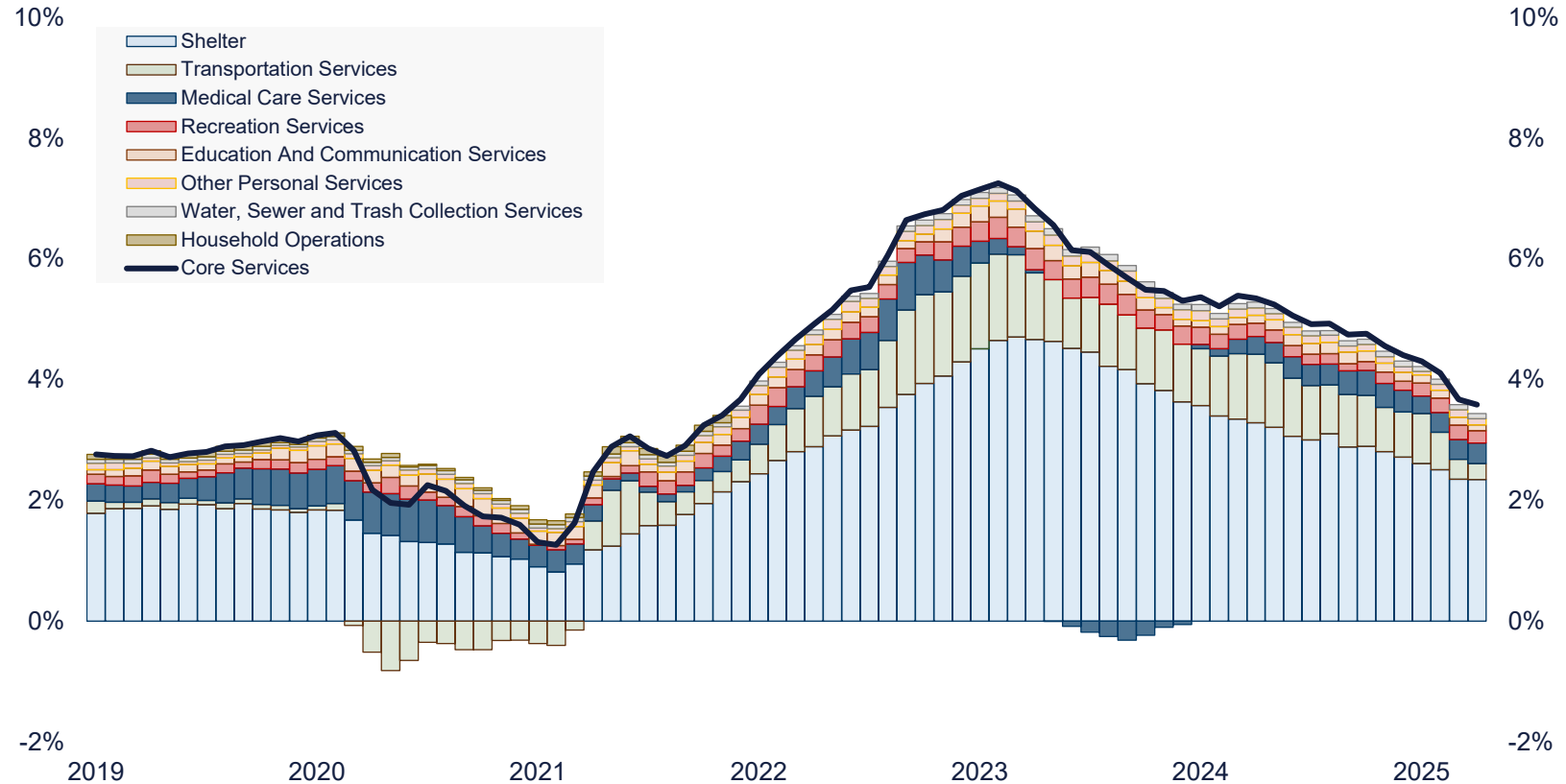
- Los **datos económicos recientes han superado las expectativas**, con los PMIs y los índices de confianza estabilizándose o incluso mejorando, lo que sugiere que la economía es más resiliente de lo que se pensaba.
- La **contracción del PIB en el primer trimestre fue principalmente técnica**, provocada por un repunte de las importaciones anticipándose a los aranceles. El consumo sigue siendo sólido, lo que respalda nuestra previsión de una recuperación en los próximos trimestres.

Sin grietas en la superficie



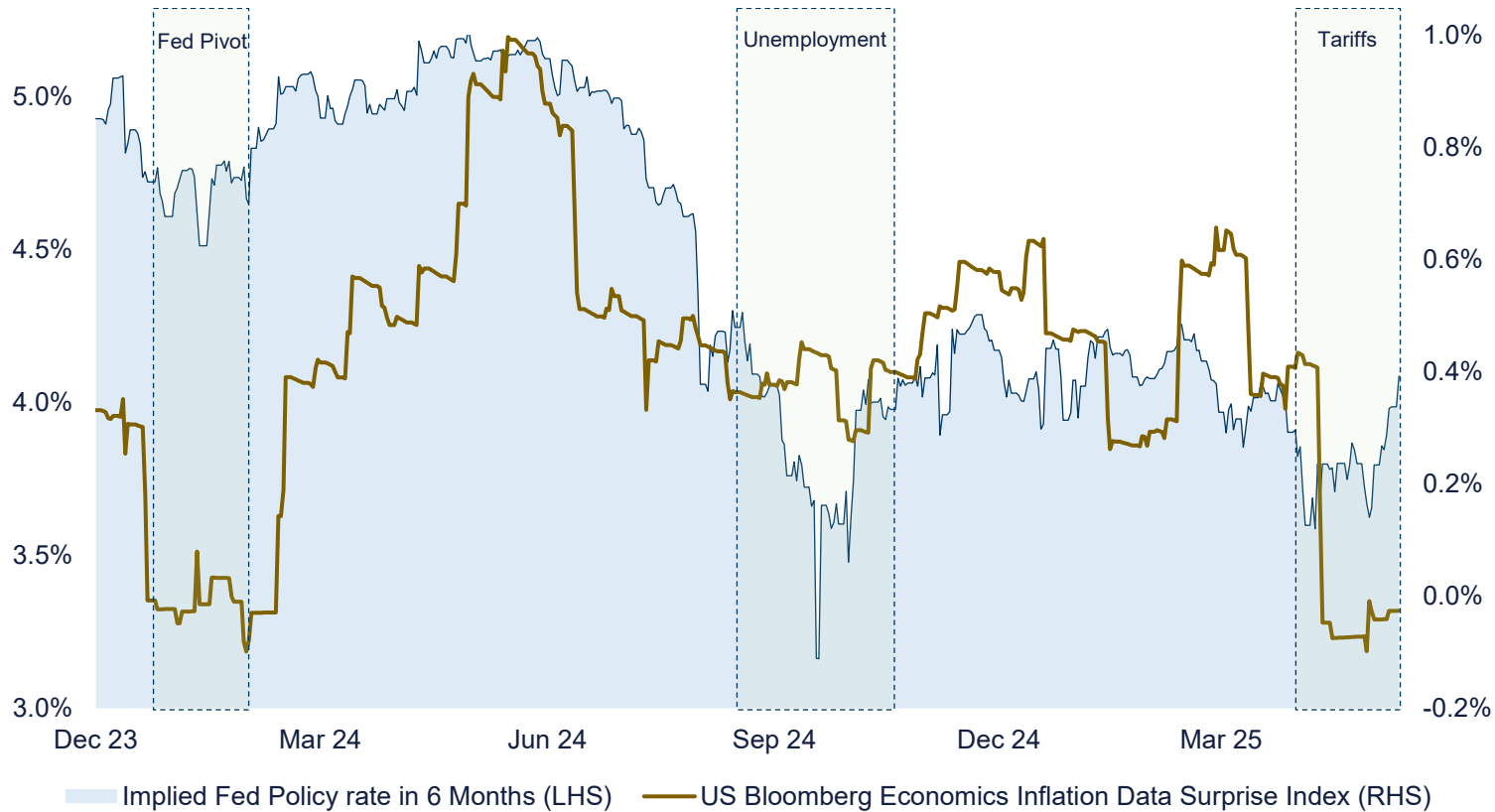
- Con la suspensión temporal de los aranceles más punitivos, el **riesgo inmediato de disrupciones en las cadenas de suministro se ha reducido**. Sin embargo, no está claro si esta pausa será lo suficientemente larga como para facilitar acuerdos comerciales duraderos.
- Dada la complejidad del comercio global, la **incertidumbre aún podría revelar vulnerabilidades estructurales inesperadas**. Habrá que diferenciar entre el ruido anecdótico (como la escasez puntual de ciertos productos) y los datos relevantes.

Ya hemos aterrizado



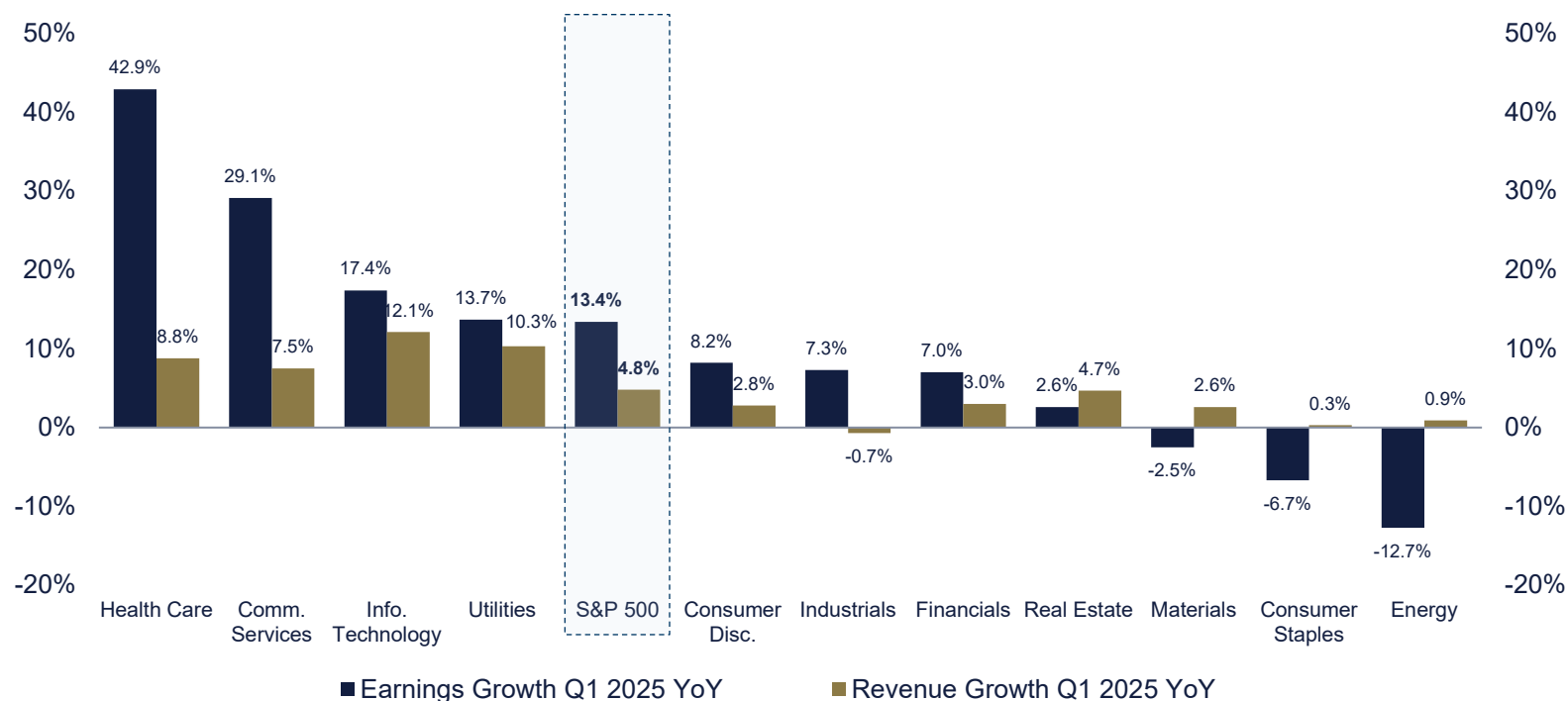
- **Los datos de inflación han sorprendido a la baja durante tres meses consecutivos**, con la inflación subyacente acercándose ya a los niveles objetivo. El IPC general descendió al 2.3% interanual, mientras que el IPC subyacente se situó en el 2.8%. El índice de precios PCE subyacente—la medida preferida por la Fed—bajó hasta el 2.6%.
- **La inflación en servicios sigue moderándose** y los costes de la vivienda están regresando por fin a niveles prepandemia. Teniendo en cuenta las desviaciones pasadas respecto del objetivo del 2%, podría decirse que la inflación ha aterrizado.

La Fed se mantiene firme



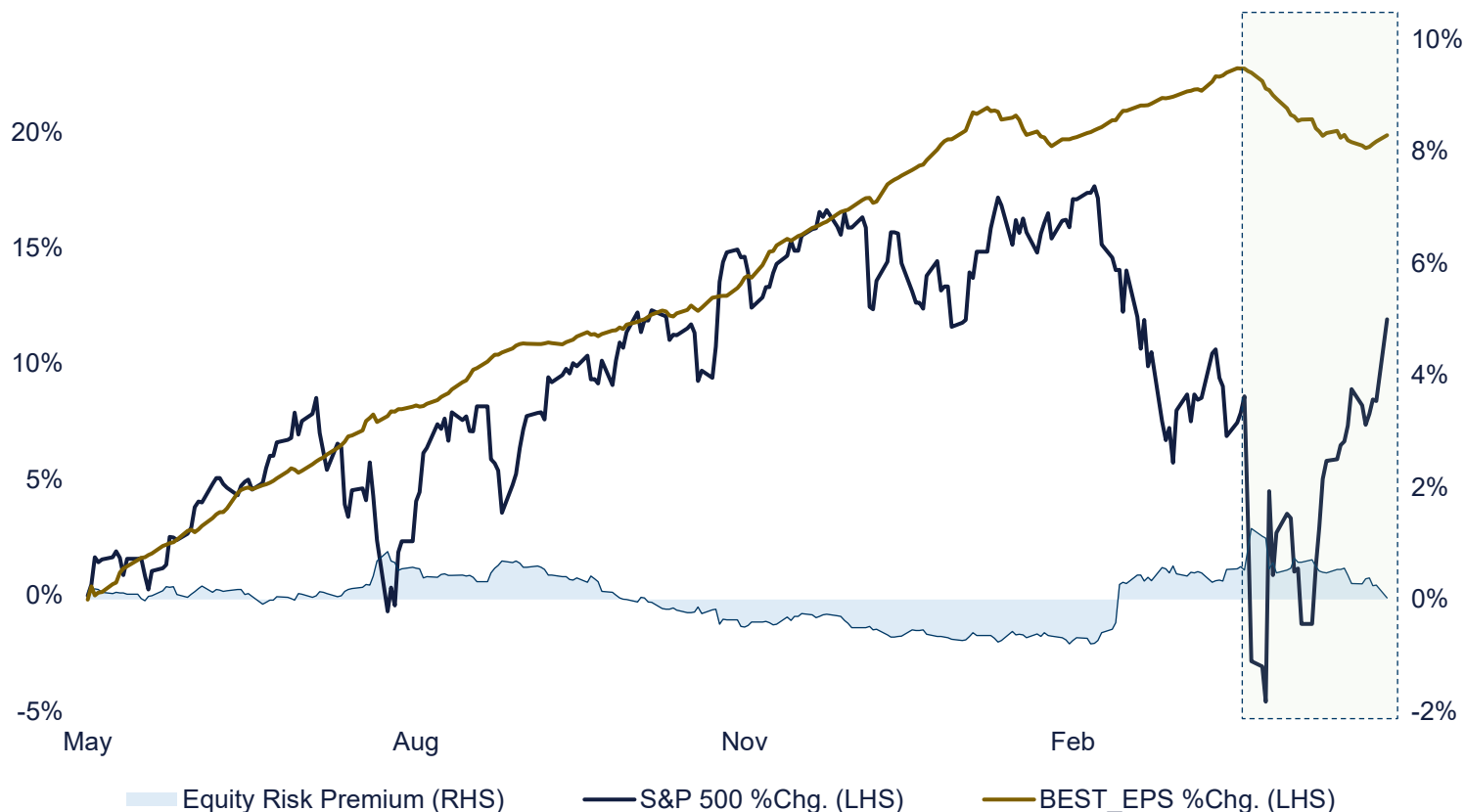
- La caída de la volatilidad en los mercados y el estrechamiento de los diferenciales de crédito han **aliviado la presión inmediata sobre la Fed para recortar tipos**. Sin embargo, la inflación sigue sorprendiendo a la baja, lo que permitiría acercar gradualmente los tipos a una postura más neutral.
- A pesar de la incertidumbre y de la **moratoria arancelaria que aplaza potenciales presiones inflacionistas**, el enfrentamiento público entre la Fed y la administración probablemente ha reforzado su compromiso con la estabilidad de precios.

Buen crecimiento, pero visibilidad reducida



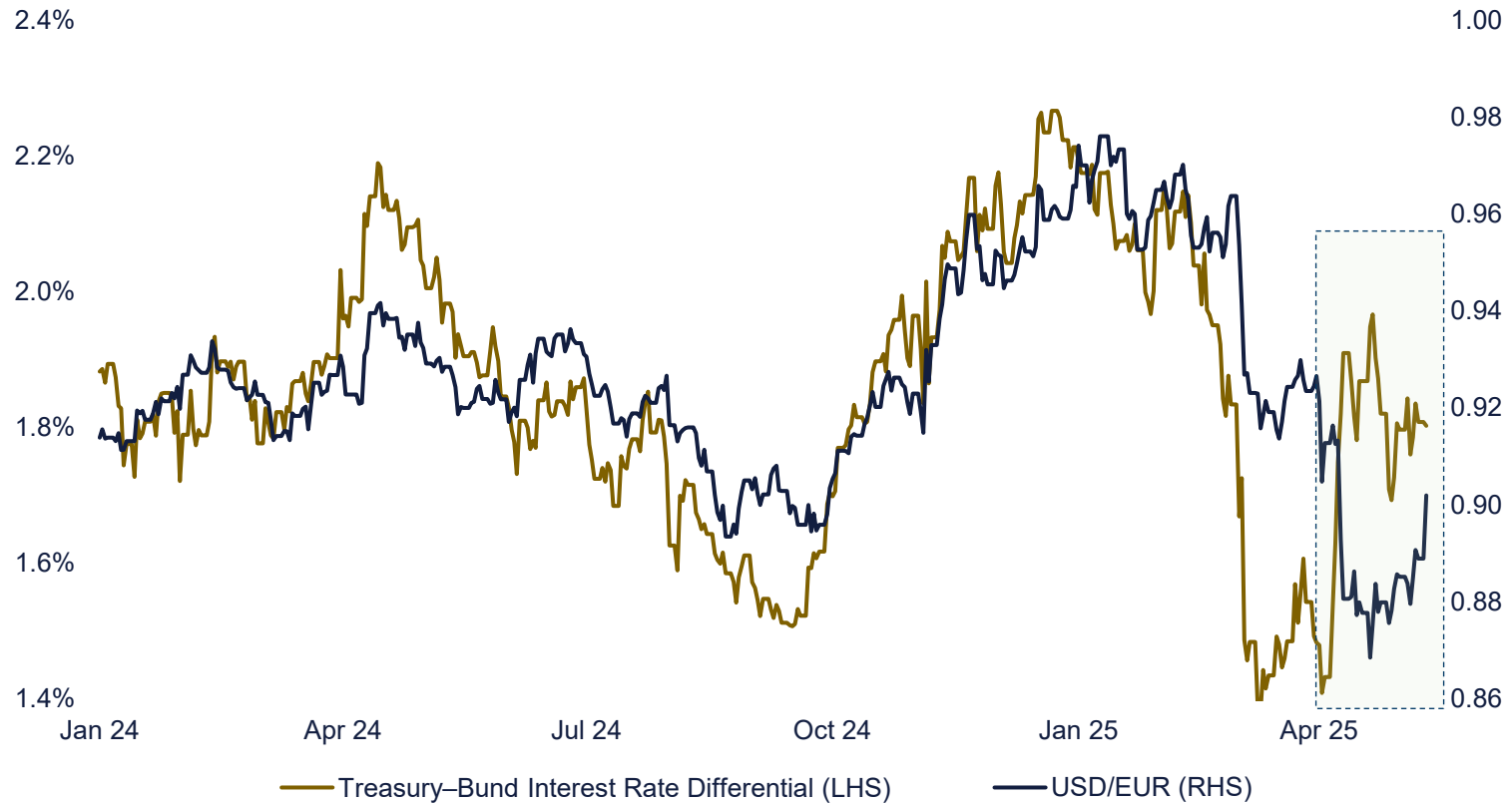
- **Los beneficios del primer trimestre crecieron un 13.4% interanual**, con un 78% de las empresas del S&P 500 superando las estimaciones de beneficios por acción y un 62% superando las previsiones de ingresos—lo que marca el **segundo trimestre consecutivo de crecimiento de beneficios a doble dígito**.
- A pesar de estos sólidos resultados, la visibilidad a futuro se está debilitando: las estimaciones se revisaron al alza durante el primer trimestre, pero **las previsiones para el segundo son mixtas**.

Las valoraciones no importan (por ahora)



- Las previsiones de beneficios se han revisado a la baja en un contexto de creciente incertidumbre, mientras que los precios de las acciones y los tipos de interés han subido, **reduciendo la prima de riesgo de la renta variable** a niveles previos al “Liberation Day”.
- En este contexto, **las valoraciones ofrecen una guía limitada** para el posicionamiento táctico; es más probable que el comportamiento del mercado venga determinado por la resiliencia económica y el flujo de noticias.

Larga vida al dólar



- A pesar de los temores de que los cambios en la política estadounidense puedan poner fin al excepcionalismo americano y provocar salidas de capitales del país, **los fundamentales—como los diferenciales de tipos, los saldos comerciales y el crecimiento—siguen respaldando al dólar.**
- Aunque **algunos mercados pueden ofrecer valoraciones más bajas**, ninguno iguala a Estados Unidos en profundidad de mercado, protección al inversor y calidad corporativa, tanto en renta variable como en renta fija.

Escenarios de inversión

	Escenario 1 Error de política monetaria	Escenario 2 El crecimiento como remedio	Escenario 3 Error de política económica
Causas	- La inflación se mantiene alta debido a un mercado laboral aparentemente robusto y al coste de la vivienda. Los aranceles y las restricciones migratorias amplifican las presiones inflacionarias. - La Fed sobreestima la fortaleza de la economía, manteniendo los tipos altos durante demasiado tiempo o incluso subiéndolos, acercando a la economía a una recesión. Posteriormente, revierte el curso agresivamente.	- Políticas procrecimiento, consumo resiliente y dinamismo corporativo extienden el ciclo. - La inflación continúa normalizándose, y la Fed se acerca gradualmente hacia una política neutral. - El sólido crecimiento económico reduce el déficit fiscal, mientras que la curva de tipos se empina ligeramente, los diferenciales de crédito se mantienen apretados y los beneficios de las empresas continúan creciendo.	- Las bajadas de impuestos no se compensan con nuevos aranceles y una reducción del gasto público, lo que provoca un aumento del déficit. - Los aranceles impuestos a socios comerciales clave (como Europa y China) desencadenan medidas de represalia, afectando negativamente el crecimiento económico global. - Las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda presionan los tipos a largo plazo.
Impacto de mercado	- Las bolsas caen, pero la "Fed Put" limita la corrección. - El crédito sufre en la medida que los diferenciales se amplían desde mínimos históricos. - La deuda soberana sube debido a un "flight to quality" y a la caída de las tasas, mientras que los precios de las materias primas disminuyen. - El dólar se deprecia si la Fed reduce las tasas antes que otros bancos centrales o si la crisis se centra en EE. UU.; de lo contrario, el "flight to quality" respalda al dólar.	- Las bolsas se sostienen por el aumento de los beneficios y la "Fed Put", a pesar de las altas valoraciones. - El crédito tiene un buen desempeño, dado que las hay pocas quiebras corporativas. - La deuda soberana y de alta calidad ofrecen rendimientos sólidos, con mayor recorrido al alza si los tipos a largo plazo disminuyen. - Los precios de las materias primas suben. El dólar se mantiene fuerte, impulsado por los diferenciales tanto de tipos como de crecimiento.	- Las bolsas caen debido a las dudas sobre valoraciones y crecimiento. - Los diferenciales de crédito se amplían drásticamente ante la posibilidad de un aumento en las quiebras corporativas. - La turbulencia en el mercado de bonos del Tesoro obliga a la Fed a intervenir, poniendo en riesgo el papel del dólar como moneda de reserva. - Con los bonos del Tesoro en tela de juicio, el "flight to quality" favorece monedas refugio como el franco suizo y el yen, así como el oro.
Probabilidad	25%	40% (+5%)	35% (-5%)

Catalizadores a corto plazo

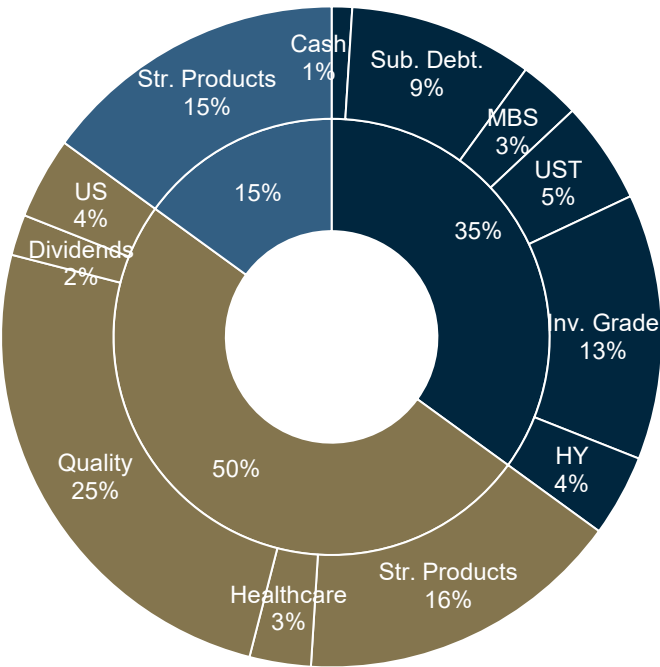
Incremento de productividad por la IA, Desescalada en Ucrania y Oriente Medio reduce los precios de la energía, Bajada de la inflación

Otros riesgos

Burbuja en las crypto, Techo de deuda, Tensiones (geo)políticas, Desaceleración en China/Europa, Corrección del mercado inmobiliario

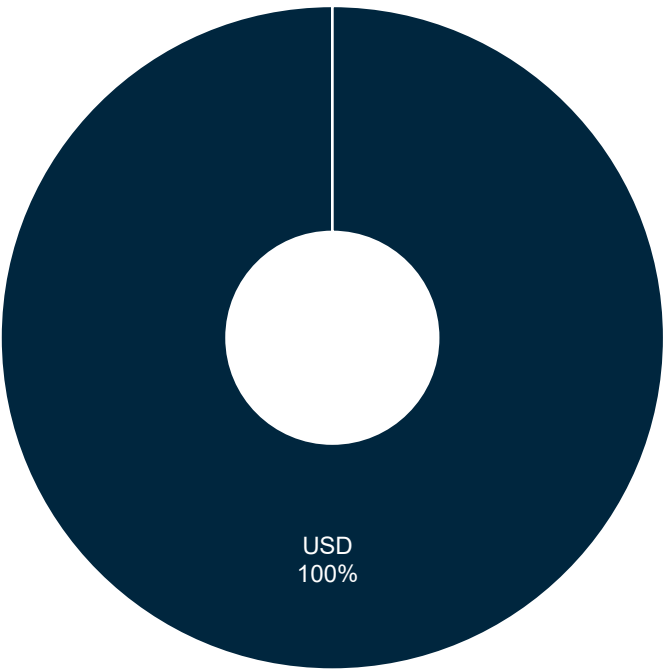
Portafolio Modelo Moderado Boreal (USD)

Asignación activos



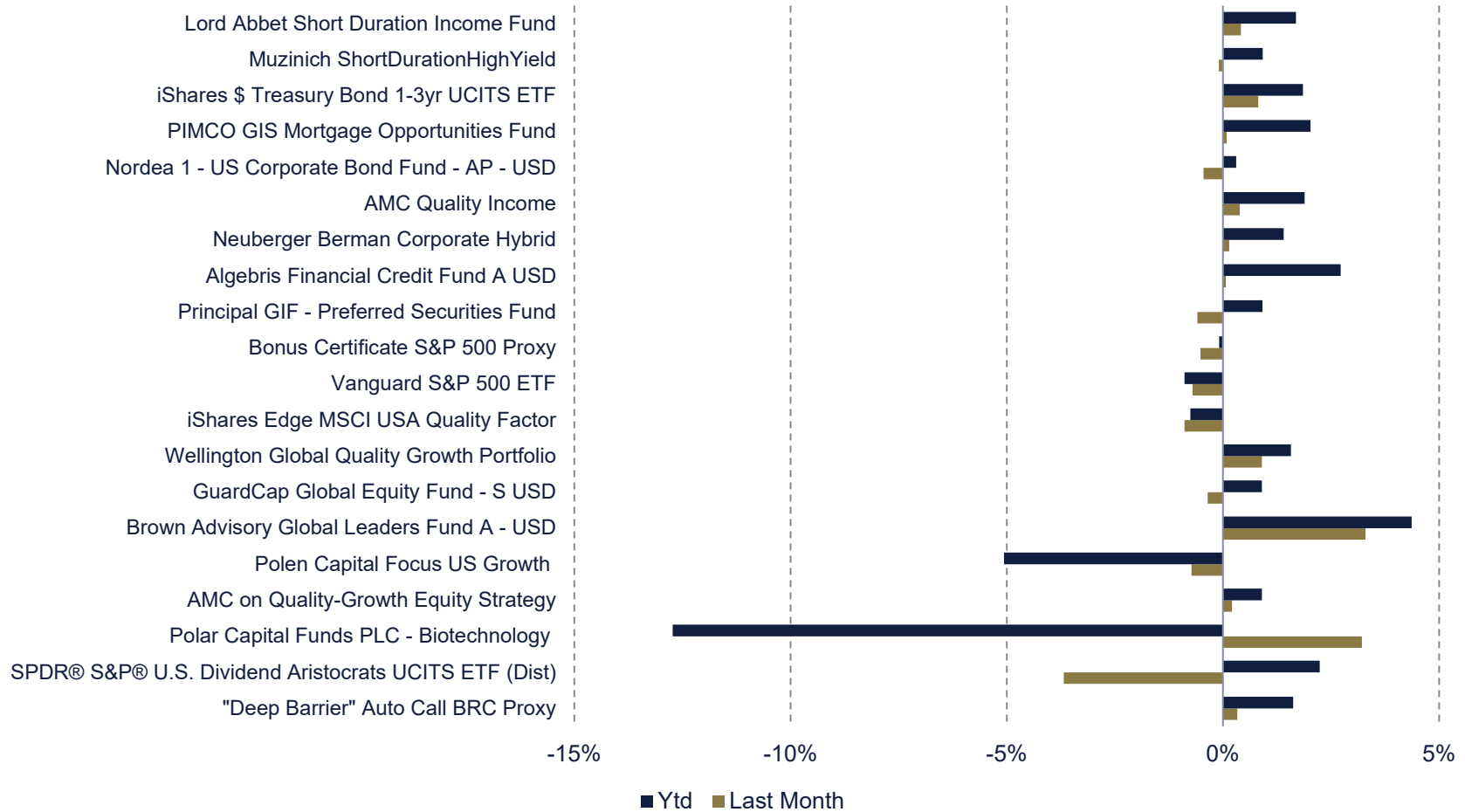
■ Fixed Income
 ■ Equity
 ■ Alternative Inv.

Asignación divisas

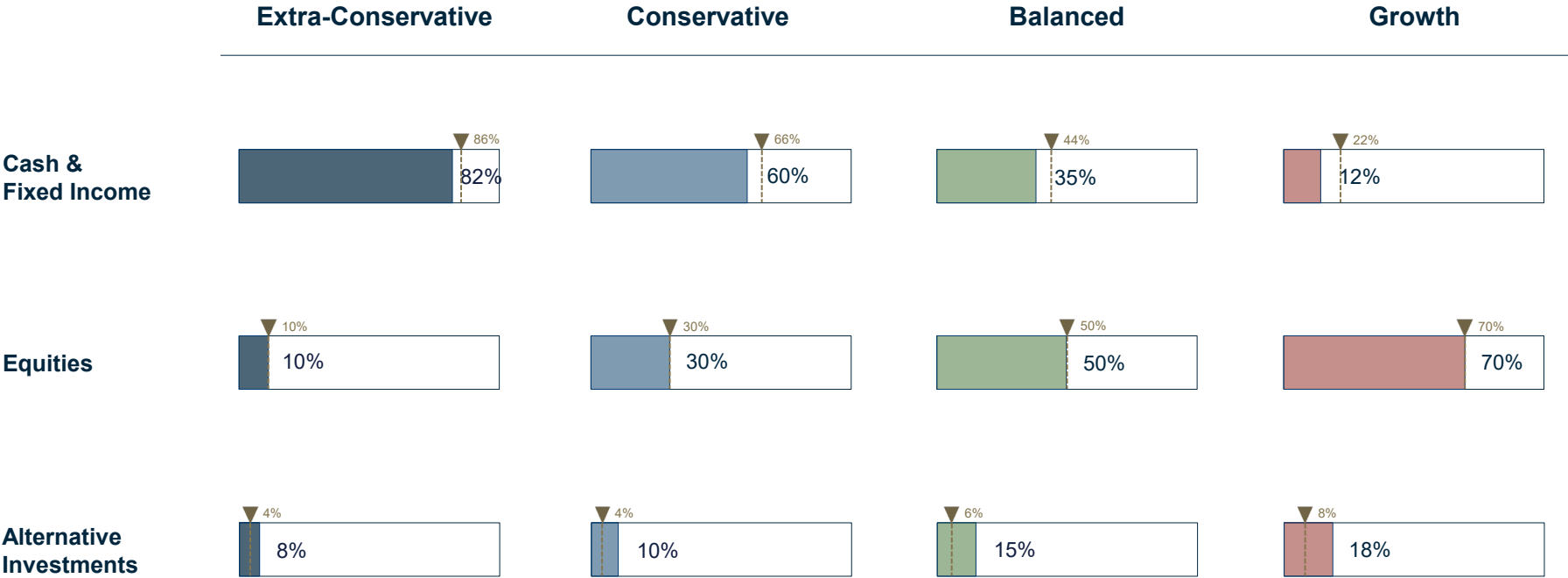


■ USD

Evolución de la cartera modelo

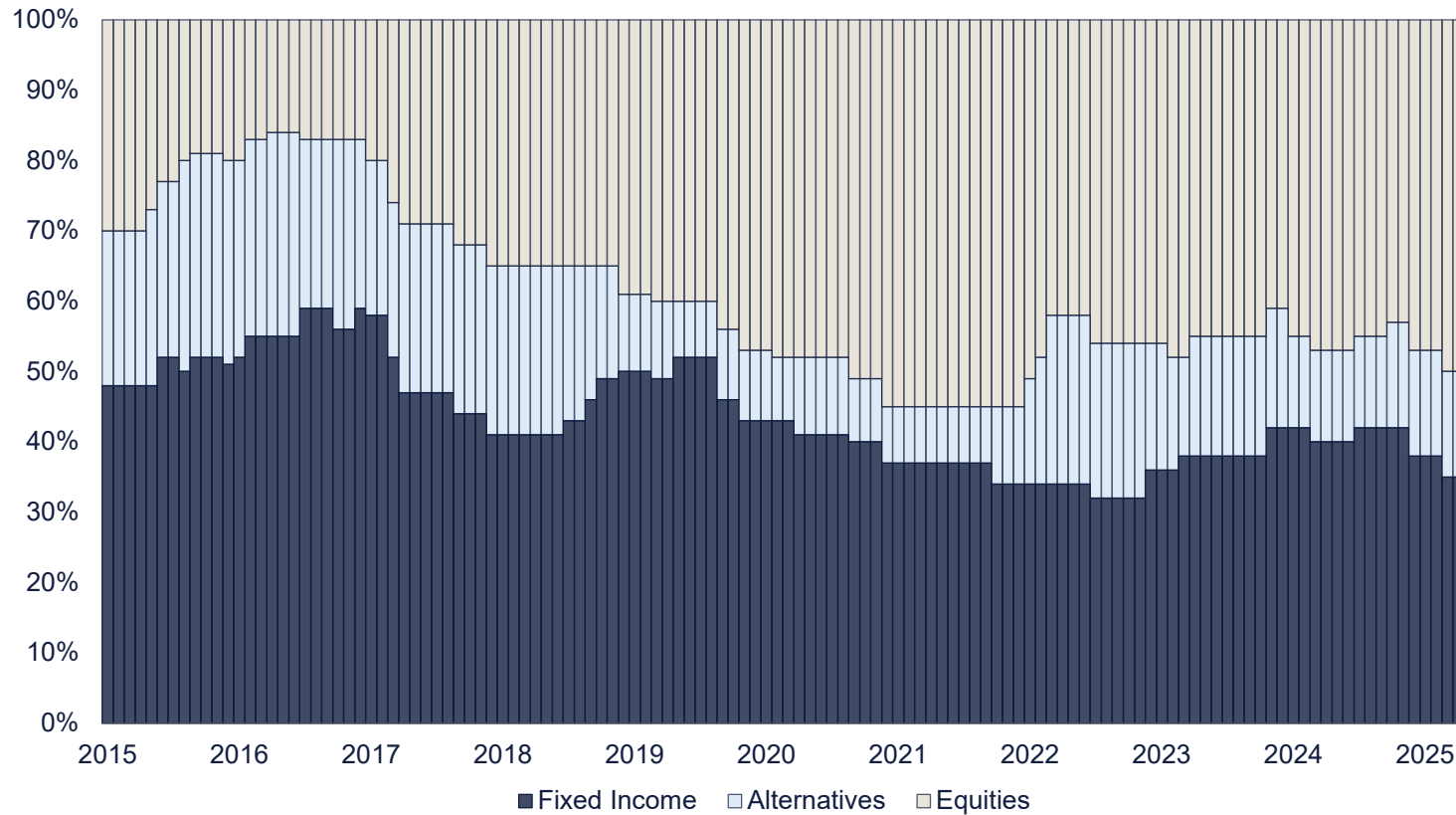


Perfiles de inversión Boreal



▼ Strategic Asset Allocation

Portafolio Modelo Boreal – Asignación de activos

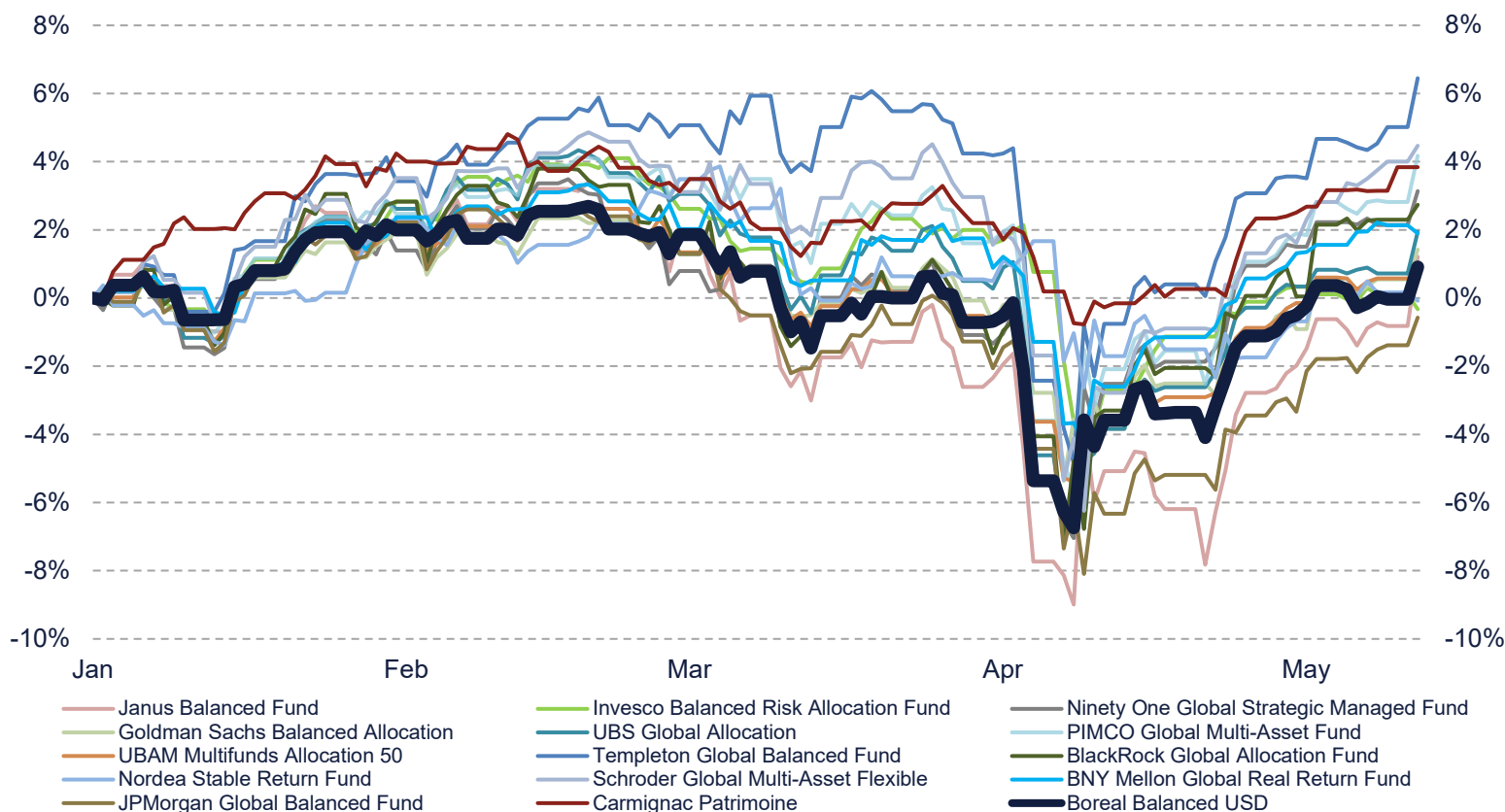


Portafolio Modelo Boreal – Evolución VaR y volatilidad



Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda.

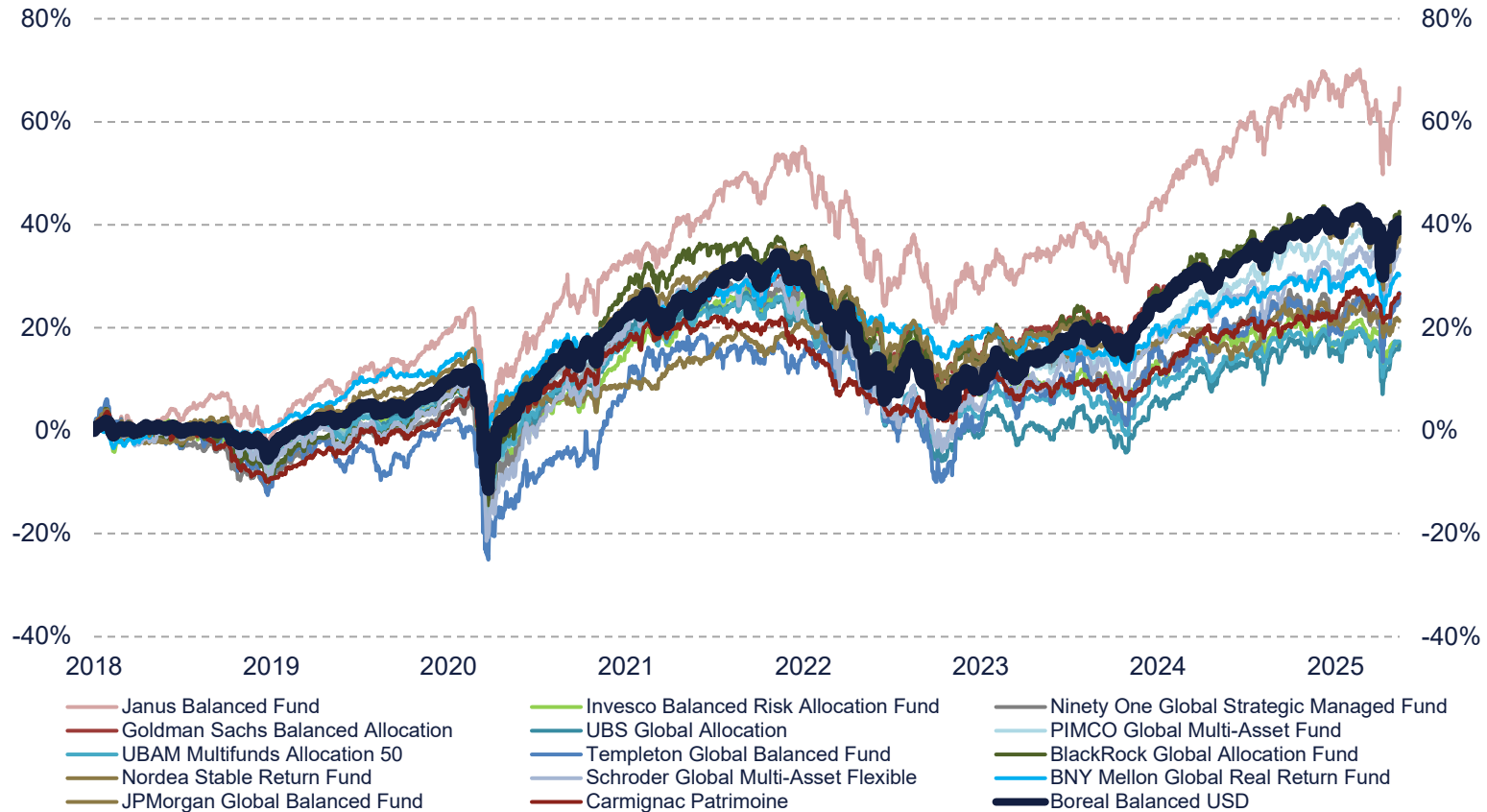
Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (1)



- **Rentabilidad absoluta** (en el año): **11° de 15**
- **Desviación estándar** (en el año): **7° de 15**
- **Riesgo a la baja** (en el año): **6° de 15**
- **Sharpe Ratio** (en el año): **n/a**
- **Sortino Ratio** (en el año): **n/a**

Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda

Portafolio Modelo Boreal – Comparativa (2)



Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda

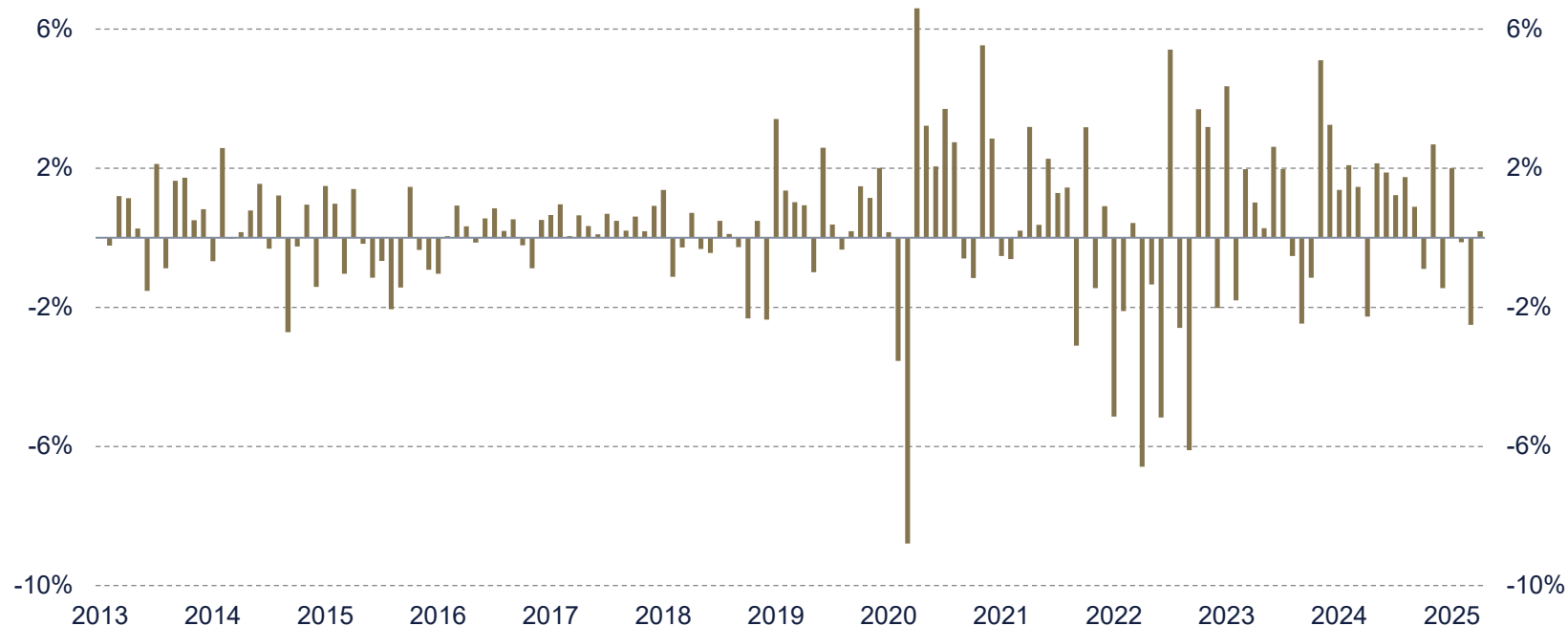
Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad en el año



- **Rentabilidad absoluta** (en el año): **1.14%**
- **Desviación estándar** (en el año): **11.58%**
- **Riesgo a la baja** (en el año): **8.46%**
- **Sharp Ratio** (en el año): **-0.04**
- **Sortino Ratio** (en el año): **-0.12**

Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (1)



- **Rentabilidad absoluta (1 año): 7.53%**
- **Rentabilidad absoluta (3 años): 29.13%**
- **Rentabilidad absoluta (Desde enero 2013): 65.10%**

Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda

Portafolio Modelo Boreal – Rentabilidad histórica (2)



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Return	9.58%	2.05%	-1.80%	1.57%	6.06%	-4.62%	14.67%	12.35%	7.19%	-17.63%	15.26%	13.57%	1.14%
Std. Deviation	3.82%	3.59%	3.67%	2.08%	1.45%	3.77%	3.78%	15.18%	7.18%	13.64%	6.36%	5.44%	11.58%
Sharpe Ratio	2.54	0.58	-0.72	0.61	3.57	-1.71	3.49	0.87	1.03	-1.38	1.65	1.71	-0.04

Annualized Return: 4.12%
Annualized Std. Dev: 7.30%

Datos a 12 de mayo de 2025. Fuente: Bloomberg y Boreal Capital Management. Rendimiento de la cartera modelo calculado en base al rendimiento neto de los fondos individuales que la componen, así como proxies adecuados para las notas estructuradas. El rendimiento no está auditado, no incluye comisiones de gestión, no representa operaciones reales y puede no reflejar el rendimiento real en cuentas individuales. Detalles de composición y cálculo disponibles bajo demanda

Legal Disclaimer Boreal Capital Management LLC, Boreal Capital Securities LLC and Boreal Capital Holdings LLC

Investment advisory products and services, are provided by Boreal Capital Management LLC, an investment adviser regulated by the Securities and Exchange Commission; investment products, trade execution and other services may be offered by Boreal Capital Securities LLC, a member of the FINRA and SIPC. Boreal Capital Management LLC and Boreal Capital Securities LLC are subsidiaries of Boreal Capital Holdings LLC.

Boreal Capital Holdings LLC, Boreal Capital Management LLC and Boreal Capital Securities LLC, their affiliates, and the directors, officers, employees and agents (collectively, "Boreal") are not permitted to give legal or tax advice. While Boreal can assist clients in the areas of estate and financial planning, only an attorney can draft legal documents and provide legal services and advice. Clients of Boreal should consult with their legal and tax advisors prior to entering into any financial transaction or estate plan. The opinions and information contained herein have been obtained or derived from sources believed to be reliable, but Boreal makes no representation or guarantee as to their timeliness, accuracy or completeness or for their fitness for any particular purpose. The information contained herein does not purport to be a complete analysis of any security, company, or industry involved. This material is not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security. Opinions and information expressed herein are subject to change without notice. Boreal and/or its affiliates may have issued materials that are inconsistent with, or may reach different conclusions than, those represented in this document, and all opinions and information are believed to be reflective of judgments and opinions as of the date that material was originally published. Boreal is under no obligation to ensure that other materials are brought to the attention of any recipient of this document.

The information and material presented herein are for general information only and do not specifically address individual investment objectives, financial situations or the particular needs of any specific person who may receive this presentation. Investing in any security or investment strategies discussed herein may not be suitable for you, and you may want to consult a financial advisor. Nothing in this material constitutes individual investment, legal or tax advice. Investments involve risk and any investment may incur either profits or losses. Past performance does not guarantee future results. Unless otherwise stated, the portfolios and its performances herein do not account for costs, fees and / or charges, have no track record and have not been independently audited. Boreal shall accept no liability for any loss arising from the use of this material, nor shall Boreal treat any recipient of this material as a customer or client simply by virtue of its receipt. The information herein is not intended for any person residing in any jurisdiction in which it is unlawful to distribute this material.

Securities investments, products and services:

- **Are not FDIC or Government Agency Insured**
- **Are not Bank Guaranteed • May Lose Value**
- **The information and materials presented here are not intended for persons in jurisdictions where it is unlawful to distribute such information and materials. For further information, please consult your legal advisor.**

Legal Disclaimer Boreal Capital Management AG

Investment advisory products and financial services are provided by Boreal Capital Management Ltd ("Boreal"), a Swiss external asset manager regulated by the SRO AOS.

Boreal Capital Management Ltd is not permitted to give legal or tax advice. Only an attorney can draft legal documents and provide legal services and advice. Clients of Boreal should consult with their legal and tax advisors prior to entering into any financial transaction or estate plan.

The opinions and information contained herein have been obtained or derived from sources believed to be reliable, but Boreal makes no representation or guarantee as to their timeliness, accuracy or completeness or for their fitness for any particular purpose. The information contained herein does not purport to be a complete analysis of any security, company, or industry involved. Opinions and information expressed herein are subject to change without notice. Boreal and/or its affiliates may have issued materials that are inconsistent with or may reach different conclusions than those represented in this document, and all opinions and information are believed to be reflective of judgments and opinions as of the date that material was originally published. Boreal is under no obligation to ensure that other materials are brought to the attention of any recipient of this document. Boreal accepts no liability whatsoever and makes no representation, warranty or undertaking, express or implied, for any information, projections or any of the opinions contained herein or for any errors, omissions or misstatements in the document. Boreal does not undertake to update this document or to correct any inaccuracies which may have become apparent after its publication.

This material is not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security nor a solicitation to buy, subscribe or sell any currency or product or financial instrument, make any investment or participate in any particular trading strategy in any jurisdiction where such an offer or solicitation would not be authorized or to any person to whom it would be unlawful to make such an offer or invitation. The information and material presented herein are for general information only and do not specifically address individual investment objectives, financial situations or the particular needs of any specific person who may receive this presentation. It does not replace a prospectus or any other legal document relating to any specific financial instrument which may be obtained upon request from the issuer of the financial product. In this document Boreal makes no representation as to the suitability or appropriateness of the described financial instruments or services for any recipient of this document nor to their future performance. Each investor must make their own independent decision regarding any securities or financial instruments mentioned in this document and should independently determine the merits or suitability of any investment. Before entering into any transaction, investors are invited to read carefully the risk warnings and the regulations set out in the prospectus or other legal documents and are urged to seek professional advice from their financial, legal, accounting and tax advisors with regard to their investment objectives, financial situation and specific needs. The tax treatment of any investment depends on your individual circumstances and may be subject to change in the future. Boreal does not provide any tax advice within this document and the investor's individual circumstances were not taken into account when providing this document.

Investing in any security or investment strategies discussed herein may not be suitable for you, and you may want to consult a financial advisor. Nothing in this material constitutes individual investment, legal or tax advice. Investments involve risk and any investment may incur either profits or losses. The investments mentioned herein may be subject to risks that are difficult to quantify and to integrate into the valuation of investments. In general, products with a high degree of risk such as derivatives, structured products or alternative/non-traditional investments (such as hedge funds, private equity, real estate funds etc.) are suitable only for investors who are capable of understanding and assuming the risks involved. The value of any capital investment may be at risk and some or all of the original capital may be lost. The investments are exposed to currency fluctuations and may increase or decrease in value. Fluctuations in exchange rates may cause increases or decreases in your returns and/or in the value of the portfolio. The investments may be exposed to currency risks because a financial instrument or the underlying investment of a financial instrument is dominated in a currency different from the reference currency from the portfolio or other than the one of the investor's country of residence.

This document may refer to the past performance of financial instruments. Past performance does not guarantee future results. The value of financial instruments may fall or rise. All statements in this document other than statements of past performances and historical facts are "forward-looking statements" which do not guarantee the future performance. Financial projections included in this document do not represent forecasts or budgets but are purely illustrative examples based on series of current expectations and assumptions which may not eventuate. The actual performance, results, market value and prospects of a financial instrument may differ materially from those expressed or implied by the forward-looking statements in this document. Boreal disclaims any obligation to update any forward-looking statement as a result of new information, future events or otherwise. The information contained in this document is neither the result of financial analysis within the meaning of the Swiss Banking Association "Directive on the Independence of Financial Research" nor of independent investment research as per EU regulation on MiFID provisions.

Unless otherwise stated, the portfolios and its performances herein do not account for costs, fees, commissions, expenses charged on issuance and redemption of securities or other, nor any taxes that may be levied and / or charges, have no track record and have not been independently audited. Boreal shall accept no liability for any loss arising from the use of this material, nor shall Boreal treat any recipient of this material as a customer or client simply by virtue of its receipt. The information herein is not intended for any person residing in any jurisdiction in which it is unlawful to distribute this material.

This document is confidential and is intended only for the use of the person to whom it was delivered. This document may not be reproduced in whole or in part or delivered to any other person without the prior written approval of Boreal.