

Deuda en dificultades

Cartilla educativa sobre fondos de cobertura

Autores: Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Tony Petrov, Strategist, UBS Switzerland AG; Sean Sanborn, Hedge Fund Strategist, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Daniel J. Scansaroli, Head of Portfolio Strategy & UBS Wealth Way Solutions, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- La deuda en dificultades es una estrategia dentro del estilo de los fondos de cobertura dirigidos por acontecimientos que se enfoca en empresas con dificultades financieras.
- Los gestores favorecen las empresas cuyo valor puede reactivarse mediante la reestructuración e invierten principalmente en deuda cotizada y acciones.
- Entre las empresas objetivo se incluyen las que están en proceso de reestructuración de su deuda (p. ej. quiebra) o es probable que lo estén.



Fuente: UBS

La deuda en dificultades en pocas palabras

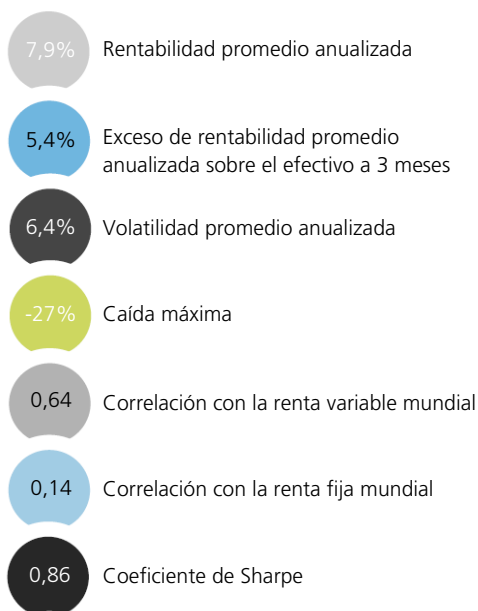
- Los instrumentos «en dificultades» (valores de empresas con un flujo de caja insuficiente para pagar la deuda) suelen negociarse con un descuento considerable y son bastante difíciles de valorar. Suelen carecer de liquidez y tienen altos costos de transacción, amplios diferenciales entre precio de compra y de venta y, también, asimetría de la información (una parte tiene más información relevante que la otra).
- Los gestores se basan en la diligencia debida, el análisis crediticio fundamental y los conocimientos jurídicos sobre el proceso de quiebra para identificar las valuaciones erróneas y generar valor.
- Los enfoques de inversión pueden ser activos o pasivos. Los gestores activos buscan jugar un papel activo en el proceso de reestructuración. Los gestores pasivos se limitan a negociar, tanto en largo como en corto, valores cotizados usando diferentes estrategias e instrumentos (principalmente deuda, pero también renta variable).
- Las operaciones típicas incluyen la búsqueda de oportunidades en toda la estructura de capital de una empresa o el aprovechamiento de oportunidades de arbitraje entre varios valores de la misma empresa. Otras estrategias, como la financiación de rescate, consisten en conceder préstamos a empresas con problemas de flujo de caja.
- El rendimiento de la deuda en dificultades depende de las normas de préstamo, las tasas de impago y, en general, la dinámica del ciclo de deuda en dificultades. Los diferenciales de crédito, los movimientos de los rendimientos y el apetito por el riesgo del mercado en general también juegan un papel clave.
- Históricamente, los fondos de deuda en dificultades tienen rendimientos moderadamente inferiores a los de la renta variable y, además, una menor volatilidad (en función de su iliquidez).
- Los gestores muestran cierta ciclicidad en su perfil de rentabilidad a pesar de la anticiclicidad de los instrumentos en los que invierten.
- Desde el punto de vista de la cartera, pueden mejorar el perfil de riesgo-beneficio de una cartera multiactivos gracias a su correlación imperfecta con los activos tradicionales.

Este informe fue elaborado por UBS Switzerland AG y UBS Financial Services Inc. (UBS FS). Le rogamos que lea el aviso legal y las declaraciones importantes incluidos al final de este documento.

- Pero los fondos de deuda en dificultades figuran entre las estrategias menos líquidas de los fondos de cobertura. En las recesiones pueden sufrir drásticas caídas.
- Es importante destacar que la selección de los gestores sigue siendo crucial, dado que se trata de una estrategia compleja.

Esta cartilla forma parte de una serie de breves cartillas educativas sobre estrategias específicas de fondos de cobertura, que se actualiza anualmente para reflejar los datos más recientes. Encontrará más información en el portal del cliente. También puede contactar a su asesor si necesita ayuda.

Fig. 1: Principales estadísticas sobre fondos de cobertura en dificultades



Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; basado en datos históricos desde 1995; los índices usados incluyen MSCI World TR, Barclays Global Aggregate Bond TR y HFRI Distressed/Restructuring Index; datos a noviembre de 2023.

¿Qué hacen los fondos de deuda en dificultades?

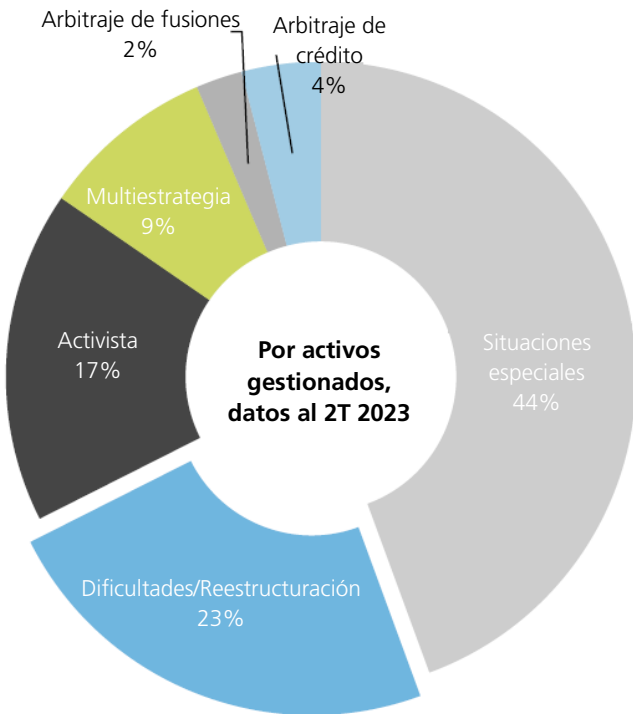
- Los gestores de fondos invierten en valores de empresas afectadas o que pueden verse afectadas por un acontecimiento operativo o financiero importante (que puede llevar a la quiebra) y cuyo valor puede aumentar considerablemente mediante la reestructuración.
- Las empresas en dificultades tienen un flujo de caja insuficiente para cumplir el servicio de su deuda. Su endeudamiento puede deberse a un apalancamiento excesivo, a una pérdida de rentabilidad debida a un cambio en la coyuntura empresarial, económica o

industrial, a dificultades reglamentarias o demandas judiciales o a un acceso limitado a la financiación.

- Los valores en dificultades suelen negociarse con grandes descuentos y pueden ser difíciles de valorar. Suelen carecer de liquidez y, además, tienen altos costos de transacción, amplios diferenciales entre precios de compra y venta y, también, muestran una marcada asimetría de la información.
- Los gestores se basan en la diligencia debida, el análisis crediticio fundamental y los conocimientos jurídicos sobre el proceso de quiebra para identificar los precios erróneos y generar valor.
- Los enfoques de inversión pueden ser activos o pasivos. Los gestores activos buscan jugar un papel activo en el proceso de reestructuración. Tras adquirir grandes cantidades de instrumentos de deuda en una empresa en dificultades, a menudo buscan controlar el consejo de administración y (de forma similar a los fondos activistas) pueden litigar si es necesario.
- Los gestores pasivos limitan su mandato a negociar, tanto en largo como en corto, valores cotizados usando diferentes estrategias e instrumentos (principalmente deuda, pero también renta variable). Suelen operar en toda la estructura de capital, aprovechando también las oportunidades de arbitraje entre varios valores de la misma empresa.
- Los fondos de deuda en dificultades pueden escoger invertir en distintas fases del proceso de reestructuración en función de su perfil de tolerancia al riesgo (mientras más temprano, más arriesgado).
- Dado que los préstamos con cargo a activos en dificultades rara vez se aceptan, los fondos de deuda en dificultades no suelen estar apalancados.
- Las carteras suelen estar bien diversificadas por sectores y activos.
- El riesgo de mercado o los acontecimientos de riesgo pueden cubrirse, pero esto es poco frecuente, ya que puede resultar difícil o caro de ejecutar.

Fig. 2: Desglose por subestrategias dirigidas por acontecimientos

La deuda en dificultades representa una parte significativa del espacio dirigido por acontecimientos de los fondos de cobertura



Fuente: HFR, UBS; datos al 2T 2023

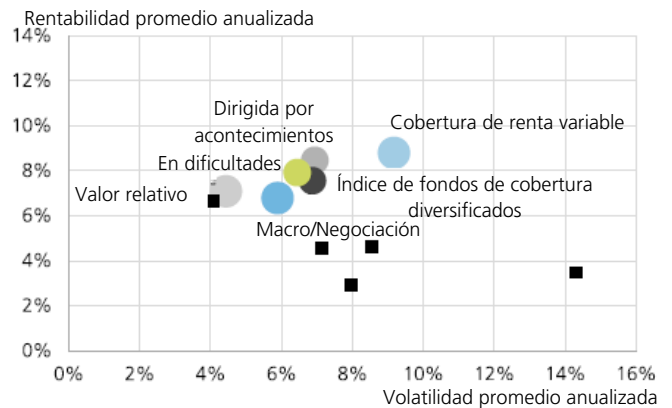
Fuentes de rendimiento de la estrategia

- Los fondos de deuda en dificultades tienen tres fuentes de rentabilidad potenciales: alfa del gestor, beta de mercado y beta alternativa.
- Alfa:** la capacidad del gestor de fondos de cobertura para emplear una estrategia de inversión que genere rendimientos superiores a los del mercado en general. La generación de alfa está determinada por la capacidad de los especialistas en deuda en dificultades para identificar oportunidades de negociación y prever el resultado de una reestructuración de deuda, seleccionando al mismo tiempo los instrumentos adecuados. Para ello, los gestores necesitan un cierto grado de dislocación del mercado. El entorno crediticio, las normas de concesión de préstamos, las tasas de impago y la dinámica del ciclo de deuda en dificultades son factores importantes para la generación de alfa.
- Beta de mercado:** exposición a los movimientos generales del mercado. Aunque los gestores de deuda en dificultades se enfocan en riesgos idiosincrásicos, siguen estando expuestos al riesgo de crédito o de tasas de interés, así como a los mercados de bonos de alto

rendimiento. Beta de mercado es una fuente de rentabilidad no despreciable. Los diferenciales crediticios, los rendimientos y el apetito general por el riesgo pueden afectar la rentabilidad.

- Beta alternativa:** otros flujos de rentabilidad no vinculados a la habilidad del gestor (alfa) o al rendimiento del mercado en general (beta del mercado). También denominadas primas de riesgo, las betas alternativas son anomalías recurrentes del mercado que explotan los gestores de fondos de cobertura. Las betas alternativas típicas vinculadas a la inversión en deuda en dificultades incluyen las primas de iliquidez y complejidad.

Fig. 3: Gráfico de dispersión riesgo-rentabilidad de varias estrategias de fondos de cobertura



Nota: Las subestrategias dirigidas por acontecimientos se representan en cuadrados. Fuente: HFR, UBS; basado en datos históricos desde 1995; datos a noviembre de 2023

Análisis del rendimiento

- Entre 1995 y 2023, los fondos de deuda en dificultades registraron una rentabilidad promedio anualizada del 7,9%, con una volatilidad del 6,4%, según el HFRI Distressed/Restructuring Index.
- Este rendimiento es moderadamente superior al de la renta variable, pero con menos de la mitad de volatilidad.
- Sin embargo, los instrumentos de deuda en dificultades carecen de liquidez. La volatilidad general puede verse afectada por sesgos bien conocidos, como el estancamiento de los precios medidos y la suavización de la volatilidad.
- Durante el mismo periodo, un índice de fondos de cobertura de deuda en dificultades ampliamente diversificado registró una caída máxima del -27,4%, frente al -54% de la renta variable.

Tabla 1: Análisis de rendimiento (1995-2023)

La deuda en dificultades ha ofrecido rendimientos similares a los de la renta variable, con menor volatilidad, y es un buen diversificador de carteras.

	100% Renta variable	100% Deuda en dificultades	50% Renta fija variable	20% Deuda en dificultades 40% Renta fija variable
Rendimiento (anual)	7,5%	7,9%	6,0%	6,4%
Volatilidad (anual)	15,3%	6,4%	9,0%	8,0%
Coefficiente de Sharpe (2,4%)	0,34	0,86	0,40	0,50
Caida máxima	-54,0%	-27,4%	-31,2%	-30,3%

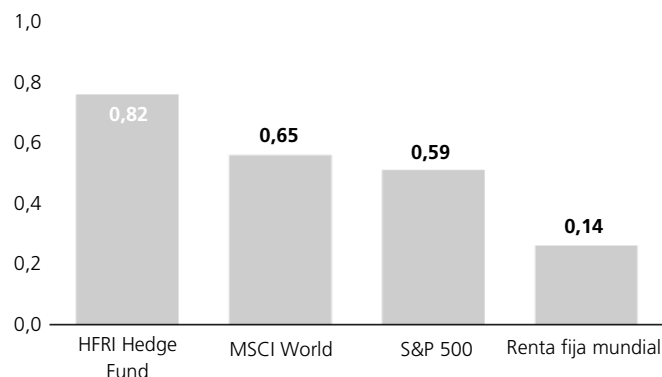
Nota: Los índices usados son MSCI World Net TR, Barclays Global Aggregate Bond TR y HFRI Distressed/Restructuring Index. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

Deuda en dificultades en su cartera

- En los últimos 28 años, la correlación de los fondos de deuda en dificultades con activos tradicionales, como la renta variable y la renta fija, se situó en el 0,65 y el 0,14, respectivamente.
- Esta correlación imperfecta significa que los fondos de deuda en dificultades pueden mejorar el perfil de riesgo-beneficio de una cartera multiactivos.
- Los fondos de deuda en dificultades son direccionales y figuran entre las estrategias menos líquidas de los fondos de cobertura. Pueden sufrir importantes depreciaciones, sobre todo durante las recesiones.
- Al igual que con otras estrategias de fondos de cobertura, aconsejamos considerar solo una asignación dentro de una cartera de fondos de cobertura que ya esté bien diversificada.

Fig. 4: Los fondos de deuda en dificultades muestran una correlación limitada con otros activos (1995-2023)

Correlación de los fondos de deuda en dificultades con otras clases de activos



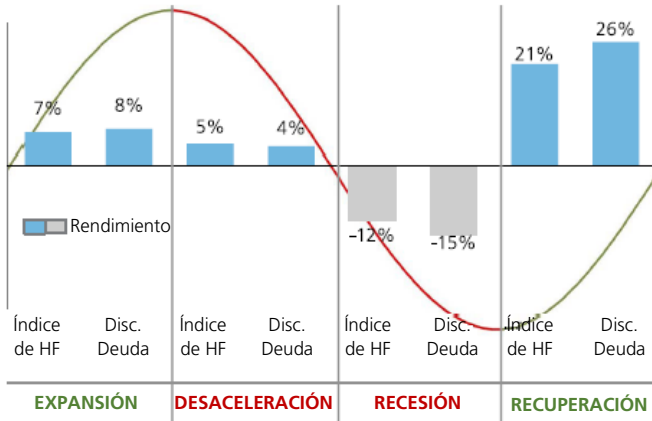
Nota: Los índices usados incluyen MSCI World, S&P 500 TR, Barclays Global Aggregate Bond TR, HFRI Fund Weighted Index y HFRI Distressed/ Restructuring Index. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

La deuda en dificultades y el ciclo económico

- Los fondos de deuda en dificultades muestran un perfil de rentabilidad cíclico a pesar del carácter anticíclico de los instrumentos de deuda en dificultades.
- Los gestores suelen ampliar su abanico de oportunidades durante las fases de caída del mercado, cuando se endurecen los criterios de concesión de préstamos y aumentan los costos de financiación, lo que presiona a las empresas con balances débiles a reestructurarse o liquidarse.
- Como las operaciones suelen realizarse bastante pronto durante el proceso de reestructuración (a menudo antes de que la empresa incumpla o se reestructure), los gestores suelen sufrir pérdidas tempranas que pueden ir seguidas de grandes ganancias si la reestructuración tiene éxito. Este efecto es mayor durante las recesiones debido a la iliquidez y al riesgo de los instrumentos en dificultades, así como a la contribución negativa de la beta.
- Los gestores suelen registrar sus mayores ganancias durante las primeras fases de una recuperación económica. Unos diferenciales de crédito amplios, pero cada vez más ajustados, acompañados de una mejora de las condiciones económicas y de financiación, les permiten recoger los beneficios obtenidos con inversiones anteriores.
- A medida que madura la recuperación económica, las perspectivas de rentabilidad empiezan a moderarse debido a los estrechos diferenciales de crédito y las bajas tasas de impago. No obstante, la deuda en dificultades pendiente puede ser difícil de liquidar y su reestructuración puede llevar tiempo. Así pues, los valores heredados siguen ofreciendo rentabilidad incluso cuando la oferta de nuevas oportunidades se reduce considerablemente.

Fig. 5: Deuda en dificultades en diferentes fases del ciclo

Los fondos de deuda en dificultades rinden mejor en la fase de recuperación



Nota: Las fases del ciclo se definen en función de la producción industrial mundial. Datos desde 1990. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

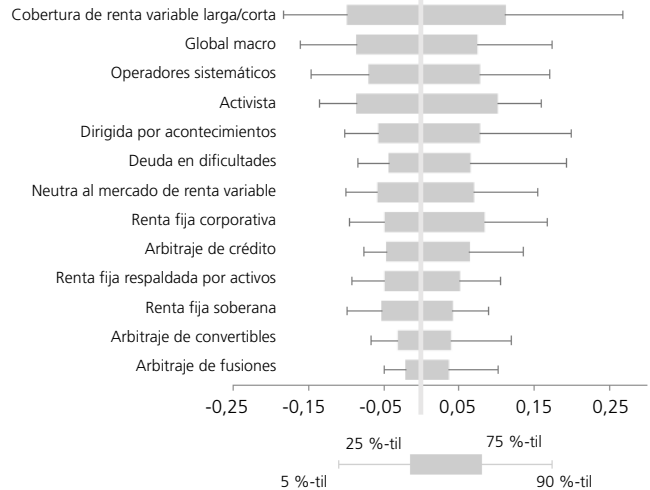
Variabilidad de los rendimientos entre gestores

- Los rendimientos de los gestores de la categoría de deuda en dificultades varían casi tanto como los de otras categorías de fondos de cobertura.
- Esto se debe a la falta de liquidez de los instrumentos en dificultades. Con una fijación de precios potencialmente intermitente, la volatilidad de los titulares de deuda en dificultades se suaviza y da lugar a una menor variabilidad de los rendimientos.
- El sesgo largo de los gestores y el uso limitado del apalancamiento también contribuyen a reducir la dispersión de la rentabilidad.
- Aunque la dispersión de la rentabilidad es relativamente moderada, la selección de los gestores es crucial para esta estrategia, ya que las operaciones son complejas y requieren conocimientos sobre el marco jurídico de los procesos de reestructuración de la deuda.

Fig. 6: Dispersión de la rentabilidad promedio de los fondos

En comparación con otras estrategias individuales, la deuda en dificultades muestra una dispersión de la rentabilidad relativamente baja

Dispersión de la rentabilidad promedio de los fondos frente a la mediana, en %.



Fuente: HFR, UBS; datos desde 1990

¿Cuáles son los riesgos?

- La iliquidez es un factor de rentabilidad de los fondos de deuda en dificultades que también constituye una importante fuente de riesgo. Los gestores pueden enfrentar restricciones comerciales (por motivos legales o de mercado) y no poder vender un activo al precio deseado.
- La reestructuración de la deuda de empresas en dificultades es un proceso complejo. Muchos acontecimientos que escapan al control de los gestores, como la escalada de los costos legales o los litigios de los acreedores subordinados, pueden provocar pérdidas.
- Invertir en fondos de cobertura de deuda en dificultades puede conllevar un riesgo a la reputación. Algunos gestores pueden participar en estrategias percibidas como controvertidas (p. ej. la inversión buitre), que pueden dar lugar a acciones legales o atraer las críticas del público y los medios de comunicación.
- También puede haber otros riesgos más generales de los fondos de cobertura, como la falta de transparencia de algunos gestores, que puede enmascarar el fraude, y riesgos operativos como una gestión inadecuada del riesgo.
- Estos riesgos no pueden eliminarse por completo, pero pueden reducirse significativamente mediante la diligencia debida y estrictos procesos de inversión y monitoreo.

Glosario

Definiciones seleccionadas

- **Acción delegada:** los accionistas pueden permitir que otra persona actúe en su nombre, como apoderado.
- **Activista:** un individuo o grupo que compra un gran número de acciones de una empresa pública y/o intenta obtener puestos en su consejo de administración para efectuar un cambio importante en ella. Las empresas pueden convertirse en el objetivo de inversionistas activistas si están mal gestionadas, operan con costos excesivos, podrían gestionarse de forma más rentable como empresa privada o tienen otros problemas que los inversionistas activistas creen que pueden solucionar para que la empresa sea más valiosa.
- **Alfa:** prima que obtiene una cartera de inversiones por encima de un determinado índice de referencia (como el Standard & Poor's 500). Por lo que respecta a los valores, se considera que un alfa positivo significa que un valor está infravalorado con respecto a otros con un riesgo sistemático similar. En términos de carteras, describe la recompensa extraordinaria obtenida de la cartera. Cuanto mejor se gestione la cartera, mayor será el alfa.
- **Apalancamiento:** el uso de capital o instrumentos prestados para aumentar el rendimiento potencial (y las pérdidas potenciales) de una inversión. Un ejemplo sencillo es una hipoteca usada en transacciones inmobiliarias.
- **Beta alternativa:** anomalías recurrentes del mercado que aprovechan los gestores de fondos de cobertura. También denominadas primas de riesgo.
- **Beta:** medida de la volatilidad de una variable dependiente (es decir, el precio de las acciones) en relación con una variable independiente (es decir, un índice). Beta es el cambio porcentual en el precio de la variable dependiente dado un cambio del 1% en la variable independiente. Esto revela si la variable dependiente se mueve al mismo ritmo que la variable independiente (una beta de 1 indica una alineación perfecta). La beta es una medida del riesgo: cuanto mayor sea beta, mayor será el riesgo.
- **Caída:** el descenso de máximo a mínimo durante un periodo récord específico de una inversión, fondo o materia prima. Una caída suele expresarse como el porcentaje entre el máximo y el mínimo.
- **Cobertura de renta variable:** una estrategia de fondos de cobertura que consiste en comprar ciertos valores en largo y vender otros al descubierto. Por lo general, no se impone ninguna restricción a las transacciones en cuanto a los países en los que cotizan las acciones.
- **Coefficiente de Sharpe:** medida para calcular la rentabilidad ajustada al riesgo. Es la rentabilidad promedio obtenida por encima de la tasa sin riesgo por unidad de volatilidad o riesgo total.
- **Correlación:** el grado en que las fluctuaciones de una variable coinciden con las de otra.
- **Depósitos de margen:** depósito de garantía realizado por un cliente a un corredor, o a la cámara de compensación rectora, por cada contrato de futuros u opciones como garantía de cumplimiento del contrato.
- **Diferencial de compra-venta:** la cantidad en la que el precio de venta supera al precio de compra ofrecido.
- **Dirigida por acontecimientos:** estrategia de los fondos de cobertura que trata de sacar partido de acontecimientos como fusiones y reestructuraciones que pueden dar lugar a una valoración errónea a corto plazo de las acciones de una empresa. Una estrategia dirigida por acontecimientos se enfoca en aprovechar la tendencia a la baja de las acciones de las empresas en un momento de cambio.
- **Dispersión de la rentabilidad de la renta variable:** la variabilidad de los rendimientos esperados y realizados de la renta variable.
- **Diversificación:** una técnica de gestión de riesgos que mezcla diversas inversiones dentro de una cartera para minimizar la exposición a un único riesgo.
- **Estructuras de capital:** la composición de la deuda a largo plazo, la deuda a corto plazo, el capital común y el capital preferente de una empresa.
- **Exceso de rentabilidad promedio anualizada:** el rendimiento promedio de un fondo de cobertura, superior al índice de referencia o índice, promediado a lo largo de la vida del fondo.
- **Fondos cotizados (ETF):** un valor basado en un índice, una materia prima, bonos o una cesta variada de activos. Los ETF se negocian como acciones ordinarias en una bolsa de valores.
- **Fondos mutuos:** vehículo de inversión que reúne fondos de varios inversionistas para invertir en valores de todas las clases de activos.
- **Garantía:** activos ofrecidos por un prestatario como protección frente al impago de un préstamo. Si el prestatario deja de pagar el préstamo, el prestamista puede embargar la garantía para recuperar las pérdidas del préstamo impagado.

- **Inversión buitre:** una estrategia de inversión que adquiere activos e instrumentos financieros (como valores, deuda, activos en cartera y propiedad inmobiliaria) por debajo de su costo a entidades en dificultades. Un inversionista buitre puede comprar las acciones de control de una empresa para liquidarla, obteniendo un rendimiento de la inversión superior al precio de compra original.
- **Oportunidades de arbitraje:** una oportunidad de beneficiarse de las diferencias de precios en una clase de activo que surgen de las ineficiencias del mercado.
- **Precio obsoleto:** un precio antiguo de un activo que no refleja la información más reciente.
- **Prima de liquidez:** la prima que ofrece un valor subyacente en relación con la facilidad con que puede convertirse en efectivo.
- **Reestructuración de la deuda:** un proceso que permite a una empresa privada o pública, o a una entidad soberana con problemas de liquidez y dificultades financieras, reducir y renegociar sus deudas morosas para mejorar o restablecer su liquidez de modo que pueda continuar sus operaciones.
- **Reestructuración:** acto de reorganizar las estructuras jurídicas, de propiedad, operativas o de otro tipo de una empresa para hacerla más rentable o mejor organizada para sus necesidades actuales.
- **Rentabilidad promedio anualizada:** la rentabilidad proporcionada por un fondo de cobertura, promediada para obtener una única cifra. Esto no es ninguna indicación sobre la volatilidad del fondo.
- **Riesgo de tasa de interés:** el riesgo que supone para los propietarios de bonos la fluctuación de las tasas de interés. Depende de lo sensible que sea el precio de un bono a las variaciones de las tasas de interés en el mercado. Esta sensibilidad depende del plazo de vencimiento del bono y de su tipo de cupón.
- **Situación especial:** circunstancias particulares que afectan un valor y que obligarían a los inversionistas a negociar el valor basándose en la situación especial y no en los fundamentales subyacentes del valor o en algún otro razonamiento de inversión. Una inversión realizada debido a una situación especial suele ser un intento de beneficiarse del cambio de valuación que se deriva de ella y, por lo general, no es una inversión a largo plazo.
- **Volatilidad:** la velocidad relativa a la que sube y baja el precio de un valor, que se obtiene calculando la desviación típica anualizada de la variación diaria del precio.

Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen los fondos de cobertura, el capital privado, los activos inmobiliarios y los futuros gestionados (llamados colectivamente inversiones alternativas). Los intereses de los fondos de inversiones alternativas solo se venden a inversionistas calificados y solo a través de documentos de oferta que incluyen información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de los fondos de inversiones alternativas, y que instan a los clientes a leerlos detenidamente antes de suscribirlos y a conservarlos. Una inversión en un fondo de inversiones alternativas es especulativa e implica riesgos considerables. En concreto, estas inversiones (1) no son fondos mutuos y no están sujetas a los mismos requisitos reglamentarios que los fondos mutuos; (2) pueden tener un rendimiento volátil y los inversionistas pueden perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión; (3) pueden recurrir al apalancamiento y a otras prácticas de inversión especulativas que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión; (4) son inversiones ilíquidas a largo plazo, generalmente no existe un mercado secundario para los intereses de un fondo, y no se espera que se desarrolle ninguno; (5) los intereses de los fondos de inversiones alternativas suelen ser ilíquidos y estar sujetos a restricciones de transferencia; (6) pueden no estar obligados a proporcionar información periódica sobre precios o valuaciones a los inversionistas; (7) generalmente implican estrategias fiscales complejas y puede haber retrasos en la distribución de información fiscal a los inversionistas; (8) cobran comisiones altas, incluyendo comisiones de gestión y otras comisiones y gastos, todo lo cual reducirá los beneficios.

Los intereses de los fondos de inversiones alternativas no son depósitos ni obligaciones de ningún banco u otra institución depositaria asegurada, ni están garantizados o avalados por estas instituciones. Asimismo, no están asegurados federalmente por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Reserva Federal ni ningún otro organismo gubernamental. Los inversionistas potenciales deben comprender estos riesgos y tener la capacidad financiera y la voluntad de aceptarlos durante un largo periodo de tiempo antes de realizar una inversión en un fondo de inversiones alternativas y deben considerar un fondo de inversiones alternativas como un complemento a un programa de inversión general.

Además de los riesgos de las inversiones alternativas en general, existen los siguientes riesgos adicionales relacionados con una inversión en estas estrategias:

- **Riesgos de los fondos de cobertura:** Existen riesgos asociados específicamente a la inversión en fondos de cobertura, que pueden incluir riesgos derivados de la inversión en ventas al descubierto, opciones, acciones de pequeña capitalización, «bonos basura», derivados, valores en dificultades, valores no estadounidenses e inversiones ilíquidas.
- **Futuros gestionados:** Existen riesgos asociados específicamente a la inversión en futuros gestionados. Por ejemplo, no todos los gestores se enfocan en todas las estrategias en todo momento y las estrategias de futuros gestionados pueden tener elementos direccionales importantes.
- **Activos inmobiliarios:** Existen riesgos asociados específicamente a la inversión en activos inmobiliarios y fondos de inversión inmobiliaria. Estos implican riesgos asociados a la deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en las leyes o reglamentos gubernamentales, fiscales, inmobiliarios y de zonificación, riesgos asociados a las solicitudes de capital y, para algunos productos inmobiliarios, riesgos asociados a la capacidad de recibir un tratamiento favorable en virtud de las leyes fiscales federales.
- **Capital privado:** Existen riesgos asociados específicamente a la inversión en capital privado. Las solicitudes de capital pueden hacerse con poca antelación y su incumplimiento puede conllevar importantes consecuencias adversas, incluyendo, entre otras, la pérdida total de la inversión.
- **Riesgo de divisas/cambiario:** Los inversionistas en valores de emisores situados fuera de EE.UU. deben ser conscientes de que, incluso en el caso de los valores denominados en USD, las variaciones de la tasa de cambio entre el USD y la divisa «nacional» del emisor pueden tener efectos inesperados sobre el valor de mercado y la liquidez de esos valores. Estos valores también pueden verse afectados por otros riesgos (como cambios políticos, económicos o regulatorios) que un inversionista estadounidense no puede conocer fácilmente.

Las ideas de inversión de la Chief Investment Office («CIO») de UBS son redactadas y publicadas por la unidad Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros) o sus filiales («UBS»), que forman parte de UBS Group AG («Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye Credit Suisse AG, sus filiales y sucursales. Al final de este apartado figura un aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management.

Las ideas de inversión han sido redactadas según los requisitos legales destinados a promover la **independencia de los estudios de inversión**.

Estudios de inversión generales. Información sobre riesgos:

Esta publicación tiene carácter **meramente informativo** y no debe considerarse una oferta ni una solicitud de oferta para comprar o vender un producto de inversión ni ningún otro producto específico. El análisis incluido no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos particulares de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera o las necesidades de un destinatario en concreto. Se basa en numerosas suposiciones. Si las suposiciones fuesen diferentes, los resultados podrían ser muy diferentes. Ciertos productos y servicios están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin limitaciones y/o venderse a todos los inversionistas. Aunque la información y las opiniones incluidas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas como fiables y de buena fe, no se ofrece ninguna declaración o garantía, explícita o implícita, de su exactitud o integridad (a excepción de las relativas a UBS). Toda información y opinión, así como cualquier previsión, estimación y precios de mercado indicados, son actuales en la fecha del informe y estarán sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir de o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS que parten de supuestos y/o criterios distintos.

Bajo ninguna circunstancia, tanto este documento como la información contenida en él (incluyendo cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado («Valores»)) podrán ser usados para alguno de los siguientes fines: (i) con fines de valuación o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o pagaderos, el precio o el valor de un instrumento o contrato financiero; ni (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, incluyendo, entre otros, el seguimiento de la rentabilidad o del rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cálculo de las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información contenida en él, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no usará este documento ni confiará de otra forma en su información para ninguno de los fines anteriores. UBS y cualquiera de sus directivos o empleados podrán tomar posiciones cortas o largas en instrumentos de inversión, realizar operaciones con instrumentos de inversión pertinentes aquí indicados en calidad de mandantes o agentes o proporcionar algún otro servicio o tener empleados, que se desempeñen como directivos, ya sea para el emisor, el propio instrumento de inversión o para alguna empresa afiliada comercial o financieramente a estos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las de compra, venta o mantenimiento de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de estudios de UBS. Algunas inversiones no pueden realizarse de inmediato debido a una falta de liquidez del mercado de valores, por lo que puede ser difícil cuantificar la valuación de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto. UBS usa barreras de información para controlar el flujo de información existente dentro de una o varias áreas de UBS hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. El comercio de futuros y opciones no es adecuado para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo de pérdidas considerable, por lo que pueden sufrirse pérdidas superiores a la inversión inicial. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Se proporcionará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a grandes caídas repentinas del valor, por lo que usted puede recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Los cambios en las tasas de cambio de divisas pueden tener efectos adversos en el precio, valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de elaborar este informe pueden interactuar con el personal de operaciones, ventas u otras unidades a fin de obtener, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Las diversas áreas, grupos y empleados del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir por separado productos de investigación **independientes**. Así, por ejemplo, las publicaciones de estudios de la **CIO** son elaboradas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** es elaborado por UBS Investment Bank. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación independiente pueden diferir**, por ejemplo, en lo que respecta a las recomendaciones de inversión, el horizonte de inversión, los supuestos del modelo y los métodos de valuación. Como consecuencia, excepto en el caso de las previsiones económicas (para las cuales pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones ofrecidas por cada organización de investigación independiente pueden diferir o contradecirse. Usted debería consultar cada producto de investigación para conocer los detalles sobre su metodología y sistema de calificación. Puede que no todos los clientes tengan acceso a todos los productos de cualquier organización. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y los procedimientos de la organización que lo elabora.

La remuneración de los analistas encargados de elaborar este informe es determinada exclusivamente por los directivos de investigación o altos directivos (excepto los de banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en las ganancias de banca de inversión, ventas y operaciones o de las operaciones con productos propios, aunque puede estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en conjunto, del cual forman parte la banca de inversión, ventas y operaciones, así como operaciones con productos propios. El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no suministra asesoría legal ni fiscal y no ofrece garantía alguna en cuanto al tratamiento fiscal de los activos ni en cuanto a los rendimientos de la inversión en los mismos, tanto de forma general como con referencia a las circunstancias y necesidades específicas de cada cliente. No podemos tener en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera y las necesidades de cada uno de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que solicite asesoría financiera o fiscal sobre las repercusiones (incluyendo las fiscales) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en este documento.

Este material no podrá ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo de UBS. Salvo que se acuerde lo contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros que se deriven del uso o la distribución de este material. Este informe solo podrá ser distribuido en las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Si desea información sobre la forma en la que la CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus perspectivas de inversión y publicaciones, así como sus metodologías de investigación y calificación, visite www.ubs.com/research-methodology. Puede solicitar información adicional sobre los autores de esta publicación y otras publicaciones de la CIO que se mencionen en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema a su asesor de clientes.

Información importante sobre las estrategias de inversión sostenible: El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión y en la construcción de las carteras. Las estrategias

en distintas regiones geográficas se enfocan en el análisis ESG e incluyen los resultados de diversas formas. La incorporación de factores ESG o consideraciones de inversión sostenible puede inhibir la capacidad de UBS para participar o asesorar sobre determinadas oportunidades de inversión que, de otro modo, serían coherentes con los objetivos de inversión del cliente. La rentabilidad de una cartera que incluya factores ESG o consideraciones de inversión sostenible puede ser inferior o superior a la de las carteras en las que UBS no considere factores ESG, exclusiones u otros aspectos de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para esas carteras pueden ser diferentes.

Gestores patrimoniales/consultores financieros externos: En caso de que este estudio o publicación se proporcione a un gestor patrimonial o consultor financiero externo, UBS prohíbe expresamente su redistribución por parte de estos y que lo pongan a disposición de sus clientes y/o de terceros.

EE.UU.: Distribuido a ciudadanos estadounidenses solo por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, filiales de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad de los contenidos de los informes elaborados por filiales no estadounidenses cuando lo distribuyan a ciudadanos estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por ciudadanos estadounidenses con valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un corredor registrado en EE.UU. asociado a UBS y no a través de una filial no estadounidense. Los contenidos de este informe no han sido ni serán aprobados por una autoridad de valores o inversiones de EE.UU. ni de otro país. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal ni como persona responsable en el sentido del artículo 15B de la Ley estadounidense del mercado de valores («Ley sobre asesores municipales») y las opiniones plasmadas en este documento no pretenden ser, ni constituyen, una asesoría en el sentido de la Ley sobre asesores municipales.**

Si desea información sobre un país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o solicite a su asesor de clientes que le facilite el aviso legal completo.

Aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management

Usted ha recibido este documento por ser cliente de Credit Suisse Wealth Management. Sus datos personales se tratarán de acuerdo con la política de privacidad de Credit Suisse, a la que podrá acceder a través del sitio web oficial de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Para ofrecerle materiales publicitarios sobre nuestros productos y servicios, UBS Group AG y sus filiales pueden tratar sus datos personales básicos (p. ej. datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) hasta que nos notifique que no desea seguir recibiendo. Puede darse de baja para dejar de recibir estos materiales en todo momento solicitándolo a su asesor de clientes.

Salvo que se especifique lo contrario en este documento o según la entidad local de Credit Suisse de la que reciba este documento, este informe es distribuido por Credit Suisse AG, y autorizado y regulado por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA). Credit Suisse AG es una sociedad del Grupo UBS.

Versión A/2024. CIO82652744

© UBS 2024. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.