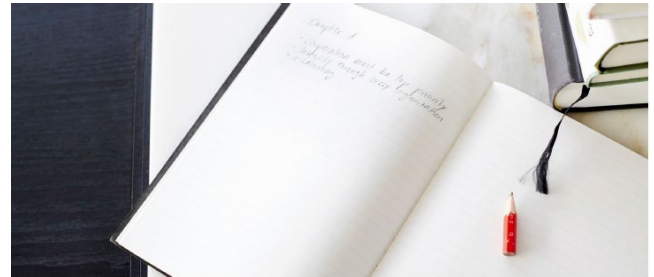


# Arbitraje de fusiones

## 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)

- El arbitraje de fusiones es una de las estrategias de renta variable dirigidas por acontecimientos.
- Estas estrategias se enfocan en fusiones y adquisiciones de empresas más que en la dirección del mercado y pretenden capitalizar los diferenciales de las operaciones.
- Históricamente, los arbitristas de fusiones han producido menores depreciaciones y volatilidad que otras estrategias.



Fuente: UBS

## El arbitraje de fusiones en pocas palabras

- El objetivo de los gestores de renta variable dirigidos por acontecimientos es aprovechar las oportunidades de negociación en los mercados de renta variable derivadas de acontecimientos empresariales.
- Una forma popular de estas estrategias es el arbitraje de fusiones, que se enfoca en las oportunidades de negociación que se producen en caso de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A, por sus siglas en inglés).
- Los gestores suelen invertir en numerosas operaciones para cubrir el riesgo de que alguna de ellas fracase. Algunas se enfocan en sectores específicos, mientras que otras diversifican sus actividades.
- Las fusiones pueden ser operaciones en efectivo, en las que la empresa adquirente ofrece efectivo a cambio de las acciones de la empresa objetivo, o en acciones, en las que la empresa adquirente ofrece intercambiar sus propias acciones por las de la empresa objetivo en función de una proporción determinada, fija o flotante. Las ofertas de fusión más complejas pueden incluir otros valores corporativos.
- Los factores que influyen en los resultados del arbitraje de fusiones son principalmente la actividad de fusiones y adquisiciones, y la capacidad de los arbitristas para predecir correctamente el resultado de una operación. La tasa sin riesgo y el entorno general de negociación de los mercados de renta variable también pueden afectar los rendimientos.
- En los últimos 28 años, las estrategias de arbitraje de fusiones han registrado rendimientos anualizados moderadamente inferiores a los de la renta variable mundial, pero con aproximadamente una cuarta parte de la volatilidad del mercado de renta variable. Es importante destacar que la caída máxima de estas estrategias es significativamente menor que la de la renta variable.
- Históricamente, las estrategias de arbitraje de fusiones han resistido los cambios del ciclo económico. En tres de las cuatro fases (expansión, desaceleración y recuperación), han obtenido rentabilidades sólidas, aunque inferiores a las del índice general de fondos de cobertura durante la expansión y la recuperación.
- Desde el punto de vista de la cartera, el arbitraje de fusiones es un buen diversificador debido a su volatilidad bastante baja y a su riesgo relativamente menor. También puede ser una útil protección a la baja en tiempos de perturbaciones del mercado.

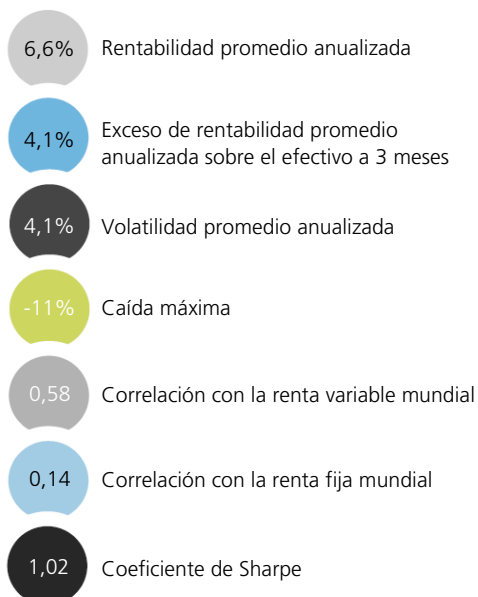
---

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.

- La variabilidad de la rentabilidad entre gestores es bastante baja, debido al carácter más defensivo de la estrategia.
- Además de los riesgos generales de los fondos de cobertura, un riesgo clave para estas estrategias es el derivado de las transacciones, es decir, que una fusión o una adquisición no se complete después de que un gestor haya tomado una posición.

*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 de los fondos de cobertura de arbitraje



Nota: Los índices usados son MSCI World TR, Barclays Global Aggregate Bond TR y HFRI Merger Arbitrage Index. Basado en datos históricos desde 1995. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

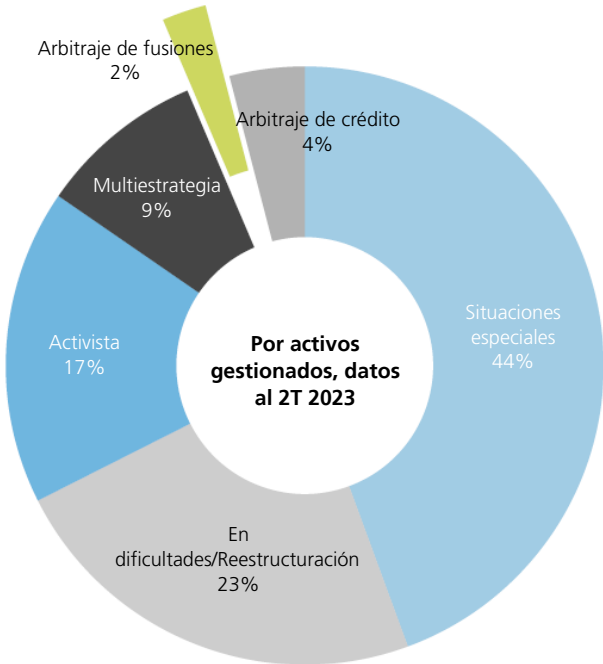
## ¿Qué hacen los fondos de arbitraje de fusiones?

- El objetivo de los gestores de renta variable dirigidos por acontecimientos es aprovechar las oportunidades de negociación en los mercados de renta variable derivadas de acontecimientos empresariales. Una de las estrategias de renta variable dirigida por acontecimientos más conocidas es el arbitraje de fusiones, también conocido como arbitraje de riesgos, una estrategia enfocada en las oportunidades de negociación que se producen en caso de fusiones y adquisiciones de empresas.

- En su forma más simple, un arbitrista de fusiones compraría las acciones de una empresa objetivo y, al mismo tiempo, vendería al descubierto las acciones de la empresa adquirente (una operación bursátil de relación de canje fija) tras el anuncio de una fusión/adquisición.
- Esta operación «neutral al mercado» permite a los arbitristas de fusiones captar el diferencial de la operación, suponiendo que la fusión/adquisición se lleve a cabo con éxito.
- El diferencial de la operación, o margen de arbitraje, es la diferencia entre el precio de mercado de la empresa objetivo y el precio de adquisición ofrecido.
- Las fusiones pueden ser operaciones en efectivo, en las que la empresa adquirente ofrece efectivo a cambio de las acciones de la empresa objetivo, o en acciones, en las que la empresa adquirente ofrece intercambiar sus propias acciones por las de la empresa objetivo en función de una proporción determinada, fija o flotante. Las ofertas de fusión más complejas pueden incluir otros valores corporativos.
- Los gestores usan predominantemente instrumentos como acciones, derivados y, en algunos casos, incluso instrumentos de renta fija.
- Suelen invertir en un gran número de operaciones para cubrir el riesgo de que fracasen algunas de ellas, a menudo más de 100 posiciones. Sin embargo, en función de su convicción, pueden sobreponderar algunas posiciones.
- Los gestores suelen recurrir al apalancamiento.
- Algunos se enfocan en sectores específicos de los que tienen un conocimiento detallado, mientras que otros se enfocan en diversificar entre sectores.
- Los arbitristas de fusiones también pueden aplicar amplias coberturas macroeconómicas a su cartera global de valores, generalmente a través de opciones sobre índices o futuros.

Fig. 2: Desglose por subestrategias dirigidas por acontecimientos

El arbitraje de fusiones representa un pequeño porcentaje del universo de renta variable dirigida por acontecimientos



Fuente: HFR, UBS; datos al 2T 2023

## Fuentes de rendimiento de la estrategia

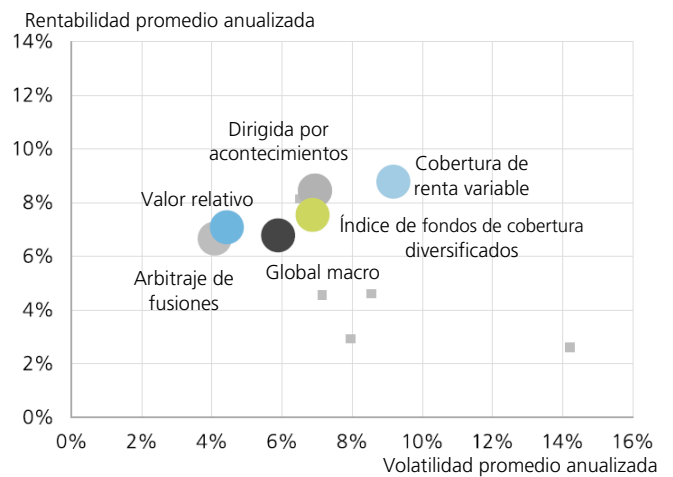
Los gestores de fondos de cobertura de arbitraje de fusiones tienen cuatro fuentes potenciales de rentabilidad: alfa del gestor, beta del mercado de renta variable, beta alternativa y tasa sin riesgo.

- **Alfa:** la habilidad de los gestores para emplear una estrategia de inversión que genere rendimientos superiores a los del mercado en general. En concreto, predecir la probabilidad de que una operación se concluya con éxito. Por ello, su capacidad para recopilar y analizar grandes cantidades de datos (sobre financiación de fusiones, consideraciones reglamentarias o confianza de los accionistas) más rápidamente y con más detalle que otros es primordial para el éxito de los arbitristas de fusiones. En función de la evolución de la operación, los gestores deben ser capaces de negociar, ampliar o contraer sus posiciones para aprovechar las circunstancias cambiantes.
- **Beta de mercado:** se refiere a los movimientos generales del mercado. Aunque los gestores de arbitraje de fusiones suelen tratar de mantener una posición neutral al mercado, los retrasos o los movimientos

bruscos del mercado pueden hacer fracasar las operaciones y provocar pérdidas considerables.

- **Beta alternativa:** se refiere a otros flujos de rentabilidad no vinculados a la habilidad del gestor (alfa) o al rendimiento general del mercado (beta del mercado). También denominadas primas de riesgo, las betas alternativas son anomalías recurrentes del mercado que los gestores de fondos de cobertura pueden explotar. En el caso del arbitraje de fusiones, la beta alternativa se refiere a la existencia de un diferencial de operaciones para las fusiones y adquisiciones anunciadas, como la rentabilidad de comprar todas las operaciones anunciadas y mantenerlas hasta la finalización o el fracaso de la fusión/adquisición. El éxito demostrado a largo plazo de esta estrategia de inversión pasiva puede atribuirse a la prima de liquidez y al seguro contra el riesgo de la operación que los arbitristas de fusiones proporcionan al mercado.
- **Tasa sin riesgo:** los diferenciales de arbitraje de fusiones están vinculados a la tasa sin riesgo, ya que cada diferencial de operación refleja la tasa sin riesgo más el riesgo de la operación.

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



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

## Análisis del rendimiento

- De 1995 a 2023 hasta la fecha, las estrategias de arbitraje de fusiones registraron un rendimiento promedio anualizado del 6,6% con una volatilidad del 4,1%, sobre la base del Índice HFRI Merger Arbitrage.
- Aunque el rendimiento es inferior al de la renta variable, la volatilidad es solo de una cuarta parte.

- Las carteras de arbitraje de fusiones ampliamente diversificadas también muestran caídas máximas más moderadas, de alrededor del 10,9% frente al 54% de la renta variable.

Tabla 1: Análisis de rendimiento (1995-2023)

Las estrategias de arbitraje de fusiones han proporcionado históricamente una rentabilidad ajustada al riesgo superior a la de la renta variable

	100% Renta variable	100% Arbitraje de fusiones	50% Renta fija 50% Renta variable	20% Arbitraje de fusiones 40% Renta fija 40% Renta variable
Rendimiento (anual)	7,5%	6,6%	6,0%	6,1%
Volatilidad (anual)	15,3%	4,1%	9,0%	7,6%
Coefficiente de Sharpe (2,4%)	0,34	1,02	0,40	0,49
Caída máxima	-54,0%	-10,9%	-31,2%	-26,7%

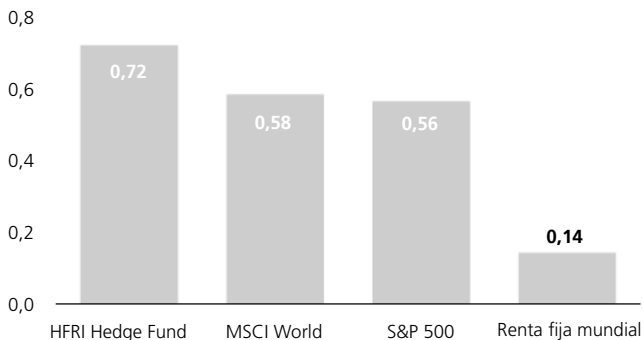
Nota: Los índices usados son el S&P 500 TR, el Barclays Global Aggregate Bond TR y el HFRI Merger Arbitrage Index. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

## Arbitraje de fusiones en su cartera

- En los últimos 28 años, la correlación del arbitraje de fusiones con activos tradicionales, como la renta variable y la renta fija, ha sido de 0,58 y 0,14, respectivamente.
- Aunque la correlación con los mercados de renta variable puede parecer alta históricamente, tiene una sensibilidad muy baja a los movimientos del mercado en general (beta de aproximadamente 0,16).
- En el contexto de una cartera, los fondos de arbitraje de fusiones se consideran buenos diversificadores, ya que reducen la volatilidad sin mermar la rentabilidad global.
- Además, la estrategia puede ayudar a mitigar los riesgos a la baja durante las dislocaciones del mercado. Es una estrategia defensiva si las inversiones están suficientemente diversificadas entre varios gestores.

Fig. 4: Los gestores muestran una correlación moderada con la renta variable (1995-2023)

Correlación de los fondos activistas con otras clases de activos



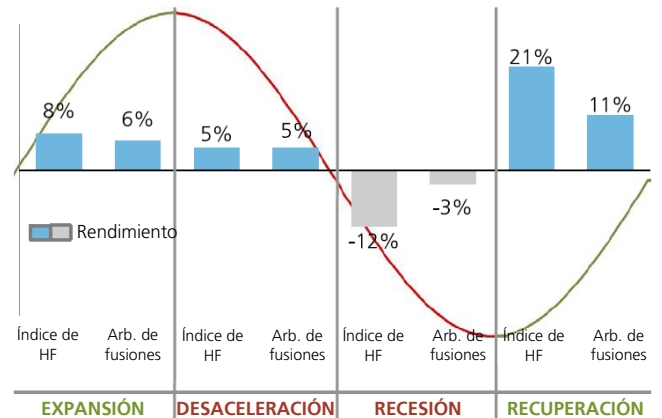
Nota: Los índices usados incluyen MSCI World, S&P 500 TR, Barclays Global Aggregate Bond TR, HFRI Fund Weighted Index y HFRI Merger Arbitrage Index. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

## El arbitraje de fusiones y el ciclo económico

- En tres de las cuatro fases del ciclo (expansión, desaceleración y recuperación), las estrategias de arbitraje de fusiones han ofrecido una sólida rentabilidad anualizada.
- Curiosamente, durante las fases de recesión, los arbitristas de fusiones muestran capacidad para mitigar los riesgos a la baja, aunque ocasionalmente aún pueden experimentar pérdidas netas.
- Una de las razones de estas pérdidas es que, aunque se trata de una estrategia neutral al mercado, durante las fases de recesión, la beta de mercado puede tener efectos secundarios en las estrategias de arbitraje de fusiones, provocando el colapso de múltiples operaciones y la ampliación de los diferenciales de fusión.
- Esto perjudica a los gestores, especialmente a los que no están suficientemente diversificados. En estos periodos, la capacidad de control de riesgos de los gestores y su conocimiento del sector se convierten en primordiales para evitar fuertes pérdidas.

Fig. 5: Arbitraje de fusiones en distintas fases del ciclo

Los gestores tienden a obtener buenos resultados a lo largo del ciclo económico



Nota: Las fases del ciclo se definen en función de la producción industrial mundial. Datos desde 1992. Fuente: HFR, Bloomberg, UBS; datos a noviembre de 2023

## Variabilidad de los rendimientos entre gestores

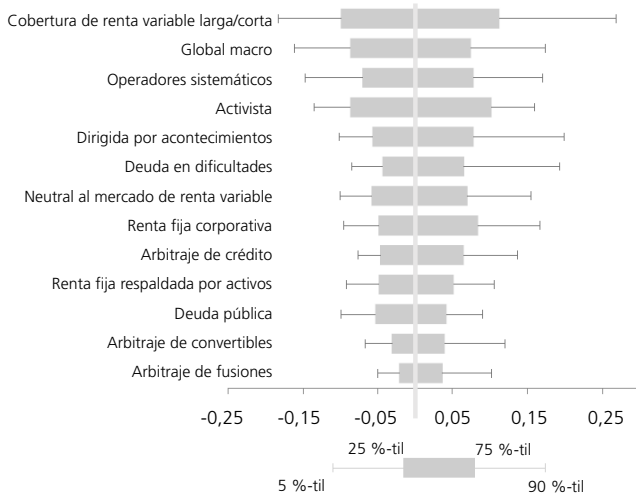
- El arbitraje de fusiones muestra una variabilidad de rendimientos significativamente menor en comparación con otras estrategias de fondos de cobertura.

- La dispersión de la rentabilidad entre gestores es inferior al promedio del sector debido a la naturaleza menos agresiva de la estrategia en comparación con otras estrategias de fondos de cobertura, impulsada por una menor volatilidad.
- Las participaciones grandes y diversificadas de la mayoría de los gestores, muchos de los cuales participan en operaciones similares, también amortiguan en cierta medida el potencial de variabilidad de los rendimientos.

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

En comparación con otras estrategias individuales, los fondos de arbitraje de fusiones presentan la menor dispersión de la rentabilidad de los fondos

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



Nota: Datos desde 1990. Fuente: HFR, UBS; datos a noviembre de 2023

### ¿Cuáles son los riesgos?

- El riesgo de transacción es un riesgo primordial para los gestores de renta variable dirigidos por acontecimientos. Hay varios factores que pueden influir en el resultado de una operación y, en última instancia, en su rentabilidad: el tipo, el tamaño y el plazo de ejecución de la operación, la intervención de los reguladores y/o la propiedad de la empresa objetivo.
- El riesgo de calendario aumenta cuanto más tarda en cerrarse una operación, ya que son más probables los retrasos, la intervención reguladora, la renegociación, las contraofertas y las perturbaciones inesperadas del mercado.
- Los márgenes de arbitraje de las fusiones pueden ampliarse significativamente durante periodos de graves perturbaciones del mercado debido al aumento de la incertidumbre y a las retiradas de capital.
- Otros riesgos más generales de los fondos de cobertura son la posible iliquidez del fondo y la falta de transparencia de algunos gestores, que podría usarse para ocultar fraudes y riesgos operativos como una gestión inadecuada del riesgo y/o el apalancamiento. Estos riesgos no pueden eliminarse por completo, pero pueden reducirse significativamente mediante una diligencia debida exhaustiva y procesos estrictos de inversión y monitoreo.

## Glosario

### Definiciones seleccionadas

- **Activista:** individuo o grupo que adquiere un gran número de acciones de una empresa pública y/o intenta obtener puestos en el consejo de administración de la empresa con el objetivo de efectuar un cambio importante en la misma. Una empresa puede convertirse en objetivo de inversionistas activistas si está mal gestionada, tiene costos excesivos, podría gestionarse de forma más rentable como empresa privada o tiene otro problema que el inversionista activista cree que puede solucionar para que la empresa sea más valiosa.
- **Alfa:** prima que una cartera de inversiones obtiene por encima de un determinado índice de referencia (como el Standard & Poor's 500). Un alfa positivo indica que el inversionista ganó una prima sobre ese índice. En cuanto a los valores, se considera que un alfa positivo es un valor infravalorado en relación con otros valores con un riesgo sistemático similar. En cuanto a las carteras, una descripción de la recompensa extraordinaria obtenida de la cartera. Cuanto mejor sea la gestión de la cartera, más positivo será el alfa.
- **Apalancamiento:** uso de capital o instrumentos prestados para aumentar el rendimiento potencial (pero también las pérdidas potenciales) de una inversión. Un ejemplo sencillo es una hipoteca usada en transacciones inmobiliarias.
- **Beta alternativa:** anomalías recurrentes del mercado que explotan los gestores de fondos de cobertura. También denominadas primas de riesgo.
- **Beta:** la 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; donde una beta de 1 indica una alineación perfecta. 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.
- **Coefficiente de Sharpe:** una 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:** grado en que las fluctuaciones de una variable son similares a las de otra.
- **Diferencial de arbitraje:** la diferencia entre el precio de mercado de la empresa objetivo y el precio de adquisición ofrecido.
- **Dirigida por acontecimientos:** una estrategia, adoptada por gestores de fondos de cobertura, que tiene como objetivo aprovechar acontecimientos como fusiones y reestructuraciones que pueden dar lugar a una valuación errónea a corto plazo de las acciones de una empresa. Una estrategia dirigida por acontecimientos se enfoca en explotar 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.
- **Estrategia neutral al mercado:** estrategia asumida por un inversionista o un gestor de inversiones que trata de beneficiarse tanto de la subida como de la bajada de los precios en uno o varios mercados.
- **Exceso de rentabilidad promedio anualizada:** el rendimiento medio de un Fondo de Cobertura, superior al índice de referencia o índice, promediado a lo largo de la vida del fondo.
- **Futuros:** contrato financiero que obliga a una entidad a comprar un activo (o viceversa) a un precio determinado en el momento de la venta del contrato de futuros.
- **Negocio en efectivo:** operación de fusión en la que la entidad adquirente paga en efectivo las acciones de la empresa objetivo.
- **Oferta de acciones:** operación de fusión en la que la entidad adquirente ofrece intercambiar sus propias acciones por las de la empresa objetivo en función de una proporción determinada y acordada.
- **Opción:** una opción es un contrato que otorga al comprador (el propietario o titular) el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo o instrumento subyacente a un precio de ejercicio determinado en una fecha concreta o antes de ella, dependiendo de la forma de la opción.
- **Oportunidad de arbitraje:** oportunidad de beneficiarse de las diferencias de precios en una clase de activo que surgen de las ineficiencias del mercado.
- **Prima de liquidez:** prima que un inversionista puede exigir en función de la facilidad con que el valor subyacente puede convertirse en efectivo.
- **Reestructuración:** término de gestión empresarial que designa el acto de reorganizar las estructuras jurídicas,

de propiedad, operativas o de otro tipo de una empresa con el fin de hacerla más rentable o de organizarla mejor 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 de la volatilidad del fondo.
- **Situación especial:** circunstancias particulares que afectan un valor y que obligarían a los inversionistas a negociar el valor a causa de la situación especial, en lugar de en los fundamentales subyacentes del valor o en algún otro razonamiento de inversión. Una inversión realizada debido a una situación especial suele constituir un intento de beneficiarse de un cambio en la valuación como resultado de la situación especial y, por lo general, no es una inversión a largo plazo.
- **Tasa sin riesgo:** tasa de rendimiento teórico de una inversión con riesgo cero.
- **Ventas al descubierto:** estrategia consistente en tomar prestado un valor y venderlo en previsión de que la cotización baje, ganando el vendedor la diferencia del precio de venta frente al precio de compra posterior.

Fuente: Bloomberg, UBS

## 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.
- **Divisas/Riesgo 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](http://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](https://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 D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.