

# Deuda en dificultades

## Material educativo sobre los mercados privados

Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist, UBS Switzerland AG; Jennifer Liu, Private Markets Strategist, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

Este manual ofrece una visión general sobre la deuda en dificultades y abarca los aspectos básicos de la estrategia, el valor agregado de los gestores, el rendimiento y las ventajas para la cartera de inversión.



La estrategia de deuda en dificultades (DD) se enfoca en empresas que atraviesan dificultades financieras y se encuentran al borde o en proceso de quiebra.



Los gestores aprovechan su experiencia jurídica en reestructuración de deuda, sus conocimientos legales y sus capacidades de ejecución operativa para identificar, valorar y monetizar los activos en dificultades.



La estrategia puede añadir a la cartera un elemento de oportunidad anticíclica frente a las exposiciones tradicionales de renta fija con posiciones exclusivamente largas.

### Resumen

- En este tipo de estrategia, los gestores se enfocan en activos en dificultades financieras u operativas y su objetivo es monetizar las inversiones mediante la normalización de la rentabilidad de la empresa, la reestructuración o la liquidación de los activos.
- Un objetivo típico es una empresa en situación de quiebra o al borde de la quiebra que lucha por cumplir sus obligaciones de pago de intereses con los flujos de caja existentes.
- Los gestores suelen adquirir deuda con descuentos significativos y ampliar los vencimientos, aplazar los pagos de intereses u obtener/proporcionar financiamiento de emergencia.
- Otras acciones pueden ser renegociar arrendamientos y contratos, recortar gastos, mejorar las ventas y deshacerse de activos no esenciales para mejorar la salud del balance de la empresa.
- El conjunto de oportunidades de DD suele ser anticíclico. Un menor crecimiento de los beneficios empresariales, mayores niveles de deuda, el endurecimiento de las condiciones financieras y las tasas de impago suelen ofrecer un mayor número de oportunidades para invertir.
- Históricamente, la TIR media del año de cosecha de la DD de 1997 a 2019 fue del 9,6%. La desviación típica de la TIR del año de cosecha fue del 3,7% en el mismo periodo.
- En una cartera, la DD puede ser un elemento de carácter anticíclico en el mercado de renta fija privada frente a la exposición tradicional en renta fija con posiciones exclusivamente largas.
- Aunque el potencial de rentabilidad es alto, existen riesgos. Dada la debilidad de las empresas objetivo, la tasa de impago pueden ser alta. El proceso de reestructuración puede ser largo y complejo. Los momentos de entrada y salida son importantes.
- También existen otros riesgos más generales de los mercados privados, como iliquidez de vehículos de fondos, control limitado y comisiones adicionales.



9.6%

Median vintage year IRR



1.36 x

Median TVPI (total value to paid in) multiple



-1.75%

Lower quartile IRR\*



27.08%

Upper quartile IRR\*



0.63

Correlation to public leveraged buyout

Fuente: Pitchbook, estimaciones de UBS basadas en datos históricos de los años de cosecha entre 1997 y 2019. \*Los cuartiles de TIR reflejan los valores mínimo y máximo de Pitchbook para las TIR inferiores y superiores, respectivamente. Datos de diciembre de 2023

Este informe ha sido elaborado por UBS Switzerland AG.

Le rogamos que lea el aviso legal y las declaraciones importantes incluidos al final de este documento.

Página 1 de 10

## ¿Qué hace la estrategia de deuda en dificultades?

La estrategia de deuda en dificultades (DD) y en situaciones especiales representa 440.000 millones de USD, alrededor del 3,5% de los activos gestionados en los mercados privados.

### Inversiones objetivo

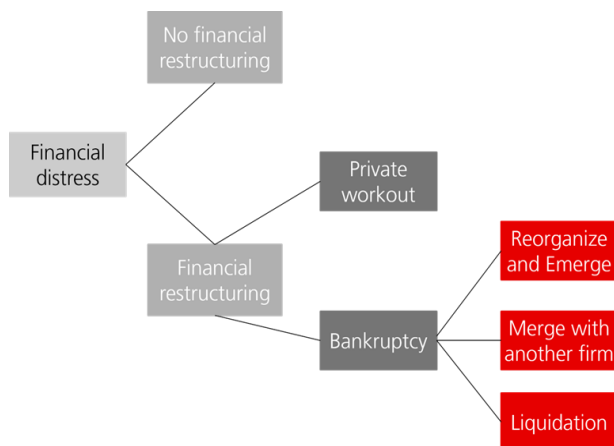
- La estrategia de deuda en dificultades se enfoca en empresas que atraviesan dificultades financieras y se encuentran al borde o en proceso de quiebra.
- La estrategia busca monetizar las inversiones extrayendo el máximo valor de los activos mediante la normalización de la rentabilidad de la empresa, la reestructuración o la liquidación de activos.
- Los títulos en dificultades suelen estar infravalorados por el mercado, considerando:
  - 1) las dificultades para realizar análisis financieros de empresas con problemas,
  - 2) la existencia de situaciones jurídicas complejas, y
  - 3) la falta de fuentes de información externas fiables sobre la empresa.

### ¿Cómo surgen las dificultades?

- Un objetivo típico en dificultades es una empresa en situación de quiebra o al borde de ella. Estas empresas tienen dificultades para satisfacer sus obligaciones de pago de intereses con los flujos de caja existentes.
- La empresa puede entrar en dificultades como resultado de balances excesivamente apalancados, pérdida de posición competitiva, litigios/conflictos regulatorios o falta de acceso al capital.
- El prestatario en dificultades puede ser una empresa cotizada o privada. Las oportunidades para comprar deuda en dificultades pueden presentarse cuando los propietarios de la deuda (fondo de inversión o inversionista institucional) están obligados a desprenderse de la deuda en dificultades debido a restricciones de tenencia. Además, los fondos de DD pueden identificar prestatarios privados con empresas que no siguen el plan previsto.

Fig. 1: Ilustración de dificultades financieras

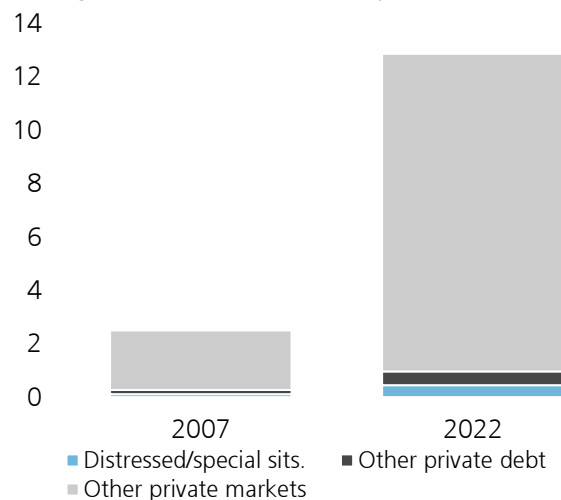
La inversión en DD puede tener varios escenarios, con o sin intervención judicial



Fuente: UBS

Fig. 2: El sector del mercado privado ha crecido rápidamente en la última década

Con más de 400.000 millones de USD, las situaciones de dificultad/especiales representan alrededor del 3,5% de los activos gestionados de los mercados privados



Fuente: Pitchbook, UBS. Exposición total a finales de año. diciembre de 2023

**Proceso de reestructuración**

Los gestores de DD hacen análisis financieros para estimar los flujos de caja y los pasivos de la empresa subyacente, junto con la diligencia debida legal para comprender los derechos y las obligaciones contractuales para facilitar el cumplimiento de la legislación concursal.

- Las estrategias activas de DD pueden acumular grandes posiciones en la deuda o el capital de una empresa a precios muy reducidos para hacerse de una posición de control que les permita influir en las decisiones.
- La situación de dificultad puede requerir una reestructuración para reorganizar las obligaciones pendientes con el fin de mantener la empresa operativa.
- Durante una reestructuración, los gestores de DD pueden ayudar a ampliar los plazos de vencimiento, aplazar los pagos de intereses de la deuda pendiente u obtener/proporcionar financiación de emergencia. Otras acciones pueden ser renegociar arrendamientos y contratos, recortar gastos, mejorar las ventas y deshacerse de activos no esenciales. El fondo también puede formar comités de acreedores y participar en el consejo de administración para influir en los resultados.
- El fondo de DD puede canjear parte de su deuda por posiciones de capital tras la reorganización que pueden mejorar los rendimientos tras la recuperación de la empresa.
- El proceso de reestructuración puede llevarse a cabo mediante una negociación privada entre prestamistas y prestatarios para renegociar las condiciones del préstamo en situación de impago. Las renegociaciones extrajudiciales pueden ser menos costosas y ofrecer mayor flexibilidad a la hora de negociar condiciones frente a la posibilidad de pasar por los tribunales concursales.
- Aunque más costosos, los tribunales concursales pueden brindar protección legal formal frente a los acreedores y permitir que la empresa continúe funcionando.
- De otra manera, la empresa puede ser liquidada si se considera que su valor como empresa en funcionamiento es inferior al de sus activos. En este caso, un fondo de DD que compra deuda (normalmente preferente en la estructura de capital) con un fuerte descuento puede beneficiarse si el valor de recuperación es superior al precio de compra.

**Periodo de tenencia y salida**

- La duración típica de la inversión es de unos 3-5 años, con una vida media del fondo de 10 años.
- Los rendimientos proceden principalmente de la apreciación del capital a medida que la deuda adquirida con descuentos converge a su valor nominal a partir de la refinanciación o la liquidación de los títulos mantenidos (p. ej. comprar deuda a 50 centavos de dólar, recuperar 70 centavos), más cualquier ingreso distribuido de los títulos de deuda. Los rendimientos pueden variar en función del uso del apalancamiento, que tiende a ser limitado.
- Las opciones de salida para los activos tras la reorganización incluyen la venta a un comprador estratégico, una OPI, la recapitalización con los propietarios existentes o la venta de títulos nuevamente en el mercado.

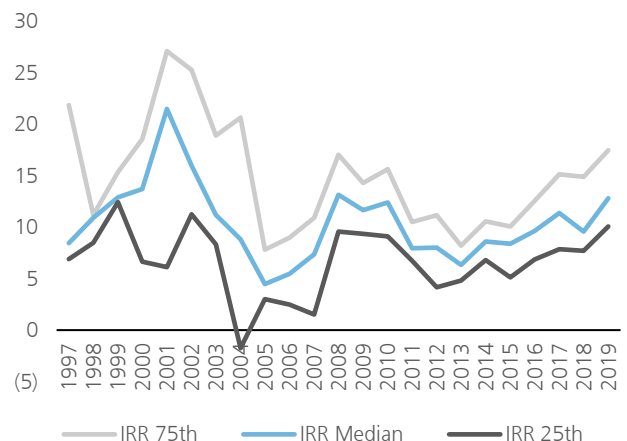
**Fuentes de valor agregado**

Los gestores de DD aprovechan su experiencia en análisis financiero, sus conocimientos legales y sus capacidades de ejecución operativa para identificar, valorar y monetizar los activos en dificultades.

- Amplias capacidades de identificación de oportunidades de inversión: Los gestores que poseen un profundo conocimiento del sector y una red de asesores financieros y legales pueden recurrir a una red más amplia de oportunidades potenciales y ofrecer la ventaja de hacer el primer movimiento en las transacciones, evitando así subastas competitivas.
- Un riguroso análisis crediticio: Un riguroso análisis crediticio fundamental ayuda a evaluar los méritos y las particularidades de cada situación, especialmente en el caso de los activos más complejos e ilíquidos que son difíciles de valorar. La experiencia adquirida a lo largo de múltiples ciclos crediticios puede proporcionar una mejor perspectiva de las oportunidades potenciales.
- Flexibilidad entre regiones, sectores y estructuras de capital: La flexibilidad para invertir en diferentes países, sectores y diversas partes de la estructura de capital (deuda y capital privado) puede ampliar las oportunidades en diferentes entornos macroeconómicos.
- Conocimientos legales: Los equipos de los fondos necesitarán amplios recursos para llevar a cabo la diligencia debida legal. El conocimiento de la legislación concursal y de los contratos de crédito a nivel regional es crucial para desenvolverse en el proceso de inversión en la deuda en dificultades.
- Experiencia en reestructuraciones: Ejercer influencia sobre otros acreedores, formular y/o ejecutar planes de reestructuración y realizar cambios operativos para estabilizar los flujos de caja puede ayudar a mejorar las perspectivas de la empresa participada.
- Gestión del proceso de salida: Los gestores del fondo se ponen en contacto con banqueros de inversión y solicitan a compradores negociar opciones de salida en nombre de los inversionistas con el fin de obtener la mejor monetización de los activos invertidos. Los gestores también deben programar las salidas adecuadamente, dada la ciclicidad potencial de las participaciones subyacentes.

**Fig. 3: TIR de la DD por año de cosecha entre 1997 y 2019**

El alto nivel de dispersión dentro de cada año de cosecha muestra la importancia de la selección de los gestores (en %)



Fuente: Pitchbook, UBS, diciembre de 2023.

## Análisis del rendimiento

### Introducción a los rendimientos del año de cosecha

- Los rendimientos del mercado privado se evalúan usando el año de cosecha, es decir, el año en que se entrega la primera entrada de capital a un proyecto o empresa.
- Por ejemplo, si el fondo hipotético ABC informa una TIR del 15% en 2005, significa que ABC se creó en 2005 y la TIR refleja toda la actividad de inversión realizada a lo largo de su ciclo de vida: aportaciones y distribuciones realizadas en 2005, 2006, 2007, etc., hasta el final del fondo.
- Si el fondo hipotético XYZ registró un TVPI de 1,3x en el año de cosecha 2008, el fondo obtuvo 1,30 USD por cada 1 USD invertido a lo largo de su vida.

### Rendimiento histórico

- La TIR media del año de cosecha de la DD de 1997 a 2019 fue del 9,6%. La desviación típica de la TIR del año de cosecha es del 3,7% en el mismo periodo.
- El TVPI medio del año de cosecha de la DD de 1997 a 2019 fue de 1,36x. La desviación típica del TVPI del año de cosecha fue del 0,19x en el mismo periodo.
- Vemos una amplia gama de TIR en cada año de cosecha, lo que pone de relieve la importancia de la selección de los gestores a la hora de considerar estrategias de deuda en dificultades.

### La deuda en dificultades y ciclo económico

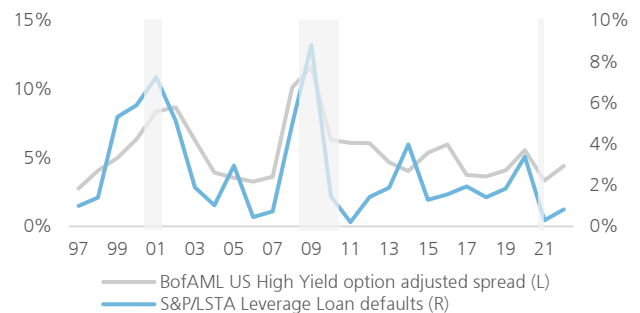
- El conjunto de oportunidades de DD suele ser anticíclico, con un menor crecimiento de los beneficios empresariales, mayores niveles de deuda, tasas de interés y tasas de impago favorables para las estrategias de DD.
- Sin embargo, vemos que los gestores que emplean estrategias más amplias de «situaciones especiales» pueden proporcionar liquidez en mercados que experimentan perturbaciones causadas por factores no macroeconómicos o idiosincráticos, lo que puede representar oportunidades potenciales a lo largo del ciclo económico.
- Los rendimientos de la DD experimentaron máximos de la TIR media del año de cosecha durante situaciones de tensión en el mercado (2001, 2008). Estos años produjeron rendimientos desorbitados dadas las perturbaciones de las valuaciones, el acceso limitado al capital y el aumento de las tasas de impago.
- La DD mostró una TIR media más baja entre 1997 y 2005, lo que corresponde a los años de cosecha que se produjeron 3-4 años antes de los máximos de la renta variable. Durante esos años, las perspectivas de rentabilidad se moderaron dados los entornos macroeconómicos benignos.
- Los años de cosecha recientes (2011-2018) también han registrado rendimientos más moderados, dado el número limitado de impagos y perturbaciones experimentados en los mercados de renta fija privada.

### Deuda en dificultades en su cartera

- Las estrategias de DD pueden ser un elemento de oportunidades contrarias y anticíclicas en los mercados de renta fija privada frente a la exposición tradicional en renta fija con posiciones exclusivamente largas.
- Las estrategias de DD añaden una exposición idiosincrática a empresas o activos que no suelen negociarse en los mercados públicos.
- Aunque son más ilíquidas que las estrategias de DD de hedge funds, los gestores privados pueden extraer un valor diferenciado al agregar tiempo y complejidad al proceso de reorganización, con una exposición a la renta variable que puede mejorar los rendimientos.

## Fig. 4: Diferenciales de alto rendimiento y tasas de impago de préstamos apalancados

La ampliación de los diferenciales y el aumento de las tasas de impago indican un mercado favorable para los gestores de DD



Fuente: Reserva Federal de St. Louis, S&P LCD, estimaciones de UBS. Nota: Impagos de préstamos apalancados (impagos de los últimos 12 meses en USD) / (total pendiente). diciembre de 2023

## Riesgos

- Las estrategias de DD incurrir en un alto nivel de riesgo crediticio con una posible ampliación de los diferenciales y fluctuaciones de precios dada la naturaleza problemática de las empresas o los activos subyacentes.
- Los gestores pueden enfrentar restricciones de negociación (por motivos legales o de mercado) y es posible que no puedan vender un activo al precio deseado.
- La reestructuración es un proceso complejo. Muchos acontecimientos escapan al control de los gestores, como regulaciones imprevistas, reorganización fallida o cálculo incorrecto de los activos subyacentes.
- Aunque los gestores se esfuercen por buscar inversiones a lo largo de todo el ciclo de mercado, la falta de oportunidades puede erosionar la rentabilidad para los inversionistas debido a las comisiones. Factores adversos del mercado podrían perjudicar el entorno de salida de determinadas inversiones.
- Dado el tiempo y los recursos necesarios para analizar y llevar a cabo las reestructuraciones, los gestores pueden mantener una concentración bastante alta en sus carteras.
- Al invertir con estrategias de DD puede generarse un riesgo reputacional. Algunos gestores pueden participar en estrategias percibidas como controvertidas (p. ej. inversión buitre), que pueden desembocar en acciones legales o suscitar las críticas de la opinión pública y los medios de comunicación.
- También puede haber otros riesgos más generales de los mercados privados, como falta de transparencia, iliquidez, altas comisiones y periodos de inmovilización prolongados.
- Estos riesgos no pueden eliminarse por completo, pero pueden reducirse significativamente mediante una diligencia debida exhaustiva y estrictos procesos de inversión y supervisión.



## Apéndice

### Definiciones seleccionadas

- **Correlación:** grado en que las fluctuaciones de una variable son similares a las de otra.
- **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.
- **Fondos de de compras apalancadas:** estrategia de capital privado que usa capital prestado para asumir el control de una empresa.
- **Prima de liquidez:** prima que puede exigir un inversionista en función de lo difícil que sea convertir el valor subyacente en efectivo.
- **Múltiplos:** término que mide algún aspecto de la situación financiera de una empresa y se determina dividiendo una métrica por otra. La métrica del numerador suele ser mayor que la del denominador, porque se supone que la métrica superior es varias veces mayor que la inferior.
- **Expansión de múltiplo:** modo en que una determinada métrica de valoración aumenta para reflejar un mayor valor asignado a una inversión subyacente.
- **Valor agregado:** mejora operativa, empresarial o estructural que buscan los gestores del mercado privado a través de las inversiones de cartera subyacentes.
- **Flujos de caja:** monto neto de efectivo y equivalentes de efectivo que entra y sale de un fondo.
- **Equivalente de mercado público (PME):** método que convierte los rendimientos del mercado público en una referencia que puede compararse con los rendimientos del mercado privado.
- **TIR:** método usado para evaluar las inversiones en el mercado privado; refleja la tasa de descuento a la que el valor actual del flujo de caja futuro de una inversión es igual al costo de la misma.
- **Valor total del capital desembolsado (TVPI):** métrica de rentabilidad que describe el capital total distribuido de vuelta al inversionista + el valor residual que queda en el fondo dividido por el capital invertido.
- **Salida:** plazo en el que un inversionista puede convertir las tenencias en efectivo para liquidarlas en un periodo de tiempo determinado.
- **OPI:** la primera venta de acciones de una empresa privada al público. Son las siglas de oferta pública inicial.
- **Desviación típica:** medida del grado en que los valores individuales varían con respecto al promedio de la distribución. Mientras mayor sea la cifra, mayor será el riesgo.
- **Polvo seco:** reservas de efectivo que mantiene una empresa del mercado privado para cubrir obligaciones futuras, comprar activos o realizar adquisiciones.
- **Curva en J:** periodo de flujos de caja iniciales negativos (aportaciones) hacia flujos de caja positivos (distribuciones de vuelta al inversionista) a lo largo de un periodo de tiempo.
- **Patrocinador:** socio general de una sociedad limitada que organiza e inscribe a los inversionistas.
- **Compra secundaria:** venta entre empresas del mercado privado
- **Venta estratégica:** venta de una empresa a otra que opera en un sector similar.
- **Deuda preferente:** préstamos o títulos de deuda que tienen derecho antes que la deuda subordinada y el capital sobre los activos de una sociedad en caso de liquidación.
- **Deuda subordinada:** préstamo o valor debajo de otros préstamos o valores en cuanto a derechos sobre activos o ganancias. En caso de impago del prestatario, los acreedores que posean deuda subordinada no cobrarán hasta que se haya pagado íntegramente a los titulares de la deuda preferente.
- **Año de cosecha:** año en que se entrega la primera entrada de capital de inversión a un proyecto o empresa. Es el momento en que el capital es aportado por un fondo de capital riesgo, un fondo de capital privado o una sociedad que lo solicita de sus inversores.
- **Fusiones y adquisiciones:** término general que hace referencia a la consolidación de empresas o activos mediante diversos tipos de operaciones financieras. Las fusiones y adquisiciones pueden incluir una serie de operaciones diferentes

como fusiones, adquisiciones, consolidaciones, ofertas públicas de adquisición, compra de activos y adquisiciones de directivos.

- **Fondo común ciego:** dinero recaudado de varias personas que se pone en un fondo y se invierte para su beneficio. No especifica qué propiedades se van a adquirir.
- **Economía de la unidad:** medida de los ingresos y costos directos sobre una base unitaria para un modelo de negocio concreto.
- **Participación minoritaria:** participación no dominante inferior al 50% de una entidad concreta.
- **Segregación:** separación de una empresa independiente de una matriz mayor.
- **Disposiciones de control:** disposiciones diseñadas para proporcionar un nivel de influencia sobre asuntos operativos y empresariales importantes.
- **Derechos de rescate:** derecho de los inversionistas a obligar a una empresa a recomprar sus acciones al cabo de un tiempo.
- **Riesgo idiosincrático:** riesgo asociado a un conjunto reducido de factores pertenecientes a una empresa concreta. Riesgo que tiene poca relación con el riesgo general del mercado.
- **Disposiciones de acompañamiento:** derecho de accionista minoritario a participar en la venta de una empresa iniciada por un accionista mayoritario.

## Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen los hedge funds, 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 especulativo e implica riesgos considerables. En concreto, estas inversiones (1) no son fondos mutuos y no están sujetas a los mismos requisitos regulatorios que los fondos mutuos; (2) pueden tener un rendimiento volátil y los inversionistas pueden perder una parte sustancial o toda 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 son por lo general ilíquidos y están 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 retrasarse en la distribución de información fiscal a los inversionistas; (8) exigen altas comisiones, 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, ni están garantizados o avalados por, ningún banco u otra institución depositaria asegurada, y no están asegurados federalmente por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Reserva Federal ni cualquier 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 hedge funds: Existen riesgos asociados específicamente a la inversión en hedge funds, 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 moneda 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.



## Información sobre riesgos

Las ideas de inversión de la Chief Investment Office's («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 ideas 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 personal.

**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 consideración de los factores ESG o de cuestiones de inversión sostenible puede limitar la capacidad de UBS de participar en o informar sobre determinadas oportunidades de inversión que, en otro contexto, serían adecuadas para 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 personal 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 serán tratados de acuerdo con la política de privacidad de Credit Suisse, a la que podrá acceder a través del sitio web de 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 personal.

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. OGI82652744

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