

Emprendedores y su sucesión en 2023

Authors: Matthew Carter, Strategist, UBS AG London Branch; Justin Waring, Investment Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Katie Williams, Wealth Way Discovery Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist, UBS Switzerland AG

- Los emprendedores podrían estar temerosos respecto a los siguientes pasos a dar en sus empresas, dada la actual incertidumbre económica y en los mercados, particularmente en torno al impacto de la subida de tasas en los mercados de financiación y de adquisición de compañías (buyout).
- Identificamos tres ingredientes clave para la sucesión o la salida, basándonos en la experiencia con emprendedores y fundadores:
 - 1) **Hablar y la comunicación son críticas para el éxito.** Las cuestiones sensibles requieren un cuidadoso diálogo. Sin ello, incluso los planes mejor diseñados pueden fallar.
 - 2) **Planificar la sucesión no es solo una cuestión empresarial.** Las decisiones de planificación del patrimonio personal son una parte del proceso de sucesión que a menudo se pasan por alto.
 - 3) **La sucesión o la salida es un proceso, no un acontecimiento.** Nos centramos en cuestiones que a muchos propietarios de empresas se les escapan. Entre tales cuestiones figuran la sostenibilidad en el proceso de venta, la planificación de escenarios para gestionar el patrimonio y cómo atravesar mercados volátiles.



Fuente: Getty Images

Diseñar la sucesión o la estrategia de salida de una empresa puede ser una de las mejores inversiones de un/a emprendedor/a. Pero en la práctica, los enfoques tradicionales hacia la sucesión pueden ser complejos.

La sucesión y la salida a menudo dependen no solo del valor de la empresa. El patrimonio financiero y su capacidad para mantener los estilos de vida del fundador y su familia juegan un papel clave a la hora de juzgar el éxito del traspaso o la venta de una compañía.

Los emprendedores podrían estar temerosos respecto a los siguientes pasos a dar en sus empresas, dada la actual incertidumbre económica y en los mercados, particularmente en torno al impacto de la subida de tasas en

los mercados de financiación y de adquisición de compañías (buyout).

Las inquietudes en torno al patrimonio también pueden influir en la toma de decisiones de los propietarios de empresas. Una encuesta UBS Investor Watch realizada en el segundo trimestre de 2022 concluyó que 37% de los inversores estaban muy preocupados por el valor de los activos que pasarían a las generaciones futuras.

Pese a las turbulencias, hoy podría ser un momento oportuno para comenzar, o revisar, la sucesión y las estrategias de salida de la empresa, de modo que sean las más adecuadas para las circunstancias particulares del/de la emprendedor/a.

Este informe ha sido elaborado por UBS AG London Branch and UBS Financial Services Inc. (UBS FS) and UBS Switzerland AG. Por favor, consultar las consideraciones legales que aparecen al final del documento.

En este documento le mostramos cómo pueden los propietarios de empresas y los emprendedores transitar la salida y la sucesión para sus empresas, familias y objetivos financieros.

Identificamos tres ingredientes clave para la sucesión o la salida, basándonos en la experiencia con emprendedores y fundadores:

1) Hablar y la comunicación son críticas para el éxito. Las cuestiones sensibles requieren un cuidadoso diálogo. Sin ello, incluso los planes mejor diseñados pueden fallar.

2) Planificar la sucesión no es solo una cuestión empresarial. Las decisiones de planificación del patrimonio personal son una parte del proceso de sucesión que a menudo se pasan por alto.

3) La sucesión o la salida es un proceso, no un acontecimiento. Nos centramos en cuestiones que a muchos propietarios de empresas se les escapan. Entre tales cuestiones figuran la sostenibilidad en el proceso de venta, la planificación de escenarios para gestionar el patrimonio y cómo invertir en medio de la volatilidad.

Tres razones por las que hablar es esencial para el éxito

1) Una comunicación abierta y dinámica puede unir a las familias y salvaguardar la empresa

Hablar puede ayudar a superar las reservas sobre el traspaso de la empresa a miembros de la familia. Una encuesta UBS Investor Watch de 2018 concluyó que un 57% de los propietarios de empresas eran reticentes a jubilarse y ceder el control de su compañía porque les preocupaba que los familiares lleven a la empresa en una dirección diferente o la vendan fuera de la familia.

Una conversación en un momento determinado no puede abordar todos los problemas operativos que afronta una empresa en constante cambio. Ni una sola conversación puede englobar todas las necesidades financieras o circunstancias personales de una familia.

La comunicación constante también invita a las siguientes generaciones a recurrir al consejo de familiares y asesores de confianza (que pueden ofrecer abundante experiencia y conocimiento institucional) en lugar de buscar respuestas en otra parte.

Algunas herramientas para generar una comunicación efectiva son formar un consejo de administración independiente o redactar una constitución familiar formal.

2) Hablar puede aumentar la resiliencia financiera (y familiar)

La familia, los empleados e incluso comunidades enteras a menudo dependen de una empresa para su subsistencia. Por ello resulta de vital importancia que los fundadores comuniquen cómo se vinculan sus planes de salida a la resiliencia financiera.

Los propietarios de empresas acostumbrados a mantener la mayor parte de su dinero en una compañía de su propiedad podrían no tener las aptitudes o la experiencia para convertirse en gestores patrimoniales.

Y las dificultades que surgen durante la venta de una empresa o la salida de la misma ponen de manifiesto que las finanzas personales y comerciales de los emprendedores carecen de protección suficiente frente a riesgos potenciales (ya sea la inflación, la excesiva dependencia de un único socio bancario o la pérdida de un empleado clave).

Los asesores de confianza pueden ayudar a los propietarios de empresas con esta transición en tres áreas clave:

1. Proporcionando valoraciones imparciales de los activos empresariales y no empresariales.
2. Ayudando a definir la estrategia para el patrimonio total de una familia hoy, a lo largo de su vida y más allá, por ejemplo, mediante la diversificación para sustituir los ingresos que genera la empresa y la gestión del capital para negocios futuros o la filantropía.
3. Explorando opciones estratégicas de endeudamiento, incluido contra capital empresarial no líquido, con el fin de dar la mayor flexibilidad posible a la hora de preparar una empresa para la venta, aprovechar oportunidades posteriores a la venta o financiar el consumo durante el periodo de transición.

3) Hablar puede ayudar a los fundadores y a las empresas a prepararse para el cambio

Los propietarios de empresas pueden preparar a todas las partes involucradas previendo el cambio y comunicándolo tempranamente para minimizar los riesgos de pérdida de personal clave o un deterioro de la cultura corporativa.

Las conversaciones pueden clarificar cómo afectará la naturaleza del cambio a los empleados y revelar formas de lograr que el personal se mantenga motivado y siga siendo productivo después de la venta.

Algunos cambios no pueden preverse. Pero tener un plan puede proporcionar continuidad comercial y contribuir a la adaptación de una familia.

Por ejemplo, mantener conversaciones preparatorias con abogados para redactar un poder notarial o una declaración

de voluntad puede facilitar la toma de decisiones si un/a propietario/a de empresa queda incapacitado/a.

Las constituciones familiares o las declaraciones de intenciones también son otras herramientas útiles para facultar a los gestores de la empresa y a los miembros de la familia con una orientación objetiva ante un escenario de liquidación potencialmente emocional.

Cinco temas de debate para fundadores

Comenzar una conversación sobre una sucesión o salida tempranamente puede salvaguardar la continuidad de la empresa, minimizar incertidumbres y fomentar una toma de decisiones colaborativa. A continuación figuran cinco cosas a recordar cuando se inician estas conversaciones:

1. Prepárese: antes de empezar, los propietarios de empresas han de reflexionar y tener claro cuáles son sus propios objetivos. Establezca preferencias personales para la sucesión o la salida, potencialmente mediante escenarios que contemplen incertidumbres, como cambios en las condiciones económicas, de financiación y de los mercados.

2. Sea decidido/a: piense bien dónde y cuándo comenzarán estas conversaciones. Lo ideal es que elija un momento y un lugar libres de ruido que permitan llevar a cabo una conversación centrada en el tema y sin interrupciones. Considere cómo crear un entorno que promueva una comunicación honesta y abierta.

3. Comunique la visión: los fundadores deberán comunicar eficazmente su visión del futuro de la empresa y cómo se alinea dicha visión con los objetivos de otras partes interesadas clave. Enfatice la necesidad de planificar la sucesión como medida proactiva para garantizar una transición sin problemas y preservar los valores, la cultura y la posición de mercado de la compañía. Exponga claramente las ventajas de implicarse de forma temprana y el valor de que todos aporten para definir el rumbo a seguir.

4. Mantenga una comunicación abierta: comuníquese con regularidad con todas las partes interesadas y facilítele información actualizada sobre el avance de los planes de sucesión. Esté abierto/a a volver a hablar del tema a medida que cambien las circunstancias o se disponga de nueva información. La flexibilidad y una comunicación constante serán esenciales a lo largo de todo el proceso.

5. Busque orientación profesional: trabajar con socios de confianza que se especialicen en asesoramiento jurídico, fiscal y financiero puede proporcionar una perspectiva objetiva y conocimientos especializados para ayudar a tratar cuestiones complejas.

Recuerde que iniciar una conversación sobre la sucesión requiere sensibilidad, confianza y cooperación. Abordar la cuestión tempranamente con respeto y transparencia puede crear unos cimientos sólidos para una transición fructífera que sea adaptable a mercados inciertos y más volátiles.

Tres razones por las que planificar la sucesión no es solo una cuestión empresarial

1) Un plan de sucesión puede ayudar a asignar capital de forma eficiente y dinámica

Cuanto más perdura una empresa, más compleja puede volverse la sucesión o la salida. Al mismo tiempo, cuanto mayor es el número de partes interesadas, mayor es la

necesidad de capital para fines cada vez más variados (y a veces contrapuestos).

Por tanto, diseñar un plan de asignación de capital con antelación puede ser una inversión prudente para los emprendedores y sus familias.

El objetivo de este plan es determinar la cantidad, el momento y las fuentes de financiación para los fondos que pueda necesitar cada parte interesada.

Los planes de asignación de capital también pueden ayudar a mitigar uno de los desafíos más habituales y potencialmente más destructivos. A saber, cómo distribuir la herencia de manera justa.

Puede parecer «justo» dividir el patrimonio total de una familia en partes iguales, pero en muchos casos este enfoque de hecho puede obstaculizar los objetivos de la familia a largo plazo.

Por ejemplo, diluir la propiedad de la empresa entre varias generaciones para incluir a aquellas personas sin ninguna función operativa podría llevar a una toma de decisiones ineficiente que maximice el beneficio personal frente a la rentabilidad comercial.

Algunos miembros de la familia podrían necesitar más liquidez a corto plazo que otros, de modo que un enfoque «equitativo» —que busque distribuir los recursos en función de las necesidades de cada miembro de la familia— puede ser otra opción a considerar.

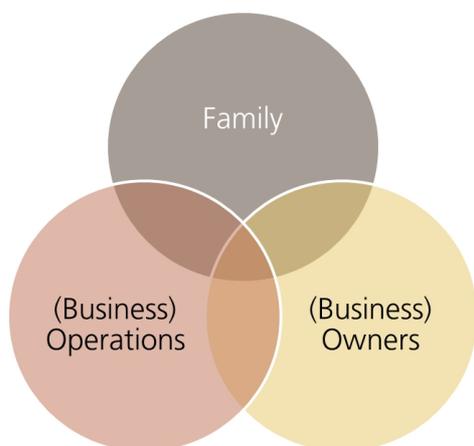
Sin embargo, en la práctica, las transferencias equitativas de patrimonio a menudo parecen justas en la fase de planificación, pero se tornarán injustas más adelante; por ejemplo, el valor de los activos de la empresa podría aumentar a un ritmo diferente del de los activos de mercados financieros.

Como primer paso, los emprendedores deben intentar comprender cómo funcionan sus grupos de interés.

Una forma de hacerlo emplea el modelo de «empresas familiares como sistemas» (desarrollado por la Harvard Business School en la década de 1980). Dicho modelo sugiere «mapear» o asignar a cada parte interesada o miembro de la familia clave a tres sistemas independientes, pero no exclusivos: familia, propiedad y empresa (operaciones).^[1] (Fig. 1).

El modelo clarifica las tensiones inherentes y establece límites, de modo que los miembros de la familia tengan menos probabilidades de «salirse de su carril». Y puede actualizarse fácilmente a medida que la familia avanza en las fases del plan de sucesión.

Fig. 1: Un ejemplo de mapa de empresa familiar para identificar a las diferentes partes interesadas y sus (a menudo contrapuestas) reclamaciones sobre el capital



Fuente: Adaptado de «Correlates of Success in Family Business Transitions», *Journal of Business Venturing* 12.285-501 (1997), citado en Leibell, D.T. «Succession Planning», *Trusts & Estates*, marzo de 2011. Solamente con fines ilustrativos.

Un segundo paso sería colaborar estrechamente con especialistas en planificación patrimonial y asesoramiento a familias para modelar las potenciales necesidades de capital de todo el patrimonio de la familia.

En el mejor de los casos, se identificaría quién necesita dinero, el momento y la cuantía del pago y un plan claro sobre cómo podría financiarse el pago.

Un tercer paso sería comparar las necesidades de capital potenciales con los fondos disponibles y decidir cómo crear presupuestos de capital ajustables entre las partes interesadas.

Al establecer límites claros respecto al derecho al capital (o a los ingresos) de cada grupo de interesados, dicho plan puede minimizar el riesgo de que se produzcan tensiones familiares en torno al dinero o el riesgo de una gestión patrimonial ineficiente (como gastar por encima de la rentabilidad natural de una cartera financiera, obligando a vender activos y reduciendo el potencial poder adquisitivo futuro).

El cuarto paso es diseñar lo que se denomina una estrategia de liquidez para ejecutar el plan de asignación de capital a lo largo de los próximos 3 a 5 años.

Esta estrategia probablemente ajustará las obligaciones de gasto a un conjunto de activos que incluya efectivo, bonos, inversiones estructuradas seleccionadas y capacidad de endeudamiento. De esta forma, los emprendedores pueden

reducir el riesgo de ventas forzadas, a la vez que se logra rentabilidad y se tienen activos de bajo riesgo y muy líquidos para potenciales oportunidades de inversión futuras.

A corto plazo, la forma óptima de mantener los gastos de hasta 12 meses podría ser en efectivo y en la divisa de las obligaciones conocidas, con el fin de minimizar el riesgo de divisa, de tasas de interés o de crédito.

En el caso de los gastos posteriores a los próximos 12 meses, una cartera de bonos de alta calidad puede ser una fuente de financiación adecuada. Dada nuestra opinión de que los grandes bancos centrales están aproximándose al fin del ciclo de subidas de tasas y que las rentabilidades podrían estar alcanzando sus máximos, los argumentos a favor de construir hoy una escalera de bonos de alta calidad y con grado de inversión se han vuelto notablemente más atractivos.

Crear un plan de liquidez tras las dificultades bancarias y de obtención de fondos

A raíz de las diversas dificultades que afrontó el sector bancario a comienzos de 2023, muchos emprendedores y propietarios de empresas han decidido revisar su estrategia de gestión del efectivo. Ante todo, la crisis ha llevado a los propietarios de empresas a diversificar entre entidades y a protegerse de nuevas crisis bancarias. En Estados Unidos particularmente, también están considerando estrategias para mejorar su cobertura de seguros. Los inversores en general están buscando mejorar la generación de ingresos para aprovechar las recientes subidas de tasas de interés y un potencial pico de las rentabilidades.

Creemos que los inversores han de mirar más allá de los depósitos bancarios para incluir las cuentas de ahorro de alta rentabilidad y los bonos escalonados (y certificados de depósito —o CD— en el caso de los inversores radicados en Estados Unidos). Vemos valor en las inversiones en bonos tradicionales, sobre todo en el entorno actual. CIO recomienda un marco «central-satélite» para personalizar la estrategia de inversión de modo que se alinee con el momento y el tamaño específico de las necesidades de efectivo:

- Enfoque central: una escalera de bonos de alta calidad y certificados de depósito (cuando estén disponibles), cuyas cuantías permitan que los vencimientos se alineen con el momento en que se producirán las necesidades de gasto conocidas.
- Nivel I (efectivo para las necesidades diarias): depósitos bancarios y fondos del mercado monetario para financiar gastos diarios y para actuar como fondo de emergencia para necesidades imprevistas en el futuro.
- Nivel II (efectivo para ahorro): cuentas de ahorro de alta rentabilidad para ayudar a obtener un mayor rendimiento de los fondos que se necesitan para gastos conocidos en un futuro próximo, pero no inmediato.
- Nivel III (efectivo para inversiones): en el caso de los activos destinados a gastos a 3-5 años, recomendamos considerar una amplia variedad de inversiones, como inversiones estructuradas, fondos de bonos totales y otras estrategias para aprovechar el conjunto de oportunidades.

Lea más en [UBS Wealth Way: Building and refilling the Liquidity strategy](#) (disponible solo en inglés).

2) Un plan de sucesión puede prestar apoyo a la transición de propietario/a de la empresa a propietario/a de activos

La planificación de la sucesión puede ayudar a clarificar algunas incertidumbres derivadas de una transferencia de valor empresarial.

Los caminos para la venta privada, por ejemplo, pueden dar lugar a diferentes combinaciones de recursos. A menudo hay una relación entre la cantidad (y el momento) de los fondos recaudados y el grado de control retenido.

Una venta estratégica —sobre todo a un competidor o a una compañía que se dedique al mismo negocio y esté buscando ganar cuota de mercado y lograr sinergias— podría arrojar una rentabilidad financiera comparativamente más alta en un espacio de tiempo más breve que una venta gradual a empleados o altos directivos existentes.

Sin embargo, esta última ruta podría permitir que los propietarios de la empresa retengan cierto control operativo o influencia cultural y contribuir a una transición más gradual de la propiedad.

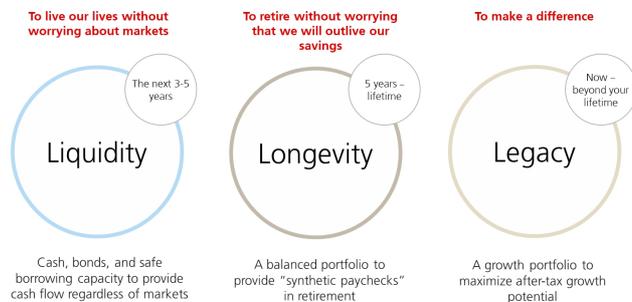
Los planes de sucesión diseñados junto con expertos en planificación patrimonial, asesores financieros y contables pueden ayudar a clarificar cuál será el panorama del patrimonio personal después de la venta.

Como primer paso, los emprendedores habrán de ser diligentes en la gestión de activos financieros puros, participaciones de propiedad retenidas en sus empresas y posibles flujos de ingresos futuros provenientes de dividendos o cláusulas «earn-out» de ganancias contingentes.

Es importante asegurarse de que la liquidez y el potencial de ingresos futuros de los fundadores les proporcionarán suficientes recursos para alcanzar sus objetivos.

Utilizar el enfoque de Liquidez. Longevidad. Legado. (Fig. 2) y un plan financiero integral puede ayudar a los propietarios de empresas a crear una estrategia de inversión con propósitos definidos y diseñada en torno a los objetivos únicos de su familia segmentando estos últimos y el patrimonio en tres estrategias.

Fig. 2: El enfoque de Liquidez. Longevidad. Legado.



Fuente: UBS. Solamente con fines ilustrativos.

- **Estrategia de Liquidez.** Activos y líneas de crédito que se precisan para alcanzar los objetivos de gasto a corto plazo del/de la emprendedor/a (p. ej., para los próximos tres a cinco años). Esta estrategia se centra en la preservación del capital.

- **Estrategia de Longevidad.** Activos que el/la emprendedor/a utilizará a lo largo de toda su vida. Puesto que la cartera de la estrategia de Liquidez satisface las necesidades a corto y medio plazo, los fondos de la cartera de la estrategia de Longevidad pueden invertirse con el fin de lograr crecimiento patrimonial a largo plazo. Esta estrategia se centra en la gestión del riesgo de que un/a propietario/a de empresa sobreviva a su patrimonio.

- **Estrategia de Legado.** Activos para ayudar a mejorar las vidas de otras personas. Estos son activos que superan lo que el/la emprendedor/a espera necesitar para alcanzar sus propios objetivos en vida y están libres para invertirse y desembolsarse para mejorar las vidas de otras personas. Esta estrategia se centra en la maximización del patrimonio y en pasar de forma efectiva este patrimonio a otras generaciones y a organizaciones benéficas.

UBS Wealth Way es un enfoque que incorpora estrategias de Liquidez. Longevidad. Legado., que UBS Switzerland AG, UBS AG y UBS Financial Services Inc. y nuestros asesores pueden usar para asistir a los clientes en la búsqueda e implementación de sus necesidades y objetivos de gestión patrimonial en diferentes marcos temporales. Este enfoque no es una promesa o garantía de que pueda o vaya a alcanzarse un determinado patrimonio o resultado financiero. Todas las inversiones entrañan el riesgo de pérdida, lo que incluye el riesgo de perder la totalidad de la inversión. Los horizontes temporales pueden variar. Las estrategias están sujetas a las metas, objetivos e idoneidad de cada cliente.

Como segundo paso, los fundadores pueden plantearse diseñar un plan financiero flexible con mucha antelación, a fin de planificar y prepararse para sus objetivos financieros a lo largo de la fase previa al traspaso, durante el propio traspaso y en la fase posterior al mismo.

La diversificación de las inversiones y la elección de vehículos en particular pueden marcar la diferencia en lo tocante a los resultados financieros posteriores al traspaso, tales como la capacidad de financiar un nuevo negocio o jubilarse.

Un aspecto de la planificación particularmente importante para los emprendedores podría ser cómo gestionan los riesgos de mantener una posición concentrada en acciones, es decir, cuando tal inversión es equivalente o superior al 10% de la asignación total de una cartera.

Para obtener más información sobre cómo planificar y gestionar una posición concentrada en acciones, haga clic [aquí](#) (disponible solo en inglés).

3) Un plan de sucesión puede garantizar la sostenibilidad de una empresa

La planificación de la sucesión puede aplicarse a los planes de sostenibilidad de una empresa. Es una herramienta mediante la cual los emprendedores pueden transmitir sus consideraciones y valores ESG a la siguiente generación. Esto podría ser particularmente interesante si los objetivos de sostenibilidad de una empresa tienen sentido desde un punto de vista comercial objetivo.

Para muchos propietarios de empresas, la mayor reserva de capital —y el mayor potencial para tener un impacto social y medioambiental— reside en su negocio operativo. Esta puede ser el área del patrimonio total de un/a propietario/a donde se puede aspirar a obtener beneficios tanto comerciales como sociales.

Los enfoques de inversión sostenibles y con impacto también permiten a los propietarios de empresas utilizar su capital a más largo plazo —ya sea durante toda su vida o después— para abordar problemas medioambientales y sociales mediante mecanismos de mercado.

Algunos desafíos de la sostenibilidad todavía no pueden resolverse comercialmente o a través de los mercados de capitales únicamente. Los propietarios de empresas cuyos planes de sucesión revelen un exceso de fondos después de una venta podrían plantearse enfoques de filantropía con impacto, financiación social o capital catalítico para abordar algunos problemas de la sostenibilidad profundamente arraigados.

Para obtener más información sobre cómo alinear intereses, inversiones e impacto, lea «The New Continuum», un informe de Family Advisory and Philanthropy Services y Family Office Solutions Group de UBS.

Tres cosas que no han de olvidarse en el proceso de sucesión o salida

1) Incluya la sostenibilidad como parte de la subasta o las negociaciones

Las concepciones tradicionales de una subasta o de un proceso de negociación podrían no incluir explícitamente criterios de sostenibilidad.

Vemos un margen cada vez mayor para que los criterios de sostenibilidad se incluyan en las medidas de maximización del valor de un/a emprendedor/a en el momento de negociar una operación y sus detalles.

El proceso de maximización del valor puede plantearse como compuesto de cinco partes:

1. Condiciones claras y uniformes en torno al proceso de oferta.
2. Cláusulas de información sólidas.
3. Un exhaustivo conjunto de criterios del vendedor.
4. La creación de un entorno competitivo saludable para los potenciales interesados.
5. Una cuidadosa consideración de cómo se estructurará la transacción.

Podría valer la pena incluir criterios o compromisos de sostenibilidad como parte de las normas de presentación de ofertas. Las empresas con una sólida misión social o de sostenibilidad podrían encontrar valor a largo plazo en un comprador que pague un precio razonable y que se adhiera a las iniciativas de sostenibilidad en curso de la compañía mediante compromisos de propósitos y capital.

La sostenibilidad probablemente también sea importante para los emprendedores a la hora de proporcionar información. Si la justificación de la compra de una empresa puede reforzarse con la presentación de las credenciales de sostenibilidad de la empresa objeto de la adquisición, podría ser conveniente incorporar datos de sostenibilidad robustos, verificables y centrados en los resultados, tanto en las presentaciones del equipo directivo como en la sala de datos.

Algunos ejemplos de datos podrían ser información medioambiental basada en la Taxonomía de la UE o datos sociales de conformidad con las *Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales*.

Podría ser necesario establecer una colaboración estrecha con socios contables y jurídicos para garantizar que se satisfacen los requisitos mínimos de información de sostenibilidad, en particular si se está vendiendo una empresa que opera en varias jurisdicciones. Y la necesidad de llevar a cabo una diligencia debida del vendedor a través de auditores con experiencia en sostenibilidad también podría aumentar, sobre todo si los factores de sostenibilidad son críticos para que la transacción se lleve a cabo.

2) No piense que el camino de emprendedor/a a gestor/a patrimonial es lineal

Uno de los retos iniciales más importantes para un/a emprendedor/a que proyecta efectuar una salida, realizar un traspaso a la siguiente generación o incluso liquidar la empresa es cómo gestionar las necesidades financieras a corto plazo contra los objetivos financieros a largo plazo.

Esto puede ser particularmente cierto en un entorno como el actual, en el que las tasas de interés más altas y los indicios de requisitos crediticios más estrictos están afectando a las estrategias de salida.

¿Cuáles son las perspectivas para las valoraciones de buyouts?

En el curso del año pasado, las empresas respaldadas por capital riesgo ya estaban sometidas a presiones de financiación. Tras las tensiones del sector bancario a comienzos de 2023, los emprendedores afrontaban cada vez más dificultades para obtener capital. El mercado de salida mediante una oferta pública de venta de acciones sigue estando mayormente cerrado. Y en la primera parte de este año ya se han producido algunas rebajas de precios en las valoraciones de operaciones de gran calibre a causa de las condiciones del mercado.

Las empresas apalancadas respaldadas por operaciones de *buyout*, por otra parte, han tenido mayor disponibilidad de capital. Estas habitualmente están más maduras que las compañías respaldadas por capital riesgo, suelen tener un flujo de efectivo positivo y son más flexibles en términos del control de los costos. También se hallan en una fase de madurez en la que tienden a no depender de constantes rondas de financiación para acceder a capital para crecer. Los fondos de *buyout*, que siguen disponiendo de importantes cantidades de fondos para invertir, no deberían ver sus capacidades de financiación afectadas por los acontecimientos recientes. Asimismo, han diversificado sus fuentes de financiación. Los prestatarios directos están dando un paso al frente como alternativa a los bancos. Si bien las subidas de tasas afectan al costo de la deuda y repercuten en los ratios de cobertura de los intereses, los gestores de *buyout* están empleando menos apalancamiento y más capital para las operaciones.

Las valoraciones privadas suelen cotizar con descuento en relación a las valoraciones públicas. Pero después de la corrección del mercado del año pasado, esta brecha se ha reducido. A medida que las empresas racionalicen costos, se centren en activos básicos y se desprendan de negocios improductivos, prevemos que aumentarán las oportunidades para que los fondos de *buyout* inviertan en operaciones de privatización, escisiones y desinversiones.

En el entorno actual los emprendedores podrían considerar lo siguiente a la hora de planificar el futuro de su empresa:

- Los emprendedores han de evaluar cuidadosamente sus necesidades comerciales y personales con asesores de confianza para identificar la necesidad de obtener fondos.
- También es importante considerar las consecuencias a largo plazo y los costos potenciales de las valoraciones de salida cuando se defienden las valoraciones a corto plazo. Aferrarse a valoraciones previas conlleva el riesgo de ceder más ingresos obtenidos con la salida a los inversores que respaldan la operación.
- Los emprendedores con balances sólidos y que sean hábiles para detectar oportunidades podrían ver más posibilidades de adquirir buenas empresas que tengan débiles fundamentales de pago de la deuda en su sector, aprovechando los desajustes actuales.

Un marco que puede ser útil para impulsar las inversiones en medio de la incertidumbre es el enfoque UBS Wealth Way.

Los propietarios de empresas podrían concluir que su primera decisión de inversión después de un evento de liquidez es no hacer nada en los mercados. En lugar de ello, podría ser sensato financiar e invertir la estrategia de Liquidez para maximizar las oportunidades de tener fondos para sufragar los gastos diarios en el momento en que se necesiten.

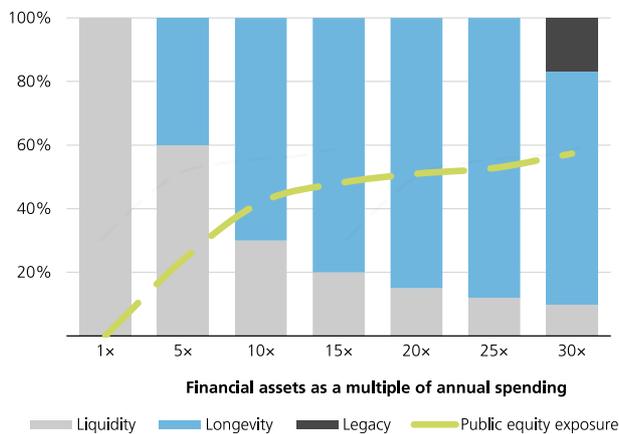
Observamos que a medida que los activos financieros aumentan como porcentaje del gasto anual, los emprendedores pueden dedicar una mayor parte de su patrimonio a ambiciones a más largo plazo y a activos más sensibles al crecimiento (**Fig. 3**).

Otros dos factores pueden incitar a los emprendedores a pensar en términos de escenarios de inversión en contraposición a un plan de inversión estático y lineal: la pérdida de control y las variaciones en la valoración del patrimonio.

A los emprendedores a menudo les resulta difícil trasladar su patrimonio de una empresa que controlan a inversiones externas cuyo rendimiento escapa a su control. Este desafío emocional puede ser especialmente agudo en mercados bajistas (definidos como periodos en los que el índice S&P 500 de valores de gran capitalización cae más de un 20% desde su máximo).

Figura 3: La inclinación al riesgo de los emprendedores a la hora de invertir generalmente aumenta a medida que disponen de más efectivo procedente de la empresa

Exposición ilustrativa a renta variable basada en la ratio de activos financieros sobre gasto anual



Fuente: UBS.

Mientras que no es posible replicar completamente el control de una empresa en una cartera de inversión, los emprendedores pueden utilizar datos históricos y una estrategia de liquidez para asegurarse de que tienen suficiente patrimonio líquido (o capacidad de endeudamiento) para hacer frente a los mercados bajistas.

Durante un mercado bajista, agotar los activos líquidos —y utilizar recursos de capacidad de endeudamiento— puede ayudar a los inversores a evitar asumir pérdidas que de otro modo serían temporales, que es la principal forma en que los inversores se arriesgan a mermar permanentemente su patrimonio neto.

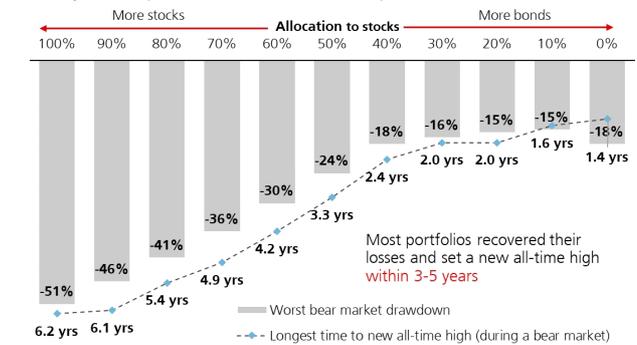
Nuestro análisis histórico de caídas en los mercados estadounidenses de renta variable y de bonos (para diferentes combinaciones de acciones y bonos) sugiere que los emprendedores pueden tomar el control financiando su estrategia de liquidez con entre 3 y 5 años de gasto

anual empleando capital de su cartera, necesiándose una estrategia de liquidez más reducida para complementar carteras de inversión a largo plazo que tienen una saludable asignación a bonos básicos (Fig. 4).

Además de reducir el riesgo de tener que vender activos a precios bajos para satisfacer necesidades de gasto a corto plazo, una estrategia de liquidez bien financiada también puede ayudarle a invertir con confianza el resto de su patrimonio en acciones y otras inversiones que ofrezcan potencial de revalorización a largo plazo (Fig. 5).

Fig. 4: Utilizar una estrategia de liquidez puede ofrecer a los emprendedores control en mercados volátiles, impidiendo potencialmente la merma del patrimonio

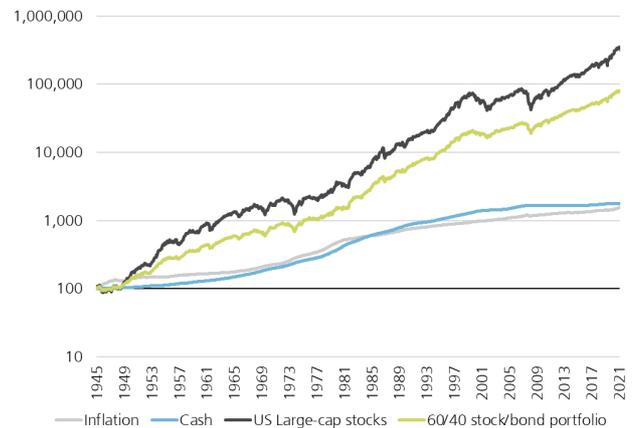
Caídas en mercados bajistas y tiempo de recuperación total de diversas combinaciones de asignación de activos (valores de gran capitalización de EE.UU. y deuda pública de EE.UU. a medio plazo)



Fuente: UBS, Morningstar Direct, R: PerformanceAnalytics, a 24 de mayo de 2023.

Fig. 5: La mejor forma de acumular patrimonio a largo plazo podría ser manteniendo pacientemente renta variable, pese a la volatilidad

Crecimiento de la rentabilidad total de 100 USD invertidos en diciembre de 1945, clases de activos selectas (escala logarítmica)



Fuente: MorningstarDirect, UBS, a 30 de abril de 2023.

3) Considere la volatilidad del mercado como amiga y enemiga

La volatilidad patrimonial puede resultarles ajena a muchos propietarios de empresas privadas. Pocos llevan a cabo valoraciones de mercado frecuentes. En la ejecución de la venta, transición o liquidación de una empresa, la volatilidad de los activos de mercados financieros (incluido el efectivo) puede ser una realidad incómoda y nueva a la que los emprendedores deben enfrentarse.

Proteger las carteras financieras de la volatilidad es una consideración clave para un/a emprendedor/a en un evento de liquidez. En nuestro informe de análisis [*«Three ways to build financial resilience in an uncertain world»*](#) (disponible solo en inglés), examinamos cómo la diversificación de las carteras entre varias clases de activos, sectores y mercados geográficos puede ayudar a nivelar las rentabilidades. Pero las caídas tanto de las acciones como de la renta fija en 2022 han hecho replantearse muchos enfoques tradicionales de asignación de activos.

Los inversores, incluidos antiguos emprendedores, podrían considerar inversiones alternativas para gestionar la volatilidad. Tales activos, especialmente aquellos objeto de los gestores macro discrecionales, podrían estar bien situados para gestionar las incertidumbres del mercado. Estas estrategias emplean sus propias ideas de inversión empresarial y estilo de inversión sin restricciones para aprovechar tanto las oportunidades a largo como a corto plazo. Históricamente, los análisis muestran que los hedge funds macro pueden encontrar más desajustes de precios en entornos de tasas de interés más altas y cuando la volatilidad entre activos es amplia y variada.

Las inversiones en mercados privados pueden ofrecer algunas de las características de inversión que conocen los emprendedores: el potencial de tener control de la rentabilidad de la inversión subyacente (particularmente si se trata de una inversión directa) y el potencial de obtener tasas de rentabilidad internas más altas a largo plazo, pero también la falta de liquidez y la necesidad de realizar aportaciones de capital cuando se soliciten.

Los emprendedores también podrían hacer uso de la volatilidad como una amiga, no una enemiga. Por ejemplo, los emprendedores podrían trabajar con asesores de mercados de capitales de confianza cuando la volatilidad implícita del mercado sea alta para lograr unos ingresos extraordinarios con el potencial de vender parte de sus inversiones. Algunos ejemplos de soluciones de derivados podrían ser vender opciones de compra (el derecho pero no la obligación de comprar una acción a un precio predeterminado) o vender diferenciales sobre opciones de

compra (vender opciones de compra con diferentes precios predeterminados o de ejercicio).

[1] Kelin E. Gersick, John A. Davis, Marion McCollum Hampton e Ivan Lansberg, *Generation To Generation, Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones que incluyen hedge funds, capital riesgo, propiedades inmobiliarias y futuros gestionados (en conjunto: inversiones alternativas). Los intereses de fondos de inversiones alternativas se venden solo a inversores cualificados, y únicamente por medio de documentos de oferta que incluyen información sobre los riesgos, rendimiento y gastos de los fondos de inversiones alternativas, instando a los clientes a que lean dichos documentos detenidamente antes de proceder a la suscripción y conservación de los fondos. Las inversiones en fondos de inversiones alternativas son especulativas e implican riesgos considerables. En concreto, estas inversiones (1) no son fondos de inversión colectiva y no están sujetas a los mismos requisitos normativos que los fondos de inversión colectiva; (2) su rendimiento puede ser volátil y los inversores pueden perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión; (3) pueden participar en apalancamientos y otras prácticas de inversión especulativa que pueden incrementar el riesgo de perder 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 surja ninguno; (5) los intereses de los fondos de inversión alternativa suelen ser intereses ilíquidos y su transferencia está sujeta a restricciones; (6) puede que no exista el requisito de proporcionar periódicamente información sobre precios o valoración a los inversores; (7) generalmente implican estrategias fiscales complejas y puede haber retrasos en la distribución de información fiscal a los inversores; (8) están sujetas a altas comisiones, incluyendo las comisiones de gestión junto a otros gastos y comisiones que mermarán los beneficios.

Los intereses en los fondos de inversiones alternativas no son depósitos ni obligaciones de ningún banco u otra institución depositaria asegurada, ni cuentan con su garantía o aval; del mismo modo, tampoco están asegurados a nivel federal por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Reserva Federal ni por ninguna otra agencia gubernamental. Los posibles inversores deberían comprender estos riesgos antes de invertir en un fondo de inversiones alternativas y deberían contar con capacidad financiera suficiente para aceptarlos, así como la disposición de hacerlo durante un periodo de tiempo prolongado; asimismo, deberían considerar el fondo de inversiones alternativas como un complemento a un programa de inversión general.

Además de los riesgos generales aplicables a las inversiones alternativas, existen los siguientes riesgos adicionales propios de las inversiones en distintas estrategias:

- **Riesgos de los hedge funds:** Hay riesgos específicamente asociados a la inversión en hedge funds que pueden incluir riesgos relacionados con la inversión en ventas a corto, opciones, títulos de pequeña capitalización, bonos basura, derivados, valores de empresas en dificultades, valores no estadounidenses e inversiones de escasa liquidez.
- **Futuros gestionados:** Existen riesgos específicamente asociados a la inversión en programas de futuros gestionados. Por ejemplo, no todos los gestores se centran en todas las estrategias en todo momento y las estrategias de futuros gestionados pueden tener elementos direccionales de importancia.
- **Bienes inmuebles:** Existen riesgos específicamente asociados a la inversión en productos inmobiliarios y en fondos de inversión inmobiliaria. Entre ellos se incluyen los relacionados con la deuda, cambios adversos en las condiciones económicas generales o del mercado local, cambios en leyes o normativas gubernamentales, fiscales, inmobiliarias o de urbanismo, riesgos asociados con requerimientos de capital y, para algunos productos inmobiliarios, los riesgos relacionados con la posibilidad de tener derecho a un tratamiento ventajoso conforme a la legislación tributaria federal.
- **Capital riesgo:** Existen riesgos específicamente asociados a la inversión en capital riesgo. Pueden solicitarse aportaciones de capital con poca antelación y el hecho de no responder a dichos requerimientos puede tener consecuencias negativas de importancia, incluyendo, entre otras, la pérdida total de la inversión.
- **Riesgo cambiario/de divisas:** Los inversores en valores de emisores radicados fuera de EE.UU. deberían ser conscientes de que incluso para aquellos valores denominados en dólares estadounidenses, las variaciones en el tipo de cambio entre el dólar y la divisa del país del emisor pueden tener efectos inesperados en la liquidez y el valor de mercado de dichos valores. Estos valores también podrían verse afectados por otros riesgos (tales como cambios políticos, económicos o normativos) que un inversor estadounidense podría no conocer con facilidad.

Appendix

Las opiniones sobre inversiones de UBS Chief Investment Office ("CIO") son elaboradas y publicadas por el negocio Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por FINMA en Suiza) o sus filiales ("UBS"), que forman parte de UBS Group AG (el «Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y afiliadas.

Las opiniones de inversión se han preparado de conformidad con requisitos legales diseñados para promover la independencia del análisis de inversión.

Análisis de inversión genérico – Información sobre riesgos:

Esta publicación tiene un fin exclusivamente informativo y no tiene por finalidad constituir una oferta o promocionar ofertas para comprar o vender ningún producto de inversión o cualquier otro producto específico. El análisis que este documento contiene no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de ningún destinatario específico. Se basa en numerosos supuestos. Los distintos supuestos pueden derivar en resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de manera irrestricta, y/o pueden no ser elegibles para venderse a todos los inversores. Toda la información y las opiniones expresadas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas confiables y de buena fe, pero no se formula ninguna manifestación o garantía, sea expresa o implícita, respecto de su exactitud o integralidad (con excepción de la información importante relativa a UBS). Toda la información y las opiniones, así como los pronósticos, estimaciones y precios de mercado indicados están vigentes a la fecha de este informe, y están sujetos a modificaciones sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir o contradecir aquellas expresadas por otras divisiones o áreas de negocio de UBS, como resultado del uso de supuestos y/o criterios diferentes. En ninguna circunstancia se podrá utilizar el presente documento ni ninguna información (incluyendo previsiones, valores, índices u otro importe calculado («Valores»)) con ninguno de los siguientes fines: (i) valoración o contabilidad; (ii) para determinar los importes vencidos o pagaderos, el precio o valor de un instrumento o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, lo que incluye, entre otras cosas, el seguimiento de la rentabilidad o el rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cómputo de las comisiones de rentabilidad. Al recibir este documento y la información, se considerará que usted manifiesta y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni ninguna otra parte de la Información para ninguno de los propósitos mencionados más arriba. UBS y sus consejeros o empleados pueden tener derecho en cualquier momento a tomar posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión a los que aquí se hace referencia, a realizar operaciones con los instrumentos de inversión pertinentes en calidad de principal o agente, o a prestar cualquier otro servicio o tener contratados a directivos que actúen en calidad de consejeros del emisor o por cuenta de este, del propio instrumento de inversión o de cualquier empresa que mantenga vínculos comerciales o financieros con dichos emisores o por cuenta de esta. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las relativas a la compra, venta o tenencia de títulos) adoptadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de análisis de UBS. Algunas inversiones pueden no ser realizables de forma inmediata, dado que el mercado de dichos valores puede carecer de liquidez y, por tanto, la valoración de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto pueden ser difíciles de cuantificar. UBS utiliza barreras a la información para controlar el flujo de información en una o más áreas dentro de UBS, en otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación con futuros y opciones no es adecuada para todos los inversores y existe un riesgo sustancial de pérdida, y algunas pérdidas pueden superar la inversión inicial. Las rentabilidades pasadas de una inversión no suponen una referencia de rentabilidades futuras. Se facilitará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas importantes y repentinas en su valor y, al hacer efectivas dichas inversiones, es posible que reciba menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o el rendimiento de una inversión. El(los) analista(s) responsable(s) de la elaboración de este informe puede(n) interactuar con el personal de la mesa de operaciones, de ventas y de otros servicios a fin de recopilar, sintetizar e interpretar la información de mercado.

Diferentes áreas, grupos y personal dentro del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir productos de análisis **independientes entre sí**. Por ejemplo, las publicaciones de análisis de CIO las elabora UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** lo elabora UBS Investment Bank. **Credit Suisse Global CIO Office Research** lo elabora Credit Suisse Wealth Management. Credit Suisse Securities Research lo elabora Credit Suisse operando como su función de Análisis de Valores dentro de la División de Banca de Inversión. **Las metodologías de análisis y los sistemas de calificación de cada organización de análisis pueden diferir**, por ejemplo, en términos de recomendaciones de inversión, horizonte de inversión, hipótesis de modelos y métodos de valoración. En consecuencia, a excepción de ciertas previsiones económicas (en cuya elaboración UBS CIO y UBS Global Research podrían colaborar), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones facilitadas por cada una de las organizaciones de análisis pueden ser diferentes o desiguales. Usted deberá consultar cada producto de análisis correspondiente para informarse de su metodología y sistema de calificaciones. No todos los clientes podrían tener acceso a todos los productos de cada organización. Cada producto de análisis se rige por las políticas y procedimientos de la organización que lo elabora.

La compensación del/de los analista(s) que elaboró/elaboraron este informe viene determinada en exclusiva por la gestión de análisis y por la alta dirección (que no incluye a la banca de inversión). La compensación de los analistas no se basa en los ingresos por banca de inversión, ventas y negociación o negociación principal; sin embargo, la compensación podría estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en su conjunto, del cual forman parte las áreas de banca de inversión, ventas y negociación y negociación principal.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias personales y puede cambiar en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no realiza declaraciones en relación con el tratamiento fiscal de los activos o la rentabilidad de la inversión, ya sea con carácter general o en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Por razones de necesidad, no podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades específicas de nuestros clientes particulares, y le recomendamos que busque asesoramiento financiero y/o tributario con respecto a las consecuencias (incluidas las tributarias) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en el presente.

Este material no puede reproducirse, ni pueden distribuirse copias sin la autorización previa de UBS. A menos que se acuerde por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. El presente informe solo puede ser distribuido en las circunstancias permitidas por la ley aplicable. Si desea obtener información sobre cómo CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y ofertas de publicación, así como de sus metodologías de análisis y calificaciones, [visite www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Usted puede solicitarle a su asesor de clientes cualquier información adicional sobre los autores de esta publicación y de otra(s) publicación(es) de CIO a la(s) cual(es) este informe hace referencia, así como copias de cualquier informe anterior sobre este tema.

La inversión en opciones y futuros no es recomendable para todos los inversores, operar en estos instrumentos conlleva riesgos y ello podría ser apropiado solamente para inversores sofisticados. Deberá consultar una copia de «Las características y los riesgos de las opciones estandarizadas» antes de comprar o vender opciones y también para obtener una descripción completa de los riesgos que estas entrañan. Lea el documento en <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> o solicite una copia a su asesor financiero.

La inversión en inversiones estructuradas entraña riesgos considerables. Recomendamos leer el material de oferta correspondiente para obtener un análisis detallado de los riesgos de invertir en cualquier inversión estructurada en particular. Las inversiones estructuradas son obligaciones sin garantía de un emisor dado, con una rentabilidad ligada al rendimiento de un activo subyacente. Dependiendo de los términos y las condiciones de la inversión, los inversores podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión según el rendimiento del activo subyacente. Por otro lado, los inversores también podrían perder toda su inversión si el emisor se declara insolvente. UBS no garantiza en modo alguno las obligaciones o la situación financiera de ningún emisor ni la precisión de la información financiera que suministre ningún emisor. Las inversiones estructuradas no son inversiones tradicionales e invertir en una inversión estructurada no equivale a invertir directamente en el activo subyacente. La liquidez de las inversiones estructuradas puede ser limitada o nula y los inversores deberían estar preparados para mantenerlas hasta su vencimiento. La rentabilidad de las inversiones estructuradas puede estar limitada a una ganancia máxima, tasa de participación u otra condición. Las inversiones estructuradas pueden incluir opciones de compra y, si los inversores ejercen ese derecho de forma anticipada, dejarían de obtener una rentabilidad y es posible que no pudieran volver a invertir en inversiones similares en condiciones similares. Las inversiones estructuradas incluyen costes y comisiones que generalmente se incluyen en el precio de la inversión. El tratamiento fiscal de una inversión estructurada puede ser complejo y puede diferir del de una inversión directa en el activo subyacente. UBS y sus empleados no proporcionan asesoramiento fiscal. Se recomienda a los inversores que consulten sobre su situación tributaria con su propio asesor fiscal antes de invertir en cualquier título.

Información importante sobre Estrategias de Inversión Sostenible: El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores ambientales, sociales y de gobierno (ESG, por sus siglas en inglés) en el proceso de inversión y en la construcción de carteras. Las estrategias aplicadas a través de diferentes zonas geográficas y estilos abordan el análisis ESG e incorporan los resultados de distintas maneras. La incorporación de factores ESG o las consideraciones sobre la Inversión Sostenible pueden inhibir la capacidad del gestor de la cartera de participar en algunas oportunidades de inversión que en otras circunstancias serían congruentes con su objetivo de inversión y otras estrategias de inversión principales. Las rentabilidades de una cartera que consiste principalmente en inversiones sostenibles pueden ser inferiores o superiores que las de las carteras en las cuales su gestor no considera los factores ESG, las exclusiones u otras cuestiones relativas a la sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para dichas carteras pueden ser diferentes. Las compañías no cumplen necesariamente con niveles de rendimiento elevados en todos los aspectos de ESG o de cuestiones vinculadas a las inversiones sostenibles; tampoco existe garantía alguna de que una compañía vaya a satisfacer las expectativas relacionadas con la responsabilidad empresarial, la sostenibilidad y/o el rendimiento de impacto.

Gestores de activos externos y consultores financieros externos: en caso de que esta investigación o publicación se haga llegar a gestores externos de activos o a consultores financieros externos, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos distribuya este material a sus clientes o a terceros.

EE.UU.: Distribuido a personas estadounidenses por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, subsidiarias de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, 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. admite la responsabilidad por el contenido de todo informe confeccionado por una filial no estadounidense cuando distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por una persona estadounidense con los títulos-valores mencionados en el presente informe deben ser realizadas a través de un corredor-agente registrado en los EE.UU. y filial de UBS, y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad de títulos-valores o inversiones en los Estados Unidos o en otro lugar. UBS Financial Services Inc. no actúa en carácter de asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona obligada según la definición del Artículo 15B de la Ley de Títulos-valores (la "Norma de Asesores Municipales"), y las opiniones o visiones vertidas en el presente no tienen por fin, ni constituyen, un asesoramiento según la definición de la citada norma.**

Para obtener información sobre el país, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o pida a su asesor financiero completa información sobre el riesgo. Versión B/2023. CIO82652744

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