

# Crédito privado

## Una introducción al crédito privado

Jennifer Liu, estratega de mercados privados, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Daniel J. Scansaroli, director de estrategia de carteras y UBS Wealth Way Solutions, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Christopher Buckley, estratega de carteras, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- El crédito privado es un tipo de financiamiento de deuda proporcionada por prestamistas no bancarios que no se emite ni se negocia en un mercado abierto.
- Las estrategias de crédito privado, como los préstamos directos, pueden ofrecer una opción atractiva para los inversionistas que busquen generar mayores rendimientos y diversificar su cartera respecto a la renta fija tradicional.
- Los préstamos directos tienden a proporcionar perfiles de riesgo-rentabilidad más conservadores que los préstamos apalancados y los bonos de alto rendimiento.
- Para los inversionistas dispuestos a bloquear el capital y comprometerse durante un periodo prolongado, los préstamos directos ofrecen acceso a una clase de activos con rendimientos mejorados y reducción de riesgo de bajas en el valor atractivos.



Fuente: Getty Images

### ¿Qué es el crédito privado?

El crédito privado es un tipo de financiamiento de deuda proporcionada por prestamistas no bancarios que no se emite ni se negocia en un mercado abierto. Las empresas, generalmente pequeñas y medianas, que a menudo no pueden acceder a los mercados públicos para obtener financiamiento de deuda o que deciden no hacerlo recurrirán a los mercados privados. En una estructura de capital, el crédito privado actúa igual que la deuda pública, situándose por debajo de la renta variable (Fig. 1). A diferencia de las estrategias de crédito público (p. ej., deuda de alto rendimiento, deuda de alta calificación o bonos del Tesoro), la mayoría de las inversiones de crédito privado se ofrecen a través de un fondo privado o a través de una empresa de desarrollo de negocios (BDC) (véase el **Glosario de términos**). Algunas estrategias de crédito privado se enfocan en generar rendimientos elevados en comparación con los disponibles en los mercados públicos de crédito. Otras estrategias se centran en la revalorización del capital del activo que respalda el crédito.

Los principales tipos de crédito privado son los préstamos directos, la deuda mezzanine, la deuda de riesgo, la deuda oportunista o con problemas de pago y el financiamiento especializado:

Figura 1: Pila de capital ilustrativa

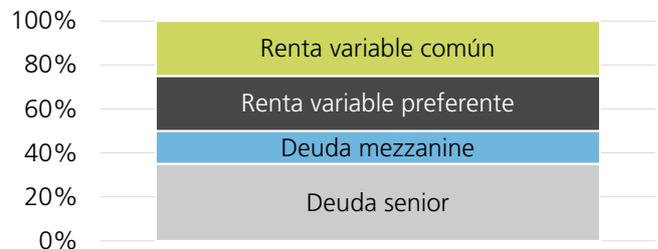


Figura 2: Principales tipos de crédito privado

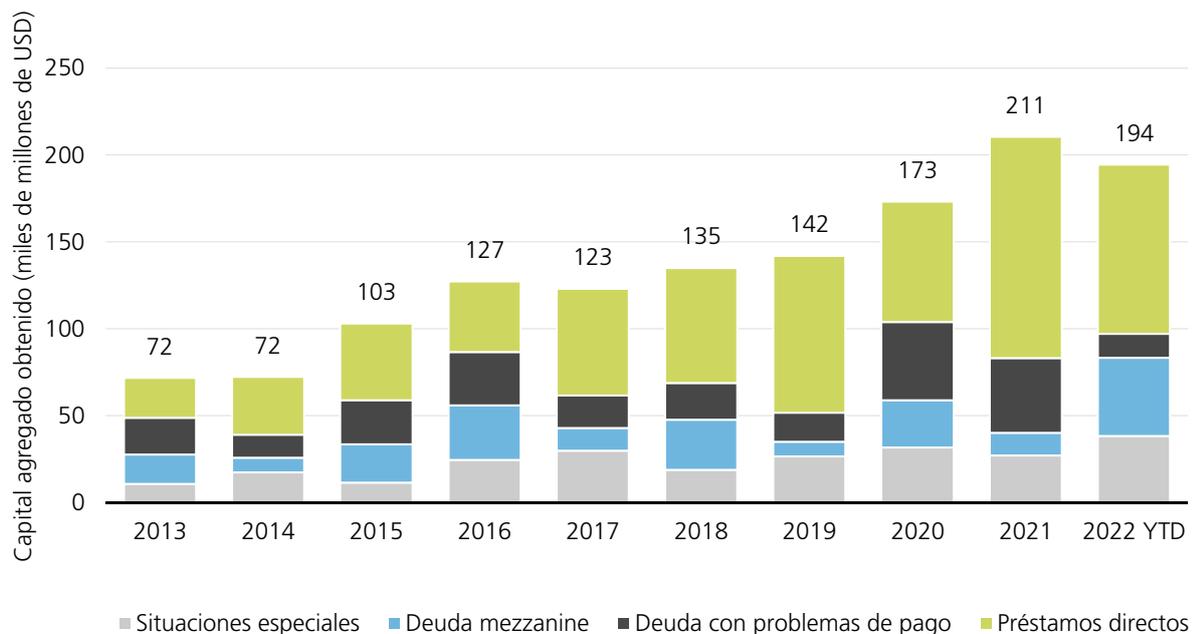


- El préstamo directo, o deuda senior, implica préstamos hechos directamente del prestamista a una empresa para apoyar el crecimiento, las adquisiciones o las necesidades de refinanciamiento. Estos préstamos suelen ser senior en la estructura de capital, están garantizados por garantías y ofrecen cupones con interés variable.
- La deuda mezzanine es una deuda subordinada que se sitúa entre la deuda senior y la renta variable, por lo general con instrumentos de renta variable integrados para crear aumentos en el valor. Implica un riesgo mayor, pero ofrece mayores rentabilidades potenciales.
- La deuda de riesgo son préstamos concedidos a empresas respaldadas por capital de riesgo por un financista especializado para financiar capital circulante o gastos de capital. La deuda de riesgo combina préstamos con certificados de opción (*warrants*) u otros mecanismos para comprar activos de renta variable, para compensar el mayor riesgo de préstamo (Fig. 4: Análisis de riesgo/rentabilidad de crédito privado)
- Las estrategias oportunistas o con problemas de pago invierten en empresas con problemas financieros con descuento, normalmente en el mercado secundario. Implica el mayor riesgo y el mayor potencial de rentabilidad si la reestructuración de la empresa tiene éxito. El financiamiento especializado se centra en estrategias de nicho, dirigidas a sectores que necesitan conocimientos especializados, como regalías musicales, financiamiento de aviación, préstamos morosos, entre otros.

Dentro de estas categorías, las inversiones en crédito privado pueden diferenciarse y especializarse aún más. Por ejemplo, otras inversiones incluyen CLO, CRE, RMBS o ABS de consumo entre muchas otras subcategorías especializadas. Los gestores pueden optar por ser aún más especializados e invertir únicamente en CLO de renta variable o únicamente en CLO de deuda.

El crédito privado ha cobrado importancia en los últimos años. La crisis financiera mundial llevó a nuevas regulaciones bancarias que limitaron los préstamos de los bancos y abrieron espacio para que los prestamistas no bancarios intervinieran. Al mismo tiempo, las tasas de interés cayeron a mínimos históricos y empujaron a los inversionistas a buscar mayores rendimientos en el crédito privado. Como resultado, los activos gestionados en estrategias de deuda privada crecieron rápidamente, especialmente en préstamos directos (Fig. 3). Dado que los préstamos directos constituyen la mayor parte de los activos gestionados, este documento se centrará en esa estrategia de cara al futuro.

**Figura 3: Recaudación de fondos de crédito privado**



Fuente: Preqin, UBS, al 30 de septiembre de 2022

### ¿Por qué invertir en préstamos directos?

Los préstamos directos ofrecen varios beneficios a los inversionistas en comparación con la renta fija tradicional. En primer lugar, los préstamos directos suelen ser de tasa variable y, por lo tanto, pueden resultar más atractivos cuando las tasas de interés están subiendo. En segundo lugar, la naturaleza privada de los préstamos directos y las evaluaciones trimestrales a precios de mercado tienden a reducir la volatilidad de los precios en comparación con los préstamos apalancados negociados o la renta fija tradicional. Para los inversionistas, esto puede ofrecer rentabilidades más sutiles y mejores en un mercado altamente volátil.

### ¿Cómo invertir?

Los inversionistas pueden acceder a estrategias privadas de préstamo directo a través de fondos tradicionales con extracción de capital y fondos de bloqueo o a través de una BDC (ya sea cotizadas en bolsa o privadas). Los inversionistas deben conocer las diferentes estructuras de comisiones y perfiles de liquidez del instrumento que elijan.

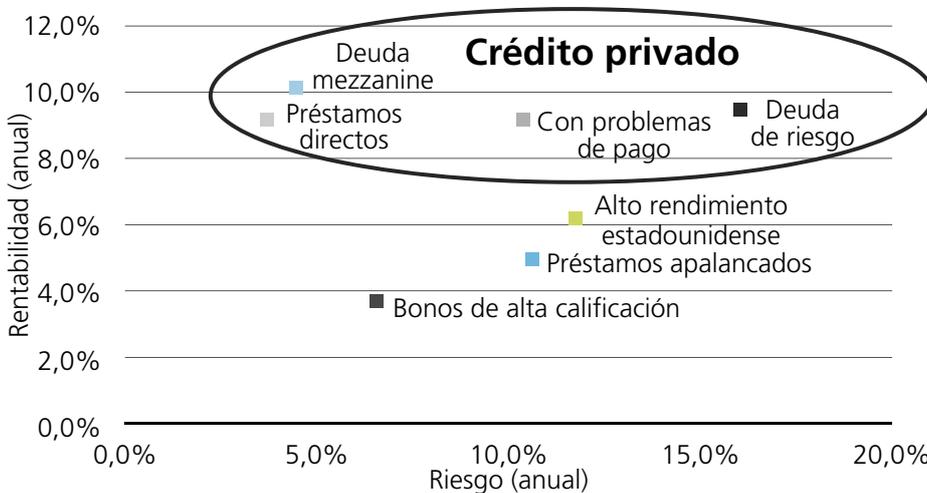
### Comparación entre lo privado y lo público

Los préstamos directos difieren de los préstamos apalancados ampliamente sindicados en varias formas. Los préstamos directos se negocian de forma privada entre un prestatario y un prestamista, lo que proporciona una mayor flexibilidad en términos de estructuración, como las cláusulas (véase la sección "Qué son las cláusulas de la deuda" abajo). Esto le permite al prestamista adaptar el préstamo a las necesidades y riesgos específicos del

prestatario. En cambio, los préstamos apalancados son sindicados por entidades aseguradoras a un amplio grupo de inversionistas institucionales. Las entidades aseguradoras estructuran las condiciones del préstamo. Los préstamos directos privados suelen tener entre uno y seis prestamistas y no conllevan el riesgo de sindicación, o el riesgo de que las entidades aseguradoras no puedan vender con éxito el préstamo a múltiples prestamistas. Un préstamo sindicado puede tener docenas o hasta 200 prestamistas en una sola transacción. Los préstamos directos no suelen necesitar calificaciones crediticias de agencias como Moody's o S&P. En su lugar, el prestamista tendría que llevar a cabo la diligencia debida sobre las finanzas de la empresa. Los préstamos directos suelen tener una relación préstamo-valor más baja, una mayor cobertura del servicio de la deuda y cláusulas más estrictas. Aunque las condiciones podrían variar drásticamente de un préstamo a otro, los inversionistas deberían ser conscientes de esas diferencias.

Debido a la naturaleza privada negociada de los préstamos directos, pueden tener plazos de suscripción y cierre más rápidos en comparación con los préstamos ampliamente sindicados, y la certeza de finalización, a la que en tiempos volátiles los prestatarios prestan mayor atención. Por último, los préstamos directos privados suelen ser instrumentos de tasa variable, lo que los hace menos sensibles a las tasas de interés en comparación con los bonos de tasa fija, que pueden perder valor a medida que suben las tasas de interés.

**Figura 4: Análisis de riesgo/rentabilidad de crédito privado**



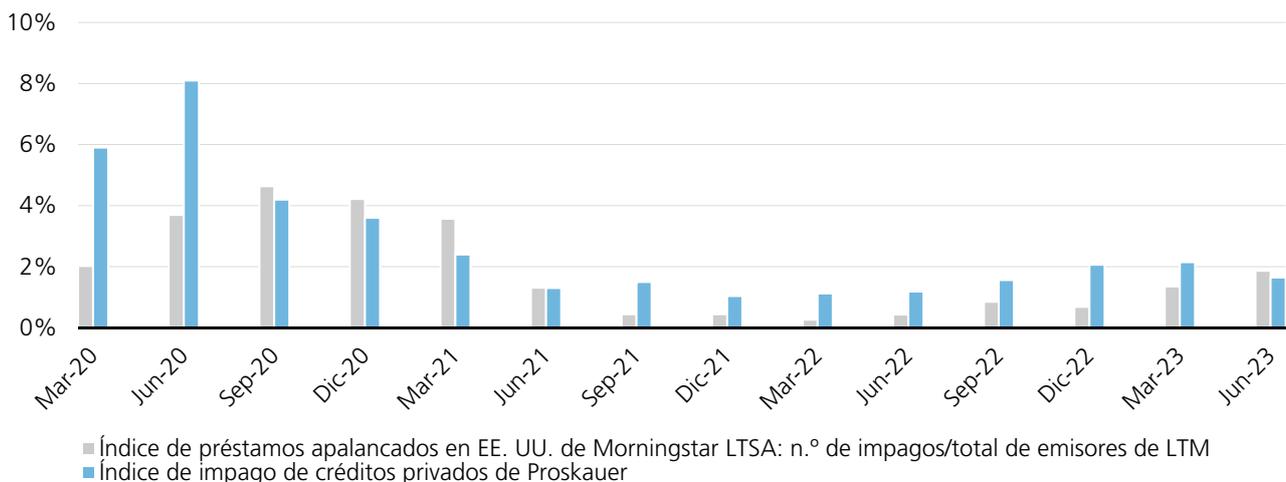
Fuente: Índice de préstamos directos de Cliffwater, Morningstar Direct, Cambridge Associates, análisis de PitchBook desde su creación al 31 de marzo de 2023.

### ¿Qué son las cláusulas de la deuda?

Las cláusulas de la deuda son acuerdos entre el prestamista y el prestatario. Están diseñadas para proteger los intereses del prestamista al garantizar que el prestatario se mantenga lo suficientemente estable financieramente como para pagar la deuda. Las cláusulas de deuda comunes incluyen lo siguiente:

- Mantenimiento de determinadas relaciones financieras: requiere que el prestatario mantenga ciertos parámetros financieros, como la relación de apalancamiento (deuda/EBITDA) o la relación de cobertura de intereses (EBITDA/gasto por intereses) por debajo o por encima de cierto límite.
- Restricciones a la deuda adicional: impide que el prestatario asuma una deuda adicional que dificultaría el reembolso del préstamo existente.
- Reservas de efectivo/colchón de activos: requiere cierta cantidad de efectivo/garantía en mano

**Figura 5: Índice de impago privado frente al público**



Fuente: Pitchbook LSTA, Proskauer, al 30 de junio de 2023.

**Beneficios y riesgos**

Los beneficios de los préstamos directos incluyen la estructura de tasa variable, que ayuda a reducir el riesgo de tasa de interés, ya que el cupón pagado por el prestatario se restablece periódicamente en función del diferencial sobre un índice de referencia variable como tasa de financiamiento garantizada a un día (SOFR). Esto protege a los inversionistas si suben las tasas de interés (Fig. 8). Sin embargo, el aumento de las tasas de interés también ejerce una mayor presión sobre la capacidad de una empresa para devolver el préstamo o refinanciar la deuda.

Los préstamos directos suelen estar garantizados por una garantía que puede proporcionar protección frente a bajas del valor en caso de impago. Estos activos pueden incluir propiedad, equipos y propiedad intelectual. Dado que los préstamos directos se negocian directamente con la empresa, los gestores de la deuda privada disponen de otras herramientas que pueden utilizar para ampliar el plazo de pago, como el pago en especie (PIK), las permutas de deuda por activos de renta variable, la inyección de activos de renta variable de los patrocinadores u otras negociaciones con la empresa para evitar el impago. Además, como estos préstamos directos privados se contratan con menos prestamistas en comparación con los préstamos sindicados, esto puede contribuir a que las liquidaciones sean más rápidas y eficientes, y a que las recuperaciones sean potencialmente mayores.

Históricamente, los préstamos directos tienden a tener mayores impagos que los préstamos de apalancamiento, pero en general siguen siendo inferiores a la deuda subordinada. Durante la COVID-19, los impagos directos de préstamos alcanzaron un máximo del 8%, frente al 10% de los bonos de alto rendimiento estadounidenses. Los inversionistas deben tener en cuenta que las tasas de impago constituyen la mitad de la descripción

del riesgo de crédito, por lo que también conviene examinar las tasas de recuperación. Dado que la mayoría de las operaciones de préstamo directo son deuda senior garantizada de primer grado, podemos examinar los datos públicos históricos para tratar de calibrar las tasas de recuperación (Fig. 6). Históricamente, la tasa media de recuperación de los préstamos de primer grado es de alrededor del 70%, que es donde se concentra la mayor parte de los préstamos directos. Mientras que la tasa media de recuperación de los préstamos garantizados senior fue del 55%. Los datos recientes de BAML muestran que las tasas de recuperación de los préstamos apalancados en lo que va de año hasta mayo de 2023 se han situado entre el 66% y el 70%. Dado que los préstamos directos también pueden estar respaldados por firmas de capital privado, esto puede proporcionar otro nivel de diligencia debida, supervisión de las empresas en cartera e incentivos para evitar el impago.

El mayor reto para invertir en préstamos directos es el riesgo de falta de liquidez. Los préstamos directos suelen estructurarse con plazos de 5 a 7 años, vinculando el capital de un inversionista para ese periodo. Los préstamos directos tampoco son inmunes a las caídas económicas. Si persisten las tasas altas y se produce una recesión prolongada, podrían aumentar los impagos, acumularse pérdidas y los inversionistas podrían enfrentarse a un entorno de salida menos líquido.

Dado que los préstamos directos no cotizan en bolsa, presentan una volatilidad menor que los préstamos más líquidos. Por otro lado, la transparencia de los datos suele ser difícil de conseguir. El valor de mercado de las inversiones viene determinado por las metodologías de evaluación del gestor, similares a las del capital privado. Los gestores suelen recurrir a empresas de evaluación de terceros para llevar a cabo las evaluaciones, lo que puede proporcionar un nivel adicional de confiabilidad.

**Figura 6: Tasas de recuperación por tipo de instrumento (1987-2020)**

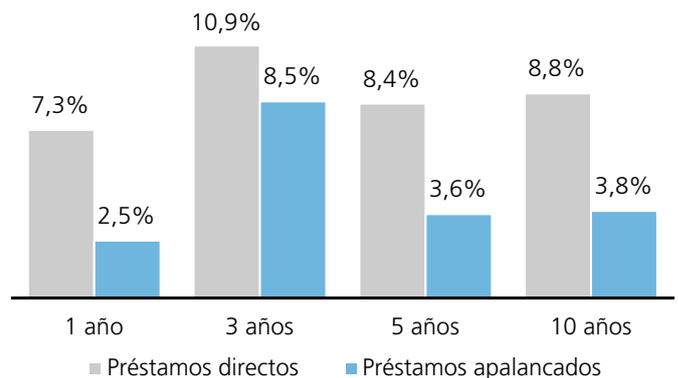
Tipo de instrumento	Tasa de recuperación ponderada en dólares
Préstamos a plazo (de primer grado)	70,7
Préstamos a plazo (de segundo grado y sin garantía)	53,5
Bonos senior garantizados	54,5
Bonos senior no garantizados	42,2

Fuente: S&P, UBS.

**Rendimiento**

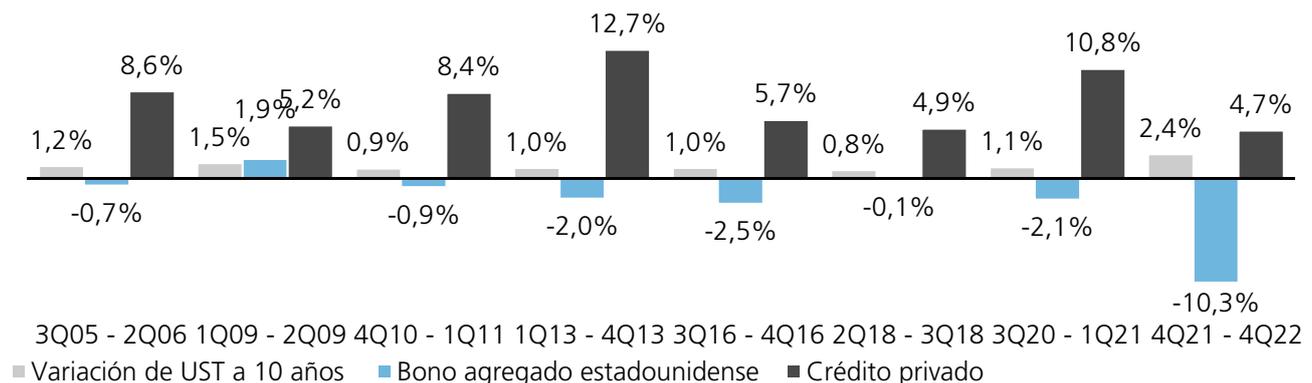
Los préstamos directos, representados por el índice de préstamos directos de Cliffwater, han superado a los préstamos apalancados en los últimos 10 años en un 5% y un 6% (Fig. 7). Sin embargo, los inversionistas deberían tener en cuenta el entorno de tasas de interés bajas durante ese periodo. Como se mencionó anteriormente, los prestatarios están dispuestos a pagar una prima por la certeza de ejecución, personalización y accesibilidad que ofrece el préstamo directo privado. Los rendimientos de los préstamos directos provienen de varios componentes. El principal motor es el diferencial crediticio sobre la tasa de referencia, como la SOFR. Los diferenciales suelen oscilar entre 500 y 600 puntos básicos sobre la SOFR. En comparación, los diferenciales de los préstamos apalancados oscilan entre 400 y 550 puntos básicos en relación con los bonos del Tesoro de EE. UU. a 3 años. Los préstamos directos también suelen tener niveles mínimos de tasas de interés, por lo que incluso si las tasas de referencia reales caen, existe un rendimiento mínimo, lo que proporciona cierta protección de diferenciales en un entorno de tasas a la baja. El objetivo de una tasa interna de retorno (TIR) neta de los préstamos directos suele situarse en el rango del 6% y 10%, aunque en el entorno actual de tasas de interés elevadas, con una SOFR de alrededor del 5%, algunos gestores están suscribiendo un rango del 12% al 15%.

**Figura 7: Rentabilidad total anualizada de préstamos directos frente a préstamos apalancados**



Fuente: Índice de préstamos directos de Cliffwater, Morningstar Direct, UBS. Al 31 de marzo de 2023.

**Figura 8: Rentabilidades del crédito privado en entornos de tasas al alza**



Fuente: Factset, Morningstar Direct, índice de préstamos directos de Cliffwater. Al 31 de marzo de 2023.

**Puntos clave**

Las estrategias de crédito privado, como los préstamos directos, pueden ofrecer una opción atractiva para los inversionistas que busquen generar mayores rendimientos y diversificar su cartera respecto a la renta fija tradicional. Sin embargo, la naturaleza de falta de liquidez introduce riesgos que deben evaluarse y gestionarse adecuadamente para satisfacer las necesidades de flujo de efectivo de una persona. Los préstamos directos tienden a proporcionar perfiles de riesgo-rentabilidad más conservadores que los préstamos apalancados y los bonos de alto rendimiento.

Aunque se producen impagos, la estructura garantizada de los préstamos directos ayuda a proteger el capital. Las estrategias de préstamo directo han aislado a los inversionistas de la subida de tasas debido a su naturaleza de tasa flotante, mientras que los bonos han experimentado descensos similares a los de los activos de renta variable. Para los inversionistas dispuestos a bloquear el capital y comprometerse durante un periodo prolongado, los préstamos directos ofrecen acceso a una clase de activos con rendimientos mejorados y reducción de riesgo de bajas en el valor.

## Glosario de términos

**ABS:** valores respaldados por activos. Los ABS de consumo son préstamos respaldados por intereses pagados con activos financieros personales, como préstamos estudiantiles, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y préstamos para automóviles.

**BDC:** empresa de desarrollo de negocios. Una empresa de inversión de capital fijo que fue creada por el Congreso en 1980 como un vehículo para impulsar capital de crecimiento a pequeñas empresas en EE. UU. Las BDC le agregan capital de inversionistas individuales y le prestan ese capital en gran medida a empresas privadas del mercado medio de EE. UU. para ayudarlas a operar y crecer. La mayoría de las estrategias de las BDC están centradas en el crédito e implican préstamos directos. Su objetivo suele ser generar atractivos ingresos por intereses a partir de los préstamos originados a empresas estadounidenses del mercado medio. Algunas BDC pueden optar por centrar sus inversiones en un sector específico, como tecnología o asistencia sanitaria, mientras que otras deciden diversificar sus posiciones invirtiendo en múltiples sectores del mercado.

Una BDC puede estructurarse de tres maneras diferentes, dependiendo de su estrategia de captación de capital:

- Empresa que cotiza en bolsa
- Empresa que no cotiza en bolsa
- Empresa privada

Las acciones de las BDC que cotizan en bolsa están registradas en la SEC y son el tipo más popular de BDC. Como un tipo de fondo de inversión cerrado, la BDC recauda capital en un periodo discreto de recaudación de fondos y luego procede a la oferta pública de venta (OPV), lo que significa que sus acciones se negociarán públicamente en una bolsa de valores. Cuenta con un código de cotización (ticker) y ofrece negociación intradía y liquidez en la que los inversionistas pueden comprar y vender acciones activamente. Dado que cotizan en una bolsa, estas BDC son más volátiles que las BDC que no cotizan en bolsa y de oferta privada. Además, tiene un ciclo de vida infinito y puede funcionar indefinidamente.

Las BDC que no cotizan en bolsa tienen una estructura mucho menos líquida en comparación con las BDC que cotizan en bolsa. Una BDC que no cotiza en bolsa suele ofrecer un programa de recompra de acciones en el que se puede recomprar periódicamente un número limitado de acciones al valor liquidativo. Las recompras pueden estar sujetas a restricciones significativas.

Las acciones de las BDC privadas no están registradas en la SEC ni sus acciones cotizan en una bolsa de valores. Las acciones de la BDC se venden a través de una inversión privada con una liquidez mínima. Por lo general, tienen un compromiso de capital y una estructura de extracción similares a los fondos de capital privado. En la mayoría de los casos, este tipo de BDC tendrá un evento de liquidez previsto entre 5 y 7 años después del cierre de su fondo, como una OPV o la liquidación de su estructura.

**CLO:** obligación con garantía prendaria. Un tipo de producto de crédito respaldado por un conjunto de préstamos.

**CRE:** bienes raíces comerciales. Los préstamos de bienes raíces comerciales están garantizados por bienes raíces comerciales.

**Fondo con extracción de capital:** un tipo de inversión en la que el capital se va extrayendo o solicitando a los inversionistas a medida que se necesita para realizar inversiones, en lugar de reunir todo el capital por adelantado.

**Falta de liquidez:** término utilizado para describir un activo que no puede venderse rápidamente en el mercado sin incurrir en una pérdida sustancial.

**TIR:** tasa interna de retorno. La TIR es una medida del rendimiento de la inversión privada. Las TIR se determinan por el importe y el momento de las entradas y salidas de efectivo, así como por el valor residual de las inversiones al final del periodo de medición. La TIR es la tasa de descuento que fija el valor actual neto de una serie de flujos de efectivo igual a cero. Una TIR les permite a los inversionistas medir la rentabilidad de una serie de flujos de efectivo periódicos desiguales, positivos y negativos, y es especialmente relevante en el contexto de la inversión en capital privado, ya que el capital se extrae e invierte a lo largo del tiempo.

**Bloqueo:** periodo durante el cual los inversionistas no pueden reembolsar el capital invertido. Por ejemplo, las inversiones con muy baja liquidez, como el capital de riesgo, el capital privado y los fondos de bienes raíces suelen tener periodos de bloqueo antes de la plena devolución del capital y los beneficios a los inversionistas.

**RMBS:** valores respaldados por hipotecas residenciales. Los RMBS son préstamos respaldados por los intereses pagados en préstamos residenciales.

**Mercado secundario:** un mercado para la venta de inversiones privadas existentes antes de su vencimiento declarado. Tradicionalmente, el mercado secundario se ha centrado en intereses en una sociedad en fondos de capital privado. Algunos fondos secundarios se centran exclusivamente en la compra de activos secundarios, a menudo con descuentos respecto al último valor liquidativo declarado.

## Activos no tradicionales

Las clases de activos no tradicionales son inversiones alternativas que incluyen fondos de inversión libre, capital privado, bienes raíces y contratos administrados (colectivamente, inversiones alternativas). Los intereses de los fondos de inversión alternativos se venden únicamente a inversionistas calificados y únicamente mediante la oferta de documentos que incluyen información sobre los riesgos, el rendimiento y los gastos de los fondos de inversión alternativos, y que los clientes deben leer detenidamente antes de suscribirse y conservar. La inversión en un fondo de inversión alternativo es especulativa e implica riesgos significativos. En concreto, estas inversiones (1) no constituyen fondos de inversión y no están sujetas a los mismos requisitos reglamentarios que los fondos de inversión; (2) pueden tener un desempeño volátil y los inversionistas pueden perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión; (3) pueden recurrir al apalancamiento y a otras prácticas de inversión especulativas que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión; (4) son inversiones con falta de liquidez 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 inversión alternativos no suelen tener liquidez y suelen estar sujetos a restricciones de transferencia; (6) pueden no estar obligados a proporcionar información periódica sobre precios o evaluaciones a los inversionistas; (7) generalmente implican estrategias fiscales complejas y puede haber retrasos en la distribución de información fiscal a los inversionistas, y (8) están sujetos a comisiones elevadas, incluidas las comisiones de gestión y otras comisiones y gastos, lo que reducirá los beneficios.

Los intereses en fondos de inversión alternativos no son depósitos u obligaciones de ningún banco u otra institución depositaria asegurada ni están garantizados o avalados por estos, y tampoco están asegurados federalmente por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, la Junta de la Reserva Federal o cualquier otro organismo gubernamental. Los inversionistas potenciales deben entender estos riesgos y tener la capacidad financiera y la voluntad de aceptarlos durante un periodo prolongado antes de realizar una inversión en un fondo de inversión alternativo, y deben considerar un fondo de inversión alternativo como complemento de un programa de inversión global.

Además de los riesgos que se aplican a las inversiones alternativas en general, los siguientes son riesgos adicionales relacionados con una inversión en estas estrategias:

- Riesgo de los fondos de inversión libre: existen riesgos específicamente asociados a la inversión en fondos de inversión libre, que pueden incluir riesgos asociados a la inversión en ventas cortas, opciones, acciones de pequeña capitalización, "bonos basura", derivados, valores con problemas de pago, valores no estadounidenses e inversiones con falta de liquidez.
- Contratos gestionados: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en programas de contratos gestionados. Por ejemplo, no todos los gestores se centran en todas las estrategias en todo momento, y las estrategias de contratos gestionados pueden tener elementos direccionales importantes.
- Bienes raíces: existen riesgos específicamente asociados con la inversión en productos de bienes raíces y grupos de inversión en bienes raíces. Implican riesgos asociados con 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 con requerimientos de capital y, para algunos productos de bienes raíces, los riesgos asociados con la capacidad de calificar para un tratamiento favorable en virtud de las leyes fiscales federales.
- Capital privado: existen riesgos específicamente asociados a la inversión en capital privado. Los requerimientos de capital pueden realizarse con poca antelación, y el incumplimiento de los requerimientos de capital puede tener consecuencias adversas significativas, incluyendo, entre otras, una pérdida total de la inversión.
- Riesgo cambiario/de divisas: los inversionistas en valores de emisores situados fuera de Estados Unidos deben ser conscientes de que, incluso en el caso de los valores denominados en dólares estadounidenses, las variaciones en la tasa de cambio entre el dólar estadounidense y la moneda de origen del emisor pueden tener efectos inesperados en el valor de mercado y la liquidez de dichos valores. Estos valores también pueden verse afectados por otros riesgos (como cambios políticos, económicos o normativos) que un inversionista estadounidense podría no conocer fácilmente.

## Apéndice

Las opiniones de inversión de la Oficina Principal de Inversiones de UBS ("CIO") las elabora y publica Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulado por la FINMA en Suiza) o sus filiales ("UBS"), parte de UBS Group AG ("UBS Group"). El Grupo UBS incluye a Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y empresas asociadas.

Las perspectivas de inversión se han elaborado de conformidad con los requisitos legales diseñados para promover la **independencia del análisis de inversión**.

### **Análisis genérico de inversión, información sobre riesgos:**

Esta publicación es únicamente **para fines informativos** y no pretende ser una oferta, ni una solicitud de oferta, para comprar o vender ninguna inversión u otro producto específico. El análisis que aquí se incluye no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos particulares de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera y las necesidades de ningún destinatario específico. Se basa en numerosos supuestos. Las distintas hipótesis podrían dar lugar a resultados sustancialmente diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo sin restricciones o pueden no ser aptos para su venta a todos los inversionistas. La información y las opiniones expresadas en este documento se han obtenido de fuentes que se consideran confiables y de buena fe, pero no se ofrece ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, respecto a su exactitud o integridad (aparte de las divulgaciones relativas a UBS). La información y las opiniones, así como las previsiones, las estimaciones y los precios de mercado indicados, se encuentran vigentes a la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones expresadas en este documento pueden diferir o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS como resultado del uso de supuestos o criterios diferentes.

En ningún caso se podrá utilizar este documento o cualquier información (incluida cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado ["Valores"]) para ninguno de los siguientes fines: (i) de evaluación o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o a pagar, el precio o el valor de cualquier instrumento financiero o contrato financiero, o (iii) para medir el rendimiento de cualquier instrumento financiero, incluyendo, entre otras posibles acciones, hacer un seguimiento de la rentabilidad o el rendimiento de cualquier valor o de definir la asignación de activos de la cartera o de calcular las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información, se considerará que usted declara y le garantiza a UBS que no utilizará este documento ni se basará en la información para ninguno de los fines mencionados. UBS y cualquiera de sus directivos o empleados pueden tener derecho en cualquier momento a mantener tanto posiciones largas como cortas en los instrumentos de inversión a los que se hace referencia en el presente documento, realizar operaciones con los instrumentos de inversión pertinentes en calidad de principal o agente, o prestar cualquier otro servicio o tener directivos, que actúen como directores, ya sea en favor de o para el emisor, el propio instrumento de inversión o en favor de o para cualquier empresa afiliada comercial o financieramente a dichos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluida la compra, venta o tenencia de valores) adoptadas por UBS y sus empleados pueden diferir o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de investigación de UBS. Algunas inversiones pueden no ser fácilmente realizables, ya que el mercado de los valores no tiene liquidez y, por tanto, valorar la inversión e identificar el riesgo al que está expuesto puede ser difícil de cuantificar. UBS se basa en barreras de información para controlar el flujo de información contenida en una o más áreas dentro de UBS, hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación de contratos y opciones no es adecuada para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo sustancial de pérdida y pueden producirse pérdidas superiores a una inversión inicial. La rentabilidad pasada de una inversión no es garantía de su rentabilidad futura. Se facilitará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas repentinas y grandes de valor y, en el momento de la realización, es posible que reciba menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Las variaciones en las tasas de cambio pueden tener un efecto adverso sobre el precio, el valor o los ingresos de una inversión. El analista o analistas responsables de la elaboración de este informe pueden interactuar con el personal de la mesa de negociación, el personal de ventas y otras partes interesadas con el fin de recopilar, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Diferentes áreas, grupos y personal del Grupo UBS pueden producir y distribuir productos de investigación **independientes entre sí**. Por ejemplo, las publicaciones de investigación de CIO son elaboradas por UBS Global Wealth Management. **UBS Global Research** es elaborado por UBS Investment Bank. **Credit Suisse Global CIO Office Research** es elaborado por Credit Suisse Wealth Management. **Credit Suisse Securities Research** es elaborado por Credit Suisse, que opera bajo su función de Análisis de Valores dentro de la División de Banca de Inversión. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación pueden diferir**, por ejemplo, en cuanto a las recomendaciones de inversión, el horizonte de inversión, los supuestos del modelo y los métodos de evaluación. En consecuencia, salvo determinadas previsiones económicas (en las que pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las evaluaciones proporcionadas por cada una de las organizaciones de investigación independientes pueden ser diferentes o incoherentes. Consulte cada producto de investigación relevante para obtener más detalles sobre sus metodologías y sistema de calificación. Puede que no todos los clientes tengan acceso a todos los productos de todas las organizaciones. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y procedimientos de la organización que lo produce. La remuneración de los analistas que han elaborado este informe la determinan exclusivamente la dirección de investigación y la alta dirección (sin incluir la banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en los ingresos de banca de inversión, ventas y negociación o negociación principal; sin embargo, la remuneración puede estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en su conjunto, del que forman parte banca de inversión, ventas y negociación y negociación principal.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no hace declaraciones sobre el tratamiento fiscal de los activos ni sobre los rendimientos de inversión de los mismos, tanto en general como en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. No podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que solicite asesoramiento financiero o fiscal sobre las implicaciones (incluidas las fiscales) de invertir en cualquiera de los productos aquí mencionados.

Queda prohibida la reproducción o distribución de este material sin la autorización previa de UBS. A menos que se acuerde lo contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y la transferencia de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros derivadas del uso o distribución de este material. Este informe se distribuye únicamente en las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Para obtener información sobre la forma en que la CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y su oferta de publicaciones, así como sus metodologías de investigación y calificación, visite [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Puede solicitarle a su asesor de clientes información adicional sobre los autores de esta publicación y otras publicaciones de la CIO a las que se hace referencia en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema.

Las opciones y los contratos a futuro no son adecuados para todos los inversionistas, y la negociación con estos instrumentos se considera arriesgada y puede resultar apropiada únicamente para inversionistas experimentados. Antes de comprar o vender una opción, y para conocer todos los riesgos relacionados con las opciones, debe recibir un ejemplar de "Características y riesgos de las opciones estandarizadas". Puede leer el documento en <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> o solicitarle una copia a su asesor financiero.

Invertir en inversiones estructuradas conlleva riesgos significativos. Para obtener un análisis detallado de los riesgos que implica invertir en una inversión estructurada en particular, debe leer los materiales de oferta pertinentes para esa inversión. Las inversiones estructuradas son obligaciones no garantizadas de un emisor concreto con rendimientos vinculados a la rentabilidad de un activo subyacente. Dependiendo de las condiciones de la inversión, los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión en función de la rentabilidad del activo subyacente. Los inversionistas 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 exactitud de la información financiera facilitada por ningún emisor. Las inversiones estructuradas no son inversiones tradicionales e invertir en una inversión estructurada no equivale a invertir directamente en el activo subyacente. Las inversiones estructuradas pueden tener liquidez limitada o nula, y los inversionistas deben estar preparados para mantener su inversión hasta el vencimiento. El rendimiento de las inversiones estructuradas puede verse limitado por una ganancia máxima, una tasa de participación u otra característica. Las inversiones estructuradas pueden incluir características de amortización anticipada y, si una inversión estructurada se amortiza anticipadamente, los inversionistas no obtendrían más rentabilidad y podrían no ser capaces de reinvertir en inversiones similares en condiciones similares. Las inversiones estructuradas incluyen costos y comisiones que generalmente están integrados en el precio de la inversión. El tratamiento fiscal de una inversión estructurada puede ser complejo y diferir de una inversión directa en el activo subyacente. UBS y sus empleados no ofrecen asesoramiento fiscal. Los inversionistas deben consultarle a su propio asesor fiscal sobre su propia situación fiscal antes de invertir en cualquier título.

**Información importante sobre las estrategias de inversión sustentable:** Las estrategias de inversión sustentable tienen por objeto considerar e incorporar factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión y la construcción de carteras. Las estrategias en todas las zonas geográficas y estilos se centran en el análisis ESG e incorporan las conclusiones de diversas maneras. La incorporación de factores ESG o consideraciones de inversión sustentable puede inhibir la capacidad del administrador de carteras para participar en determinadas oportunidades de inversión que, de otro modo, serían coherentes con su objetivo de inversión y otras estrategias de inversión principales. Los rendimientos de una cartera compuesta principalmente por inversiones sustentables pueden ser inferiores o superiores a los de las carteras en las que el administrador de carteras no tiene en cuenta los factores ESG, las exclusiones u otros problemas de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para dichas carteras pueden diferir. Es posible que las empresas no cumplan necesariamente altos estándares de rendimiento en todos los aspectos de cuestiones ESG o de inversión sustentable; tampoco existe garantía de que ninguna empresa cumpla las expectativas en relación con la responsabilidad corporativa, la sostenibilidad o el desempeño en materia de impacto.

**Gestores de activos externos/consultores financieros externos:** En caso de que esta investigación o publicación se proporcione a un gestor de activos externo o a un consultor financiero externo, UBS prohíbe expresamente que sea redistribuida por el gestor de activos externo o el consultor financiero externo y que se ponga a disposición de sus clientes o de terceros.

**EE. UU.:** Distribuido a personas de EE. UU. 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 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. acepta la responsabilidad por el contenido de un informe elaborado por una filial no estadounidense cuando le distribuye informes a personas estadounidenses. Todas las transacciones realizadas por una persona estadounidense con los valores mencionados en este informe deben efectuarse a través de un agente de bolsa registrado en EE. UU. afiliado a UBS, no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad en materia de valores o inversiones de Estados Unidos ni de ningún otro país. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal o persona sujeta a obligación conforme a lo dispuesto en la Sección 15B de la Ley del Mercado de Valores (la "Norma del Asesor Municipal") y las opiniones o puntos de vista que aquí se incluyen no pretenden ser, ni constituyen, asesoramiento conforme a lo dispuesto en la Norma del Asesor Municipal.**

Para obtener información sobre los países, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o solicítele el descargo de responsabilidad completo a su asesor de clientes.

Versión B/2023. CIO82652744

© UBS 2023. El símbolo de las llaves y UBS se encuentran entre las marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.