

Oportunidades en el crecimiento mundial

Autores



Laura Granger, CFA
Gestora de carteras institucionales



George Fontaine, CFA
Asociado de análisis IPM sénior

En resumen

Los inversores en el segmento de crecimiento mundial han cosechado una rentabilidad anualizada del 9,4% en los valores de renta variable de gran capitalización en los últimos 20 años, lo que indica que el crecimiento es un estilo de inversión provechoso.¹ Este éxito ha tenido diferentes catalizadores a lo largo de los años, aunque el denominador común es que los beneficios (no la expansión de los múltiplos ni los dividendos) impulsan la mayoría de las cotizaciones de los valores a largo plazo. A pesar de los numerosos periodos de volatilidad transitorios en los que los factores macroeconómicos y de otra índole se han impuesto, al descomponer los resultados vemos que los beneficios explican la mayor parte de la rentabilidad a largo plazo de la renta variable. Pensemos que los fundamentales estimulan los beneficios y el flujo de caja, lo que a su vez impulsa la trayectoria a largo plazo de las cotizaciones. Ponemos el foco en identificar empresas que, a nuestro parecer, son capaces de generar una tasa y una duración de crecimiento de los beneficios superiores a la media en un ciclo completo de mercado. Nuestro análisis fundamental ascendente (bottom up) nos ha permitido identificar varios temas de alto nivel que se han desarrollado durante los cinco últimos años. Creemos que nos hallamos en las fases iniciales de cambios importantes en el mercado que tendrán implicaciones de calado en varios sectores de nuestro universo de inversión de renta variable.

En este artículo, hablaremos sobre lo siguiente:

- El enfoque que aplicamos a la selección de valores dentro de una estructura de renta variable de crecimiento
- Nuevas oportunidades y tendencias en el panorama de inversión
- Por qué consideramos que reviste importancia invertir a lo largo del ciclo en empresas con beneficios duraderos

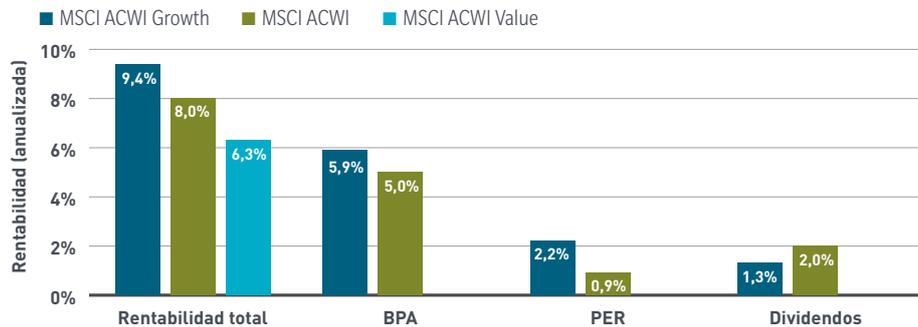
Nuestro enfoque con respecto al crecimiento

Somos inversores fundamentales ascendentes a largo plazo. Pensemos que los fundamentales estimulan los beneficios y el flujo de caja, lo que a su vez impulsa las cotizaciones de las acciones al alza.

En el gráfico 1 se muestra una descomposición de los índices MSCI ACWI Growth y MSCI ACWI. La rentabilidad total del índice MSCI ACWI Value se incluye también a efectos de comparación de la rentabilidad. Al desgranar la rentabilidad a largo plazo de la renta variable mundial desde 2004, los datos ponen de manifiesto que los beneficios explican la mayor parte de la revalorización del mercado bursátil en general, pese a varios periodos breves transitorios en los que parecen haberse impuesto factores macroeconómicos y de otra índole. Los múltiplos precio/beneficios (PER) se expanden y se contraen con el paso del tiempo y no justifican tanto la rentabilidad global, mientras que los dividendos representan una parte ligeramente mayor de ese resultado en conjunto.



Gráfico 1: Descomposición de la rentabilidad de la renta variable mundial (2004–2024)



Fuente: FactSet Market Aggregates. Datos del 30 de junio de 2004 al 28 de junio de 2024. Las rentabilidades totales (brutas) se expresan netas de impuestos de retención en el extranjero y en USD, además de estar anualizadas para el periodo cubierto. Los beneficios por acción («BPA») utilizan estimaciones medias del intermediario bursátil correspondientes a los próximos 12 meses. Los impactos de los ratios de precio/beneficio (PER) y los BPA futuros se han calculado como el logaritmo natural del cociente entre el valor inicial y el valor final del periodo medido. El impacto del dividendo se ha calculado como la diferencia entre el impacto sobre la rentabilidad total y el impacto sobre la revalorización del precio. Un porcentaje de la rentabilidad global acumulada se atribuye a cada componente para determinar su contribución anualizada. Las rentabilidades del MSCI ACWI Value se incluyen con fines comparativos; los datos relativos a los beneficios y al ratio precio-beneficios no están disponibles debido al requisito de licencia.

Somos inversores a largo plazo con el objetivo de generar rentabilidades ajustadas al riesgo constantes para nuestros clientes. Tratamos de identificar empresas de alta calidad que, a nuestro parecer, son capaces de generar una tasa y una duración de crecimiento superiores a la media, con énfasis en la constancia del crecimiento. Hemos llegado a la conclusión de que las compañías que pueden generar un crecimiento constante superior a la media suelen compartir ciertas características que tratamos de detectar mediante un sólido análisis. Algunas de esas características son las siguientes:

- 1) Fuerte ventaja competitiva en un mercado en crecimiento
- 2) Producto o servicio exclusivos
- 3) Elevadas barreras de entrada
- 4) Poder de fijación de precios
- 5) Capacidad para expandir los márgenes
- 6) Apoyo de un robusto tema secular

El apoyo de un robusto tema secular puede revelarse un catalizador importante del crecimiento a largo plazo de los ingresos y los beneficios, y a veces puede contrarrestar los obstáculos macroeconómicos cuando estos surgen. Nuestro énfasis en los catalizadores a largo plazo de los beneficios corporativos y la duración nos aporta una oportunidad de identificar cambios sustanciales en las tendencias del mercado. Esto puede ayudarnos a generar valor para los inversores al adelantarnos a importantes cambios seculares en la demanda que podría beneficiar a dichas empresas. En la actualidad, creemos que nos hallamos en las fases iniciales de algunos temas de crecimiento secular muy fuertes que alterarán el panorama de inversión en varios sectores y crearán nuevas oportunidades de negocio. Estos temas deberían favorecer a un conjunto de compañías, desde los creadores de productos muy solicitados hasta las responsables de las infraestructuras y los materiales que permitirán utilizarlos, así como las empresas que utilicen esos dispositivos para obtener mejoras internas mediante avances operativos. A continuación resumimos dónde encontramos algunas de estas atractivas oportunidades de inversión.



¿Dónde hallamos las oportunidades atractivas en la renta variable de crecimiento?

En nuestra opinión, existen factores favorables, tanto estructurales como cíclicos, que pueden alentar los beneficios en un amplio abanico de sectores durante el próximo ciclo. Observamos que varios mercados se están expandiendo y que aparecen nuevas oportunidades a un ritmo que no se parece a nada de lo que hemos observado en la última década.

- **Inteligencia artificial:** la IA evoluciona con rapidez y está incitando la inversión en varios mercados finales. Estamos en los primeros compases de la construcción de la infraestructura que facilita la IA, y creemos que es demasiado pronto para identificar los nuevos líderes potenciales en el desarrollo de software y aplicaciones. Por el momento, parece que una empresa tiene el monopolio de las unidades de procesamiento de gráficos (GPU, por sus siglas en inglés) que facilitan la IA y los grandes modelos lingüísticos de aprendizaje. La demanda de esos chips no procede solo de los principales hiperescaladores y ha penetrado en otros mercados finales a medida que las empresas invierten más para determinar cómo incidirá la IA en todas las partes de su negocio. A medida que la IA avanza a sectores más tangenciales, se crean oportunidades para otros proveedores. Aunque somos conscientes de que la demanda de semiconductores es cíclica por naturaleza, la ampliación de los mercados y los usos finales favorece un crecimiento de mayor duración. El gasto de capital relacionado con el crecimiento de la IA está expandiéndose con rapidez en múltiples segmentos, como los proveedores de centros de datos, de memoria, de bienes de equipo de semiconductores y de energía.
- **Centros de datos:** algunas de las mayores empresas tecnológicas del mundo están acometiendo grandes gastos de capital relacionados con la inteligencia artificial, que precisa de una cantidad ingente de espacio de almacenamiento de datos y potencia de procesamiento. Se prevé que los hiperescaladores estadounidenses aumentarán de forma considerable el gasto de capital, según han dejado entrever las empresas, para respaldar la demanda relacionada con la IA. El uso de datos en todo el mundo crece a un ritmo cada vez más rápido. La gran cantidad de datos y procesamiento que se necesita para la IA está acelerando el cambio de los flujos de trabajo a la nube. La inversión en IA está aumentando la demanda de memoria y almacenamiento de datos, e impulsa a las empresas que fabrican los componentes. La mayor demanda de nueva capacidad de centros de datos preparados para la IA también incide directamente en numerosas empresas del sector industrial.
- **Semiconductores y equipos para semiconductores:** la mayor complejidad y omnipresencia de los semiconductores ha beneficiado a este sector durante muchos años. Ahora, la IA añade otro factor que favorece la robustez de la demanda. Muchas de las acciones siguen presentando valoraciones razonables y deberían seguir experimentando un crecimiento desmesurado en los próximos años a medida que aumenta la necesidad de contenido de semiconductores para contribuir a la expansión de la infraestructura de la IA. Poseer empresas que fabrican los chips puede ser una magnífica forma de obtener exposición, al reducir el riesgo de un producto específico, lo que se está convirtiendo en un problema cada vez mayor, puesto que determinados países están tratando de proteger la propiedad intelectual y los chips que se consideran cruciales para la seguridad nacional.



- **Electrificación y fuentes de energía:** la demanda de energía se ha mantenido prácticamente átona durante muchos años. Creemos que está entrando en una era de crecimiento secular. La demanda de electricidad está acelerándose a causa de numerosos factores, como el crecimiento de los centros de datos, la demanda adicional de IA, la relocalización, la actividad de producción, la transición al vehículo eléctrico y la transición a nuevas fuentes de combustibles. Anticipamos que la demanda energética aumentará cerca de un 3% en los próximos cinco años.² Se prevé que los centros de datos por sí solos representarán hasta un 9% de la demanda de energía en EE. UU. en 2030, frente al 4% actual.³ Debido a este crecimiento, la demanda está empezando a rebasar la oferta. La eficiencia energética, la gestión de la energía y la capacidad de los servicios públicos para entregar la energía serán cruciales. Esto está alentando la inversión tanto en la generación como en la transmisión de energía, lo que favorece a muchas empresas de componentes y sistemas industriales. Es necesario actualizar la red eléctrica. A medida que aumenta la demanda mundial, a las grandes firmas de IA les resulta más complicado construir nuevos centros de datos por la energía que requieren. Muchas regiones del país carecen de excedente energético. Dados los prolongados plazos, la energía y la transmisión suponen grandes limitaciones. Han vuelto a ponerse en funcionamiento algunas centrales nucleares que se habían cerrado. Las fuentes de energía alternativas deberían registrar cierto aumento de la demanda, aunque la fiabilidad constituye un problema. Los productores de energía independientes se revelan interesantes por su capacidad para obtener electricidad de fuentes alternativas y fijar su precio. Algunas regiones están volviendo a recurrir a la energía nuclear, y las empresas de gas natural también podrían verse beneficiadas dadas las abultadas existencias en Estados Unidos.
- **Gestión térmica/refrigeración:** a medida que aumenta la demanda de centros de datos, también lo hace la necesidad de una mayor capacidad de refrigeración por líquido y aire en esos lugares, que emplean una tremenda cantidad de energía y generan muchísimo calor. La aceleración de la construcción de centros de datos, la mayor densidad energética de los servidores y los aspectos relacionados con la sostenibilidad están impulsando un cambio hacia soluciones de refrigeración por líquido. Las empresas de climatización también deberían experimentar un crecimiento superior a la tendencia gracias a estas demandas de energía.
- **Relocalización y localización:** empresas de todo el mundo planean acercar la capacidad de producción a sus sedes y reducir el riesgo de las cadenas de suministro. Los presupuestos para gasto de capital vuelven a destinarse a activos físicos después de una década de inversión insuficiente. Las tendencias de reindustrialización, relocalización, electrificación y digitalización son poderosos catalizadores de demanda. Numerosas empresas de los sectores de industria y materiales están beneficiándose de esto, y muchas también lo están haciendo de los temas comentados anteriormente.
- **Sector aeroespacial:** la insuficiente inversión de capital se ha traducido en una flota anticuada, y esto no puede seguir así. Además, las compañías aéreas deben ser más eficientes desde el punto de vista energético y alcanzar la neutralidad de carbono. Esta situación está generando una demanda renovada de piezas de repuesto y aeronaves nuevas. La oferta se mantiene limitada a causa de problemas de producción en varias fases de la cadena de suministro, lo que añade presión alcista a la curva de oferta y demanda.
- **Infraestructuras:** tras décadas de inversión insuficiente, ha reaparecido el interés en el deterioro de autovías, puentes e infraestructuras en general en Estados Unidos. El presupuesto federal, así como los estatales y los locales se han incrementado con creces, lo que ha vuelto a espolear la demanda para las empresas de los sectores de materiales e industria.



- **Gestores de activos alternativos:** la gestión de activos alternativos es uno de los pocos segmentos de crecimiento diferenciado en el sector de los servicios financieros. El sector está dominado por un puñado de firmas y existen elevadas barreras de entrada derivadas de la estructura de las operaciones. Las compañías lanzan nuevas estrategias que fomentan la captación de fondos y aceleran el crecimiento de las comisiones. Las oportunidades de mercado están llegando a nuevas regiones y al canal minorista y de gestión patrimonial.
- **Herramientas de ciencias de la vida:** creemos que están disipándose los obstáculos cíclicos a los que se han enfrentado muchas de estas empresas a causa de la pandemia y de la perturbación en la financiación de la biotecnología. La demanda ha tocado fondo y creemos que puede producirse una expansión de los márgenes a medida que se aceleran los ingresos. Preferimos invertir en facilitadores de investigación y desarrollo, que son empresas de alta calidad capaces de incrementar sus ingresos a largo plazo con una menor perturbación del ciclo de los productos.

Conclusión

Creemos que nos hallamos en los primeros compases de un amplio ciclo de inversión de capital que es el más dinámico que hemos visto en décadas. Estos cambios prometen tener implicaciones generalizadas en numerosos sectores y, a nuestro parecer, están creando interesantes oportunidades de inversión. Este nivel de gasto probablemente alentará el crecimiento de los beneficios en los diversos temas que hemos identificado en este artículo, lo que favorecerá en gran medida a varias empresas de diferentes sectores. Hay varios mercados en expansión y otros están entrando en ella, y nuestro equipo de inversión trata de identificar las empresas que, en su opinión, pueden tener éxito en estos mercados en evolución.

Si bien creemos que la renta variable de crecimiento puede seguir arrojando buenos resultados para los inversores, debemos advertir que no todas las empresas de crecimiento se han creado del mismo modo y que un enfoque activo puede ayudar a los inversores a largo plazo. Los inversores deben mantener la disciplina, y centrarse en los factores subyacentes que impulsan los ingresos y los beneficios de las empresas. A lo largo de la historia, los beneficios han catalizado las cotizaciones de los valores a largo plazo, y creemos que esto sigue siendo así. Creemos que las tendencias del mercado se están normalizando y que los valores están reaccionando a los BPA al mismo tiempo que las correlaciones se reducen. Las diferencias en los fundamentales están provocando divergencias en la rentabilidad de las cotizaciones. La gestión activa alrededor de las grandes ponderaciones del índice de referencia puede agregar valor dada la continua dispersión de los resultados. Las previsiones de beneficios futuros están empezando a ampliarse. A medida que los precios de la renta variable empiezan a ajustarse en consecuencia, creemos que la selección de valores puede incidir en la rentabilidad a largo plazo. ▲

Notas

¹ Fuente: FactSet. Datos mensuales del 30 de junio de 2004 al 28 de junio de 2024. Las rentabilidades totales se expresan netas de impuestos de retención en el extranjero y en USD en relación con el índice MSCI All-Country World Growth.

² IEA (2024), «Electricity 2024», IEA, París, <https://www.iea.org/reports/electricity-2024>, Licencia: CC BY 4.0.

³ EPRI. «Powering Intelligence: Analyzing Artificial Intelligence and Data Center Energy Consumption». Electric Power Research Institute, Inc., <https://www.epri.com/research/products/000000003002028905>. Publicado el 28 de mayo de 2024.



«Standard & Poor's®» y S&P «S&P®» son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC («S&P») y Dow Jones es una marca registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC («Dow Jones»); S&P Dow Jones Indices LLC cuenta con la debida licencia para la utilización de estas marcas registradas, y MFS dispone de la adecuada sublicencia para determinados fines. El índice S&P 500® es un producto de S&P Dow Jones Indices LLC, y MFS cuenta con la debida licencia para su utilización. Ni S&P Dow Jones Indices LLC, ni Dow Jones, ni S&P ni sus respectivas entidades afiliadas patrocinan, avalan, venden o promocionan los productos de MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P y sus respectivas entidades afiliadas tampoco ofrecen garantía alguna respecto de la conveniencia de invertir en tales productos.

Frank Russell Company («Russell») es la fuente y propietaria de los datos de los índices Russell contenidos o reflejados en este material, así como de las marcas registradas, las marcas de servicio y los derechos de autor relacionados con los índices Russell. Russell® es una marca registrada de Frank Russell Company. Ni Russell ni sus licenciantes aceptan responsabilidad alguna por errores u omisiones en los índices Russell y/o las calificaciones o los datos subyacentes de Russell, y nadie puede basarse ni en los índices Russell ni en las calificaciones y/o los datos subyacentes de Russell que se recogen en esta comunicación. No se permite ninguna otra distribución de datos de Russell sin el consentimiento expreso por escrito de Russell. Russell no promueve, patrocina o avala el contenido de esta comunicación.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **Baréin** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información. **Kuwait** – El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentivación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** – Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión. **Sudáfrica** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Consejo de Servicios Financieros, y ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** – El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** – El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** – El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.

EXCLUSIVAMENTE PARA USO DE INVERSORES INSTITUCIONALES Y PROFESIONALES.