

Autore

David Peterson
Lead Research Analyst
Investment Solutions Group

In breve

- I tassi più alti più a lungo continuano ad essere un tema centrale per i mercati globali, ma a nostro avviso i timori per il loro impatto negativo sull'high yield (HY) come asset class sono eccessivi.
- La capacità di tenuta dell'high yield traspare da diversi fattori, come il muro delle scadenze favorevole, la bassa percentuale di titoli distressed nei prossimi anni, i fattori tecnici positivi del mercato e la gestione prudente dei bilanci da parte degli emittenti.
- Nel complesso, l'high yield continua ad essere sostenuto da fondamentali e fattori tecnici solidi. Anche se il quadro valutativo è diventato più ostico, vi sono ancora molte opportunità interessanti che possono essere individuate attraverso un accurato processo di selezione dei titoli. Riteniamo che per gli investitori sia ancora opportuno considerare un'esposizione all'high yield statunitense all'interno della loro asset allocation obbligazionaria.

La storia si ripeterà per l'high yield? Storicamente, i contesti di netto inasprimento delle condizioni finanziarie sono stati percepiti come difficili, se non addirittura insidiosi, per gli emittenti high yield. In effetti, in molti casi in passato i rialzi dei tassi hanno causato instabilità economica o finanziaria. A sua volta, ciò ha aumentato la volatilità dell'asset class, facendo al contempo impennare le insolvenze societarie.

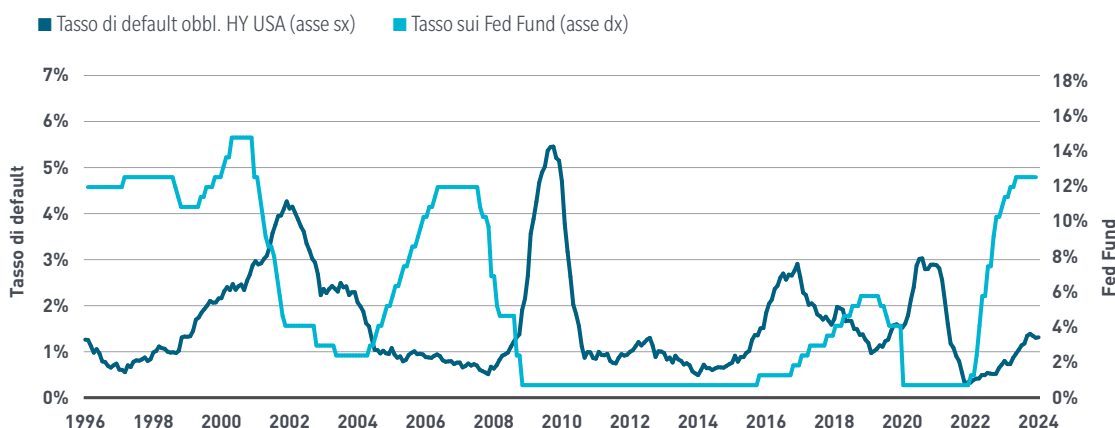
Tuttavia, l'esperienza recente si è rivelata diversa. Nel contesto di un ciclo d'inasprimento aggressivo da parte della Federal Reserve, l'asset class è riuscita a resistere allo shock dei tassi soprattutto grazie a una combinazione di fondamentali più solidi dopo la pandemia e fattori tecnici positivi del mercato.

I timori per gli effetti dei tassi più alti più a lungo sono eccessivi. Al momento i tassi di riferimento sembrano sul punto di scendere, ma non dovrebbero raggiungere i livelli osservati durante o persino prima della pandemia e sembrano destinati a rimanere elevati rispetto a quanto registrato durante il ciclo economico precedente. Da qui il tema dei "tassi più alti più a lungo", che ha monopolizzato il mercato negli ultimi mesi. In linea con le esperienze passate, il contesto di tassi più alti ha suscitato timori per l'high yield negli investitori, soprattutto per quanto riguarda il rischio di un maggior numero di insolvenze, i rischi di rifinanziamento e il muro delle scadenze. Queste sono tutte preoccupazioni valide, ma riteniamo che i rischi per l'high yield siano meno elevati di quanto si temesse inizialmente. A questo proposito, siamo dell'idea che l'high yield continuerà ad avere un ruolo essenziale come potenziale fonte di rendimento nelle allocazioni obbligazionarie degli investitori, grazie alla gestione prudente dei bilanci da parte degli emittenti, al graduale miglioramento del contesto dei tassi d'interesse e alla solidità dei fattori tecnici del mercato.

Prospettive per l'high yield per quanto riguarda le insolvenze

Questa volta le cose potrebbero andare diversamente. Storicamente, la relazione tra il rialzo dei tassi di riferimento delle banche centrali e il successivo aumento delle insolvenze nell'high yield è stata molto stretta, come mostra la Figura 1. Negli ultimi trimestri i tassi d'interesse sono saliti molto, ma questa volta non ci aspettiamo nette variazioni dei tassi di default. Ciò è dovuto principalmente alla solidità dei fondamentali e dei bilanci, e in particolare al rafforzamento degli indici di copertura degli oneri finanziari e ai minori livelli di indebitamento netto (Figura 2).

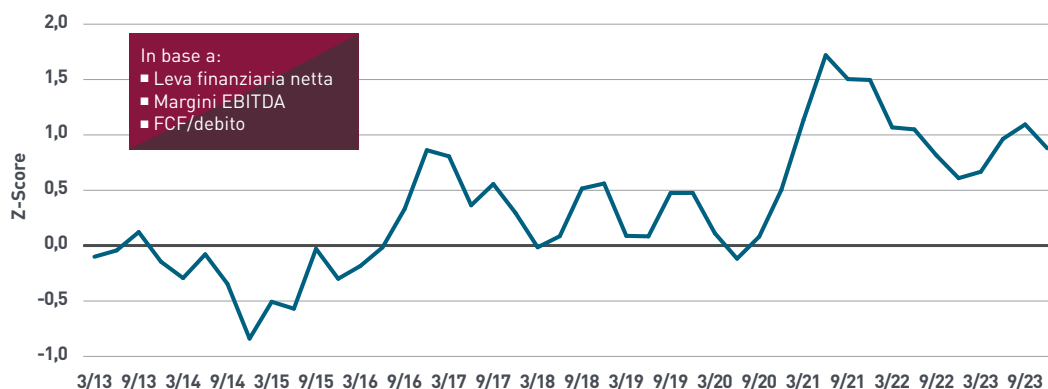
Figura 1: tasso sui Fed Fund statunitensi e default nell'high yield



Fonte: Bloomberg, Morgan Stanley Research, Moody's. Dati mensili da febbraio 1996 al 29 febbraio 2024. I default sono ponderati per il numero di emittenti degli ultimi 12 mesi.

Le prospettive sono favorevoli anche per quanto riguarda le insolvenze previste. Secondo i recenti dati di Moody's, i tassi di default dell'high yield statunitense dovrebbero restare inferiori al 4% su un orizzonte di 12 mesi.¹ Oltre ai fondamentali, riteniamo che i rifinanziamenti a breve termine saranno facilmente gestibili. Nel complesso, non riteniamo che le insolvenze dell'high yield aumenteranno drasticamente nel prossimo futuro, il che è un segnale favorevole per l'asset class.

Figura 2: punteggio fondamentale dell'HY USA

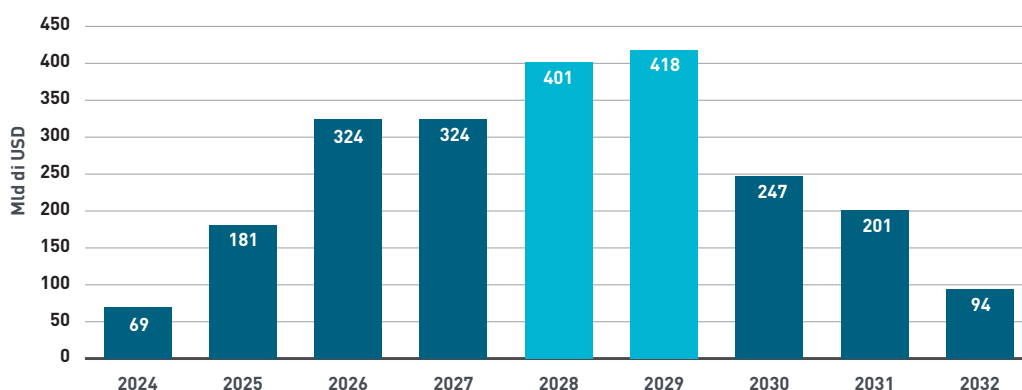


Fonte: Morgan Stanley, dati trimestrali fino a dicembre 2023. Il punteggio fondamentale è la media aritmetica dei singoli z-score a 10 anni dei tre indicatori che seguono: indebitamento netto, margini EBITDA e rapporto free cash flow/debito. Lo z-score è una misura dello scostamento dalla media a lungo termine in unità di deviazione standard.

Quanto è alto il muro delle scadenze?

A nostro avviso, non molto. Il muro delle scadenze è uno dei timori più citati per l'high yield quest'anno. Molti investitori sanno che durante la pandemia di Covid sul mercato high yield si è registrata un'ondata di emissioni per sostenere i bilanci in un periodo turbolento. Alla fine del 2021, la scadenza media ponderata dell'indice ICE BofA Global High Yield era di 6,25 anni e la scadenza media era vicina al 2027. Ciò significa che nell'indice vi sono senz'altro emissioni che necessiteranno di un rifinanziamento nel prossimo anno o due, ma ciò non interessa la maggioranza degli emittenti, come evidenziato nella Figura 3.

Figura 3: distribuzione delle scadenze delle obbligazioni high yield globali

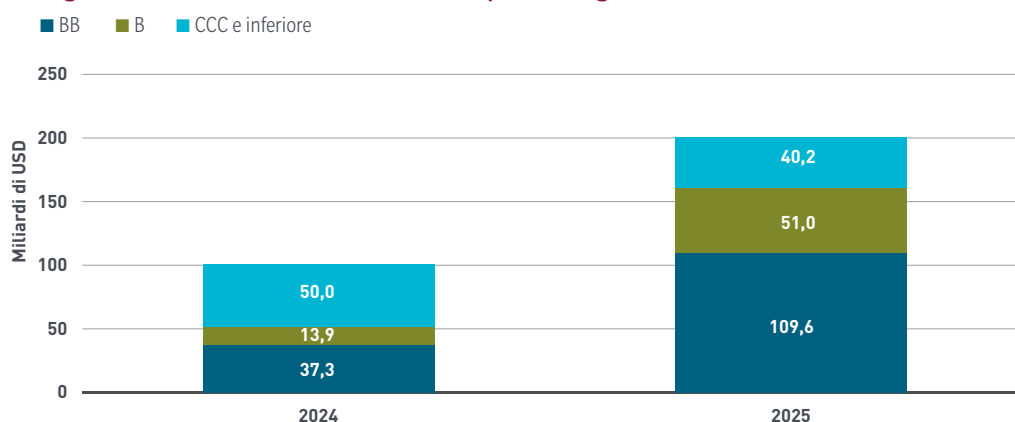


Fonte: Bloomberg. Dati al 15 aprile 2024. La distribuzione delle scadenze si riferisce alle emissioni obbligazionarie high yield in essere di importo superiore ai 150 milioni di dollari, espresse in USD. I valori delle scadenze sono i rimborsi di capitale dovuti.

Per il 2024 sono previsti rimborsi di capitale pari a soli 69 miliardi di dollari, mentre nel 2025 i rimborsi saliranno a 181 miliardi di dollari. Entrambi gli anni messi insieme rappresentano solo l'11% del totale delle scadenze fino al 2032. Una ricerca di Bank of America suggerisce che la bassa percentuale di scadenze a breve termine è dovuta al fatto che gli emittenti gestiscono in modo proattivo le scadenze del debito imminente, mostrando che quelle del 2024 e del 2025 sono diminuite del 40% rispetto a un anno fa.² Il livello aumenta fino a raggiungere il 14% dell'indice con scadenza nel 2026, ma in virtù della strategia di rifinanziamento proattiva degli emittenti high yield i segmenti più ampi del muro delle scadenze si sono spostati al 2028/2029. Permangono alcuni rischi di rifinanziamento, ma riteniamo che i timori relativi al muro delle scadenze siano eccessivi, dato il ritardo del picco delle scadenze.

Non solo l'entità delle scadenze a breve termine è rassicurante, ma anche la composizione dei rating di queste scadenze è favorevole. Gli emittenti in tutto lo spettro di rating creditizio dovranno probabilmente affrontare tassi di rifinanziamento più elevati in futuro, ma per quelli con i rating più bassi i tassi aumenteranno in misura maggiore. Tuttavia, se diamo uno sguardo ai primi anni di scadenze nella figura successiva, le fasce di rating più basse rappresentano solo una quota ridotta delle scadenze a breve termine. Circa l'86% delle obbligazioni high yield in scadenza nei prossimi due anni ha un rating BB o B. La stragrande maggioranza dei rifinanziamenti sarà effettuata con spread ragionevoli rispetto ai tassi di riferimento. Data la solidità degli emittenti che dovranno rifinanziarsi, non temiamo che l'esclusione degli emittenti dai mercati dei capitali a causa di tassi di rifinanziamento proibitivi provochi un netto aumento delle insolvenze.

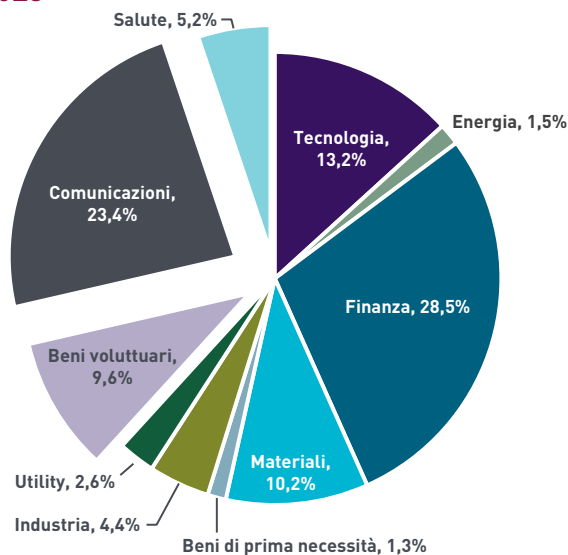
Figura 4: scadenze a breve termine per rating creditizio



Fonte: Bloomberg. Dati a maggio 2024. La distribuzione delle scadenze si riferisce alle emissioni obbligazionarie high yield in essere di importo superiore ai 150 milioni di dollari in scadenza nei due anni successivi, espresse in USD. I valori delle scadenze sono i rimborsi di capitale dovuti.

Quanto agli emittenti che si collocano nella parte bassa dello spettro dei rating, è molto probabile che alcuni di essi incontrino difficoltà nel rifinanziamento del debito esistente. Nelle categorie di rating CCC e inferiori, le principali obbligazioni a rischio di insolvenza sono quelle scambiate a livelli depressi, ossia con uno spread pari o superiore a 1000 punti base. Nel grafico che segue abbiamo tracciato la composizione settoriale delle obbligazioni distressed fino al 2025.

Figura 5: composizione settoriale dei titoli HY distressed globali con scadenza entro il 2025



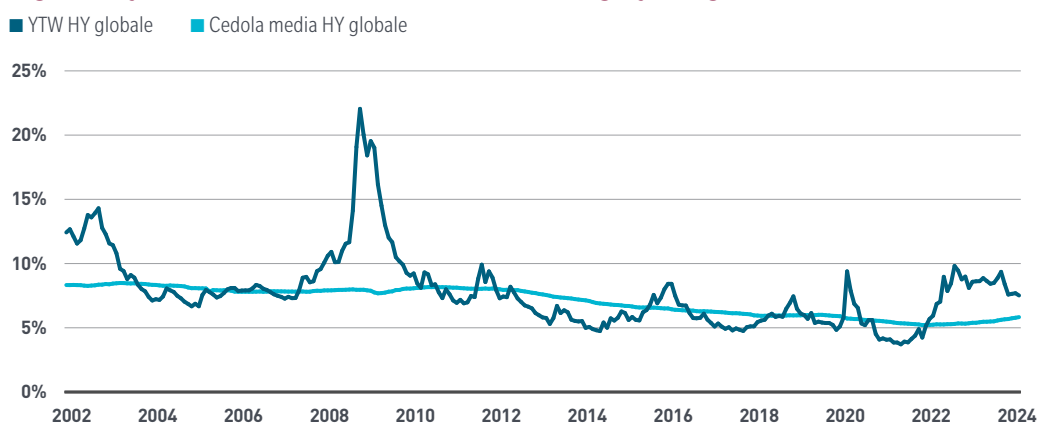
Fonte: Bloomberg. Dati al 7 maggio 2024. La distribuzione delle scadenze si riferisce alle emissioni obbligazionarie high yield in essere di importo superiore ai 150 milioni di dollari in scadenza nei due anni successivi, espresse in USD. I valori delle scadenze sono i rimborsi di capitale dovuti.

Alcuni settori, ossia comunicazioni, beni voluttuari e sanità, andrebbero monitorati. Probabilmente i problemi di questi emittenti sono di natura idiosincratca, ma in generale molti di essi operano in comparti che sono alle prese con ostacoli di lungo periodo e sfide strutturali. In particolare, settori come le radio locali e le vendite al dettaglio tradizionali continueranno probabilmente ad essere sottoposti a stress finanziario indipendentemente dal contesto dei tassi d'interesse. Considerati i rischi connessi all'attività in un mercato in sofferenza, riteniamo che per un investitore sia opportuno collaborare con un gestore attivo dotato di notevoli capacità nella ricerca sul credito e in grado di condurre un'analisi creditizia sui singoli emittenti.

Opzioni di rifinanziamento per gli emittenti high yield

Nel valutare l'impatto che l'attività di rifinanziamento avrà sul servizio del debito, ciò che conta è il tasso cedolare. Nonostante la percezione sfavorevole che i rendimenti attuali siano piuttosto elevati rispetto ai 10 anni precedenti, il tasso cedolare medio dell'indice è ancora relativamente basso. Ciò è dovuto principalmente all'assenza di nuove emissioni in questo contesto di tassi più alti. In particolare, attualmente la cedola media si colloca 168 pb al di sotto del rendimento corrente, come illustrato nella Figura 6. Con la ripresa dell'attività di emissione di titoli high yield, prevediamo che la maggiore attività di rifinanziamento faccia salire la cedola media nel prossimo futuro. Tuttavia, a causa del basso volume di titoli in scadenza a breve termine, ci aspettiamo che l'incremento del tasso cedolare sia piuttosto graduale. Dal punto di vista storico, vale la pena di sottolineare che lo yield-to-worst dell'asset class può apparire elevato rispetto al periodo successivo alla crisi finanziaria globale, ma sta tornando sui livelli precedenti a quest'ultima. In altre parole, non riteniamo che i livelli attuali siano eccezionalmente elevati. In effetti, questa normalizzazione dei tassi ha contribuito a ravvivare l'interesse degli investitori per il mercato obbligazionario, compreso l'high yield.

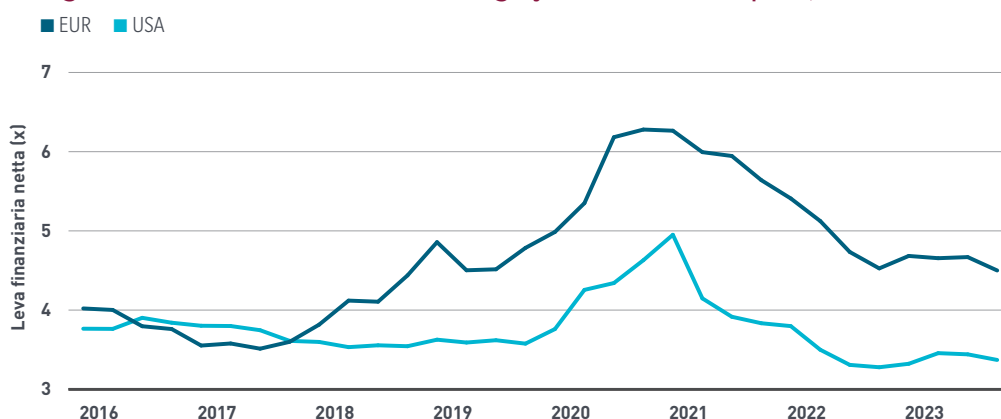
Figura 6: yield-to-worst e cedola media dell'high yield globale



Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 gennaio 2002 al 31 marzo 2024. High yield globale = Bloomberg Global High Yield Index.

Quali strategie possono adottare gli emittenti high yield per gestire i loro obblighi complessivi in termini di interessi? Alcune delle attuali tendenze sul mercato suggeriscono in che modo gli emittenti possono riuscire a gestire l'impatto di un contesto di tassi più elevati. Un metodo semplice ma molto efficace per ridurre il costo degli interessi consiste nel ridurre il debito e la leva finanziaria. In ciascuno dei mercati high yield statunitense ed europeo si è registrata una riduzione della leva finanziaria netta di circa 1,5 volte (cfr. Figura 7). Ciò dovrebbe contribuire a rafforzare i bilanci nel breve termine con un impatto minore sulla spesa per interessi, grazie ai livelli di indebitamento più bassi. Nel lungo periodo, questa riduzione offre anche una certa flessibilità agli emittenti, che avranno una maggiore capacità di bilancio per aumentare la leva finanziaria in caso di necessità.

Figura 7: leva finanziaria netta dell'high yield USA ed europeo (escl. titoli finanziari)

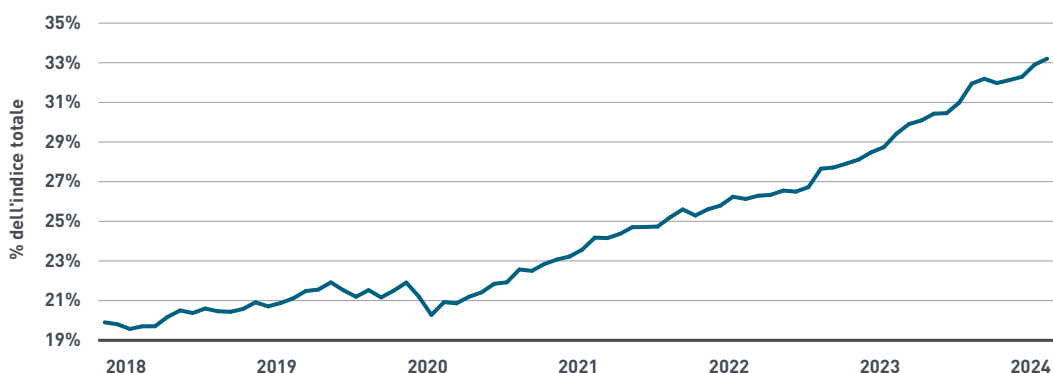


Fonte: J.P. Morgan. Dati trimestrali dal 31 marzo 2016 al 31 dicembre 2023. La leva finanziaria netta è definita come rapporto debito netto/EBITDA.

Due dei fattori all'origine del calo del debito high yield sono stati i bassi livelli complessivi di emissione e il notevole squilibrio tra astri nascenti e angeli caduti. Se si considera l'offerta netta di obbligazioni high yield, ovvero l'ammontare delle emissioni che arrivano sul mercato dopo aver tenuto conto di scadenze, rifinanziamenti e revisioni dei rating, le società hanno scelto di evitare di emettere titoli sul mercato high yield. Inoltre, nel mercato high yield le revisioni al rialzo del rating creditizio da parte delle agenzie di rating hanno nettamente superato i declassamenti. A causa di questo notevole divario tra innalzamenti e declassamenti, nel complesso con il passaggio delle emissioni al mercato investment grade si è registrata una riduzione del debito high yield. Si è osservata anche una tendenza degli emittenti più piccoli ad abbandonare i mercati pubblici preferendo quelli privati per trovare soluzioni di finanziamento. Tutto ciò si è tradotto in un calo dei livelli di indebitamento dell'asset class nel periodo post-pandemia, oltre che in una ripresa generale dei ricavi e degli utili. La combinazione di livelli di indebitamento contenuti e ripresa degli utili ha favorito una diminuzione della leva finanziaria, che in ultima analisi contribuirà a offrire agli emittenti un margine maggiore per contrarre nuovi prestiti in futuro.

Un'altra tendenza è stata la crescita delle obbligazioni garantite. In effetti, la percentuale di queste emissioni all'interno dell'indice è aumentata. Un'obbligazione garantita ha un collaterale e può essere utilizzata per ridurre i pagamenti delle cedole, in quanto gli attivi costituiti in pegno contribuiscono a ridurre il rischio per gli investitori dando loro la priorità in caso di default. Come si vede nel grafico seguente, l'ammontare delle obbligazioni garantite in circolazione in percentuale dell'indice è aumentato costantemente negli ultimi anni, dopo essere diminuito durante la pandemia di Covid. In quel periodo i tassi d'interesse erano piuttosto bassi per via della politica monetaria attuata sulla scia della pandemia. Di conseguenza, gli emittenti high yield non hanno sentito la necessità di impegnare collateralità a fronte dei costi di finanziamento già bassi. In prospettiva, con un numero crescente di società con obbligazioni in scadenza, ci aspettiamo un proseguimento della transizione verso le obbligazioni garantite come strategia per gestire la spesa per interessi, se gli emittenti dispongono di attivi adeguati.

Figura 8: obbligazioni garantite in percentuale del Global High Yield Index



Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 gennaio 2018 al 30 aprile 2024. L'importo in circolazione è misurato in USD. High yield globale = Bloomberg Global High Yield Index.

Nel complesso, pur prevedendo un aumento della spesa per interessi, riteniamo che diversi fattori contribuiranno ad attenuare la pressione finanziaria sugli emittenti high yield. Le obbligazioni a breve termine rappresentano solo una percentuale ridotta dell'indice complessivo e tra di esse il numero di emissioni distressed è gestibile. Inoltre, le aziende sono riuscite a ridurre i livelli di indebitamento e a rafforzare i bilanci e dovrebbero continuare a utilizzare tecniche innovative come i prestiti garantiti per ridurre i costi di finanziamento. Questi fattori ci inducono a ritenere che l'high yield sia ben posizionato per far fronte all'aumento dei tassi d'interesse e continuare a registrare ottime performance relative in futuro. ▲

Note

¹ Fonte: Moody's, Trends global default report, marzo 2024.

² Fonte: Bank of America Global Research. *High Yield Strategy: Tear Down This Wall* al 22 marzo 2024.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza o l'accuratezza. L'Indice è utilizzato dietro autorizzazione. L'Indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa approvazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

La fonte ICE Data Indices, LLC ("ICE Data") è utilizzata dietro autorizzazione. ICE Data, le sue collegate e i rispettivi fornitori terzi escludono qualsiasi garanzia e dichiarazione, esplicita e/o implicita, compresa qualsiasi garanzia di commerciabilità o idoneità a un particolare scopo o utilizzo, in relazione agli indici, ai dati relativi agli indici e a qualsiasi dato incluso, correlato o derivato da essi. Né ICE Data, né le sue collegate né i rispettivi fornitori terzi rispondono di eventuali danni o perdite legati all'adeguatezza, all'accuratezza, alla tempestività o alla completezza degli indici o dei dati relativi agli indici o a qualsiasi loro componente, e gli indici e i dati relativi agli indici e tutte le loro componenti sono resi disponibili nello stato in cui si trovano e il loro utilizzo avviene a proprio rischio e pericolo. ICE Data, le sue collegate e i rispettivi fornitori terzi non sponsorizzano, promuovono o raccomandano MFS, né alcuno dei suoi prodotti o servizi.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Investment Solutions Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc. membro del SIPC; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) - autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento. **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.