

La repercusión de unos tipos más altos durante más tiempo en el alto rendimiento

Autor

David Peterson
Analista principal
Grupo de soluciones de inversión

En resumen

- Los tipos más altos durante más tiempo siguen siendo uno de los principales temas en los mercados mundiales. No obstante, los temores por su impacto negativo en la clase de activos de alto rendimiento nos parecen exagerados.
- Observamos resiliencia en el alto rendimiento gracias a diversos factores, como un «muro de vencimientos» benévolo, un reducido porcentaje de créditos en dificultades en los próximos años, unos factores técnicos del mercado favorables y una gestión prudente de los balances por parte de los emisores.
- En conjunto, el alto rendimiento sigue respaldado por un sólido entorno fundamental y técnico. Si bien es cierto que el panorama de las valoraciones se ha tornado más complicado, siguen existiendo numerosas oportunidades atractivas que se pueden identificar mediante un minucioso proceso de selección de valores. Creemos que los inversores deberían seguir apostando por la exposición al alto rendimiento estadounidense como parte de su asignación de activos a la renta fija.

¿Se repetirá la historia para el alto rendimiento? Desde una perspectiva histórica, los entornos en los que las condiciones financieras se han endurecido drásticamente se han percibido como desfavorables, por no decir traicioneros, para los emisores de alto rendimiento. De hecho, hay muchos ejemplos de episodios de subidas de tipos en el pasado que provocaron inestabilidad económica o financiera. Esto, a su vez, incrementó la volatilidad de la clase de activos al tiempo que desencadenó un abrupto aumento de los impagos corporativos.

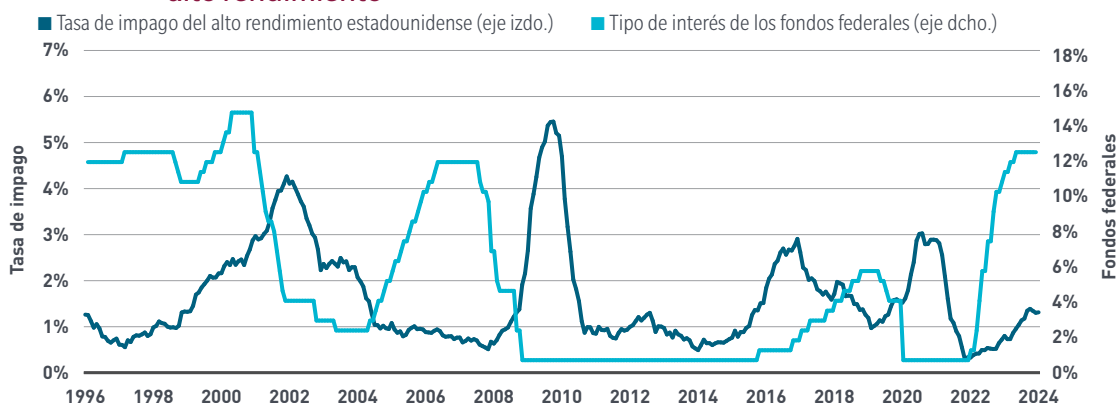
Sin embargo, la experiencia reciente ha presentado diferencias. Durante el agresivo ciclo de endurecimiento de la Reserva Federal estadounidense, la clase de activos ha logrado capear la perturbación provocada por los tipos, lo que refleja especialmente una combinación de robustos fundamentales después de la pandemia y favorables factores técnicos en el mercado.

Los temores por la repercusión de unos tipos más altos durante más tiempo son exagerados. Aunque ahora parece que los tipos oficiales están a punto de descender en el futuro próximo, no se espera que bajen hasta sus niveles de la pandemia o anteriores a la pandemia, y parece que se mantendrán elevados desde las cotas observadas durante el ciclo económico anterior. Por ese motivo, los tipos más altos durante más tiempo han dominado los comentarios en el mercado en los últimos meses. En vista de los parámetros históricos, ha crecido la preocupación entre los inversores en relación con el alto rendimiento en un entorno de tipos más elevados, en especial por lo que respecta al riesgo de mayores impagos, los riesgos de refinanciación y el «muro de vencimientos». Aunque todos estos temores están justificados, entendemos que los riesgos para el alto rendimiento no son tan importantes como se temía en primera instancia. En este sentido, creemos que el alto rendimiento seguirá desempeñando un papel clave como potencial generador de rentabilidad en las asignaciones a renta fija generales de los inversores, lo que refleja una combinación de gestión prudente de los balances por parte de los emisores, mejora gradual del entorno de tipos de interés y sólidos factores técnicos en el mercado.

Perspectivas de impagos en el alto rendimiento

Esta vez podría ser diferente. La historia pone de manifiesto que ha existido una fuerte relación entre las subidas de los tipos oficiales de los bancos centrales y un posterior incremento de los impagos corporativos en el sector de alto rendimiento, como se observa en el gráfico 1. Aunque los tipos de interés se han disparado en los últimos trimestres, esta vez no anticipamos ningún cambio brusco en las tasas de impagos. Esto se debe en gran medida a la solidez de los fundamentales y los balances, en especial a unos ratios más robustos de cobertura de los intereses y a niveles más reducidos de apalancamiento neto (gráfico 2).

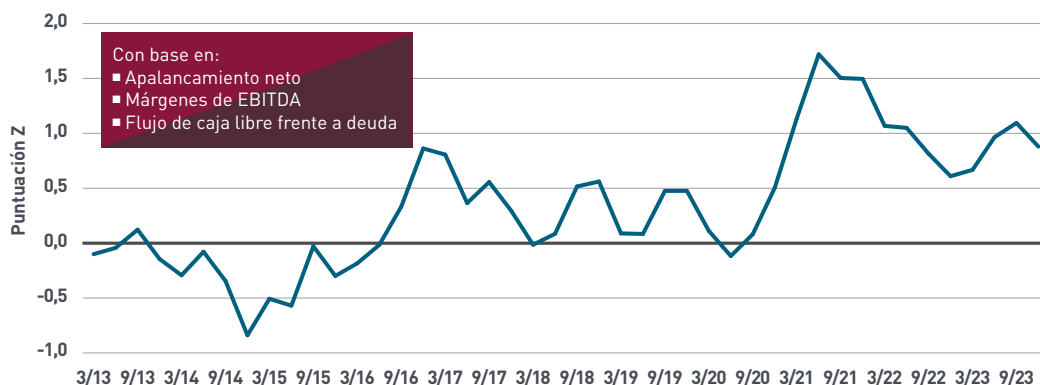
Gráfico 1: Tipo de interés de los fondos federales de EE. UU. e impagos en el alto rendimiento



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research, Moody's. Datos mensuales de febrero de 1996 al 29 de febrero de 2024. Los impagos están representados por el número de emisores de los últimos 12 meses ponderados.

El panorama de impagos previstos también resulta favorable. Según datos recientes de Moody's, se prevé que las tasas de impagos del alto rendimiento estadounidense se mantendrán por debajo del 4% en los próximos 12 meses.¹ Aparte de los fundamentales, creemos que las refinanciaciones a corto plazo serán fácilmente manejables. En conjunto, no pensamos que los impagos en el alto rendimiento vayan a aumentar de manera espectacular a corto plazo, un indicio beneficioso para la clase de activos.

Gráfico 2: Puntuación fundamental del alto rendimiento en EE. UU.

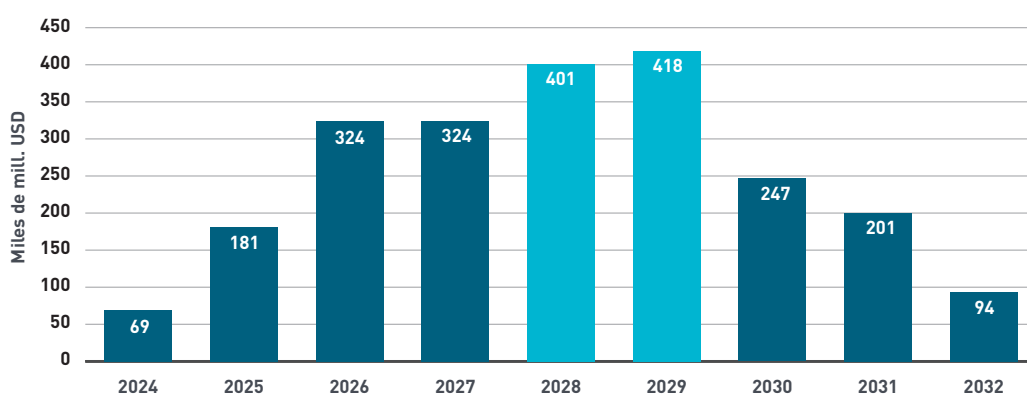


Fuente: Morgan Stanley, datos trimestrales hasta diciembre de 2023. La puntuación fundamental es la media simple de las puntuaciones z individuales de 10 años para los tres indicadores siguientes: apalancamiento neto, márgenes de EBITDA y flujo de caja libre frente a deuda. Una puntuación z es una medida de la desviación frente a la media a largo plazo en unidades de desviación típica.

¿Cómo de alto es ese «muro de los vencimientos»?

En nuestra opinión, no mucho. El «muro de vencimientos» es uno de los factores de preocupación más mencionados sobre el alto rendimiento este año. Muchos inversores son conscientes de que en el mercado de alto rendimiento se produjo una gran oleada de emisiones durante la pandemia de coronavirus destinadas a fortalecer los balances durante un periodo de turbulencias. En las postrimerías de 2021, el vencimiento medio ponderado del índice ICE BofA Global High Yield era de 6,25 años, lo que entonces situaba la fecha de vencimiento media en algún momento cercano al 2027. Esto significa que, si bien es cierto que hay créditos del índice que tendrán que refinanciarse el próximo año o el siguiente, no constituyen la mayoría de los emisores, como se puede ver en el gráfico 3.

Gráfico 3: Distribución de vencimientos de los bonos de alto rendimiento mundiales

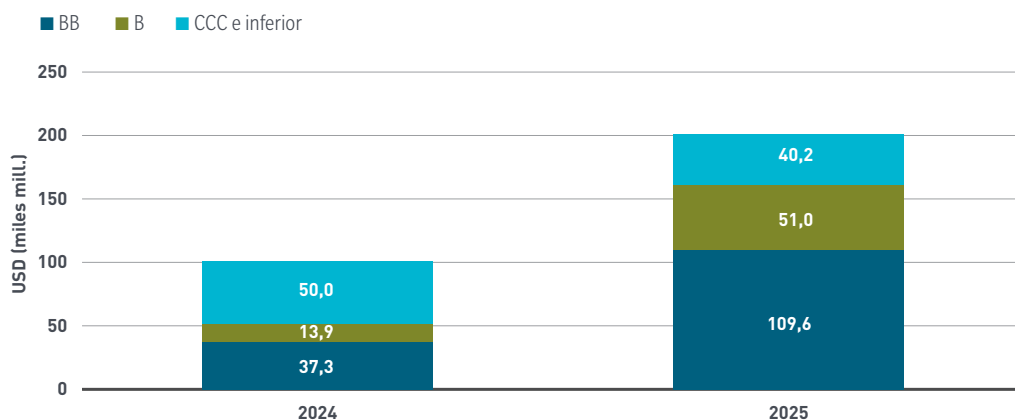


Fuente: Bloomberg. Datos a 15 de abril de 2024. La distribución de vencimientos corresponde a las emisiones de bonos de alto rendimiento en circulación superiores a 150 millones de dólares en importe pendiente, expresado en USD. Los valores al vencimiento son los reembolsos de principales vencidos.

En 2024 solo deben reembolsarse 69.000 millones de dólares en concepto de principal de los bonos, y esta cifra aumentará hasta los 181.000 millones de dólares en 2025. Los dos años juntos representan solo el 11% del total de vencimientos hasta 2032. El análisis de Bank of America sugiere que el reducido porcentaje de vencimientos a corto plazo se atribuiría al hecho de que los emisores han gestionado de forma proactiva las deudas de próximo vencimiento, y señala que en 2024 y 2025 hay un 40% menos vencimientos que hace un año.² Los vencimientos que se producirán en un único año empiezan a aumentar hasta el 14% del índice en 2026, pero, gracias a la estrategia proactiva de refinanciación de los emisores de alto rendimiento, los segmentos más grandes del «muro de vencimientos» se han trasladado a 2028–2029. Si bien no cabe duda de que siguen existiendo algunos riesgos de refinanciación, creemos que la preocupación por el «muro de vencimientos» es exagerada, ya que se ha producido un retraso en el momento en el que tendrá lugar el máximo de vencimientos.

No solo la magnitud de los vencimientos a corto plazo resulta tranquilizadora, sino que también resulta oportuna la composición de calificaciones de esos vencimientos. Es probable que los emisores de todo el espectro de calificaciones crediticias tengan que hacer frente a unos tipos de refinanciación más elevados en el futuro, pero los tipos subirán más para aquellos con calificaciones más bajas. Sin embargo, si nos fijamos en los primeros años de vencimientos del gráfico siguiente, observamos que los segmentos con peores calificaciones crediticias representan solo una pequeña proporción de los vencimientos a corto plazo. Alrededor del 86% de los bonos de alto rendimiento que vencerán en el transcurso de los dos próximos años tienen calificación BB o B. La gran mayoría de las refinanciaciones que se materializarán gozarán de diferenciales razonables sobre los tipos oficiales. En vista de que la composición de los emisores que tendrán que refinanciarse es saludable, no nos preocupan los aumentos sustanciales de los impagos como posible consecuencia de que haya emisores que se vean expulsados de los mercados a causa de unos tipos de refinanciación excesivamente elevados.

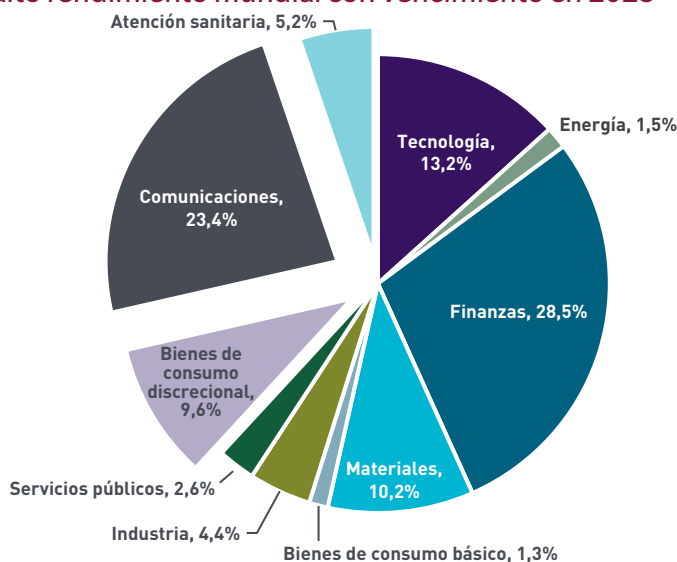
Gráfico 4: Vencimientos a corto plazo por calificación crediticia



Fuente: Bloomberg. Datos a mayo de 2024. La distribución de vencimientos corresponde a las emisiones de bonos de alto rendimiento en circulación superiores a 150 millones de dólares en importe pendiente que vencen en los dos próximos años, expresado en USD. Los valores al vencimiento son los reembolsos de principales vencidos.

En el caso de los emisores que acaben en el extremo más bajo del universo de calidades crediticias, resulta muy probable que algunos de ellos lo tengan complicado para refinanciar su deuda existente. En las calificaciones crediticias CCC e inferiores, los principales bonos que presentan riesgo de impago son los que cotizan a unos niveles de deuda en dificultades, que se definen como un diferencial de crédito de 1.000 puntos básicos (p.b.) o superior. En el gráfico siguiente hemos representado la composición sectorial de los bonos en dificultades con vencimiento en 2025.

Gráfico 5: Composición sectorial de los créditos en dificultades del alto rendimiento mundial con vencimiento en 2025



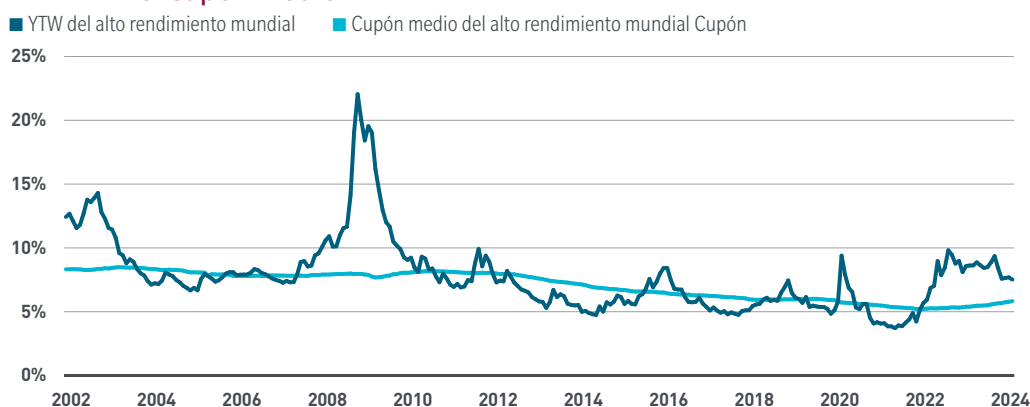
Fuente: Bloomberg. Datos a 7 de mayo de 2024. La distribución de vencimientos corresponde a las emisiones de bonos de alto rendimiento en circulación superiores a 150 millones de dólares en importe pendiente que vencen en los dos próximos años, expresado en USD. Los valores al vencimiento son los reembolsos de principales vencidos.

Conviene vigilar unos pocos sectores destacados, a saber, las comunicaciones, los bienes de consumo discrecional y la atención sanitaria. Aunque los problemas a los que se enfrentarán estos emisores probablemente revestirán una naturaleza idiosincrásica, el patrón general para muchos de estos títulos en dificultades estriba en que pertenecen a sectores que tienen grandes obstáculos seculares y afrontan retos estructurales. En concreto, los sectores como las emisoras de radio locales y las tiendas minoristas físicas sufrirán tensión financiera con independencia de la situación en el frente de los tipos de interés. Dados los riesgos que conlleva participar en un mercado en dificultades, creemos que lo sensato para los inversores sería asociarse con un gestor activo con amplias capacidades de análisis de crédito que pueda estudiar el crédito de los emisores uno a uno.

Análisis de las opciones de refinanciación para los emisores de alto rendimiento

Al evaluar el impacto que la actividad de refinanciación tendrá en el servicio de la deuda, lo importante es el tipo del cupón. Aunque el hecho de que los rendimientos actuales sean bastante más elevados que en los 10 años anteriores puede considerarse un factor adverso, el tipo del cupón medio del índice sigue siendo relativamente bajo. Esto se debe, sobre todo, a la escasez de nuevas emisiones provocada por los tipos de interés más altos. En concreto, en estos momentos el cupón medio se sitúa 168 p.b. por debajo del rendimiento actual, como muestra el gráfico 6. A medida que se recupera la emisión de alto rendimiento, anticipamos que la mayor actividad de refinanciación impulsará al alza el cupón medio en el futuro próximo. No obstante, en vista del reducido volumen de vencimientos a corto plazo, esperamos que la subida del tipo del cupón será bastante gradual. Desde una perspectiva histórica, vale la pena señalar que el rendimiento mínimo de esta clase de activos puede parecer elevado si se compara con el periodo que siguió a la crisis financiera mundial, pero está volviendo a sus niveles de antes de dicha crisis. En otras palabras, los niveles actuales no nos parecen anormalmente altos. De hecho, esta normalización de los tipos ha sido esencial para volver a despertar el interés de los inversores por la renta fija, incluido el alto rendimiento.

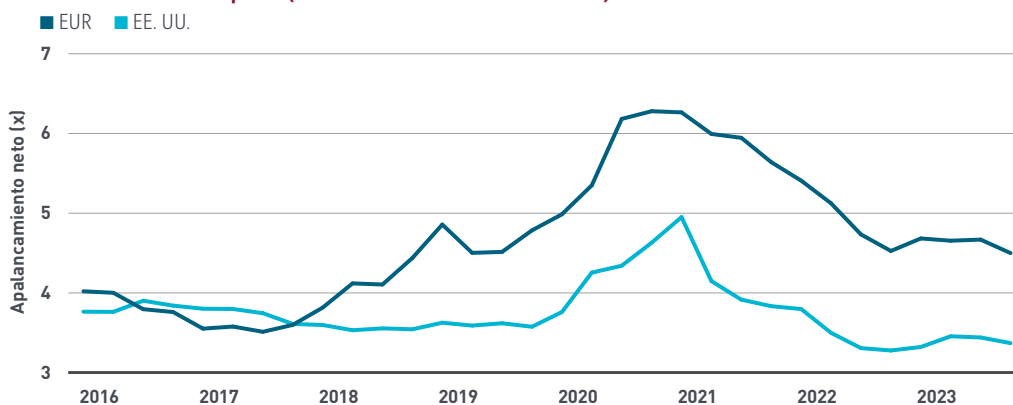
Gráfico 6: Rendimiento mínimo (YTW) del alto rendimiento mundial frente al cupón medio



Fuente: Bloomberg. Datos mensuales del 31 de enero de 2002 al 31 de marzo de 2024. Alto rendimiento mundial = índice Bloomberg Global High Yield.

¿Qué estrategias pueden seguir los emisores de alto rendimiento para ayudar a gestionar todas sus obligaciones por intereses? Hoy en día podemos observar tendencias en el mercado que nos indican cómo pueden gestionar los emisores las repercusiones de unos tipos más elevados. Un método sencillo, pero muy efectivo, para recortar el coste de los intereses consiste en acumular menos deuda y reducir el apalancamiento. Si analizamos los niveles de apalancamiento neto en los mercados de alto rendimiento estadounidense y europeo, vemos que en los dos casos se ha producido un descenso neto del apalancamiento de alrededor de 1,5 veces (véase el gráfico 7). La reducción del apalancamiento debería contribuir a mejorar los balances a corto plazo, y se prevé un menor impacto del gasto por intereses gracias a unos niveles de deuda más bajos. A largo plazo, esto también proporcionará flexibilidad a los inversores que tendrán más capacidad en sus balances para volver a añadir apalancamiento en caso necesario.

Gráfico 7: Apalancamiento neto del alto rendimiento estadounidense y europeo (excl. valores financieros)



Fuente: J.P. Morgan. Datos trimestrales del 31 de marzo de 2016 al 31 de diciembre de 2023. El apalancamiento neto se define como la relación deuda neta/EBITDA.

Dos de los factores a los que se atribuye el descenso en la deuda de alto rendimiento han sido los niveles bajos en general de emisión en el mercado y el gran desequilibrio entre las estrellas ascendentes y los ángeles caídos. Si analizamos la oferta neta de bonos de alto rendimiento (es decir, la cantidad de emisión entrante en el mercado después de tener en cuenta los vencimientos, las refinanciaciones y las revisiones de las calificaciones), constatamos que las empresas han decidido no emitir en el mercado de alto rendimiento. Además de esto, en el alto rendimiento ha sido mucho mayor el volumen de créditos que han recibido revisiones al alza que a la baja por parte de las agencias crediticias. A causa de la amplia diferencia de valor entre las revisiones al alza y a la baja, se produjo una reducción global de la deuda en el alto rendimiento, puesto que los créditos se trasladaron al mercado con calificación investment grade. También se ha producido otra tendencia en la que los pequeños emisores han abandonado los mercados públicos y se han dirigido a los mercados privados de crédito para encontrar soluciones de financiación. La confluencia de todos estos factores se ha traducido en un descenso de los niveles de deuda en la clase de activos durante el periodo siguiente a la pandemia. Además, hemos asistido a una recuperación general en los ingresos y los beneficios. La combinación de niveles de deuda moderados y recuperación de los beneficios ha permitido reducir el apalancamiento, lo cual, en última instancia, contribuirá a crear más margen para que los emisores vuelvan a endeudarse en el futuro.

Otra tendencia ha sido el crecimiento de los bonos garantizados. De hecho, la emisión de este tipo de bonos en el índice ha tendido al alza. Un bono garantizado está respaldado por una garantía y se puede usar para intentar reducir los pagos de los cupones, puesto que los activos entregados en garantía contribuyen a disminuir el riesgo para los inversores al darles prioridad en caso de impago. Como se muestra en el gráfico a continuación, la cantidad de bonos garantizados en circulación como porcentaje del índice ha ido aumentando de forma constante en los últimos años desde el descenso anterior registrado durante la pandemia. En aquel momento, los tipos de interés eran bastante bajos, lo que reflejaba el impacto de la política monetaria tras la pandemia. En consecuencia, los emisores de alto rendimiento no se sentían presionados a entregar garantías ante unos costes de endeudamiento que ya eran reducidos. De cara al futuro, a medida que aumenta el número de empresas cuyos bonos vencen, pronosticamos que se producirá un giro hacia los bonos garantizados como estrategia para gestionar los costes por intereses, si los emisores poseen activos adecuados para entregar como garantía.

Gráfico 8: Bonos garantizados como porcentaje del índice mundial de alto rendimiento



Fuente: Bloomberg. Datos mensuales del 31 de enero de 2018 al 30 de abril de 2024. Importe pendiente expresado en USD. Alto rendimiento mundial = índice Bloomberg Global High Yield.

En conjunto, aunque se prevé un incremento de los costes por intereses, creemos que hay varios factores que contribuirán a aliviar la presión financiera ejercida en los emisores de alto rendimiento. Los vencimientos a corto plazo representan tan solo un pequeño porcentaje del índice total, y el número de créditos en dificultades dentro de esa cohorte es manejable. Además, las empresas han logrado reducir sus niveles de deuda y fortalecer sus balances, y deberían seguir usando técnicas de financiación ingeniosas, como los préstamos garantizados, para disminuir los costes del endeudamiento. Estos factores nos hacen pensar que el alto rendimiento está bien posicionado para capear la coyuntura de tipos de interés más elevados y seguir generando una sólida rentabilidad relativa en el futuro. ▲

Notas

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

² Fuente: Bank of America Global Research. *High Yield Strategy: Tear Down This Wall*, a 22 de marzo de 2024.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

La utilización de ICE Data Indices, LLC («ICE Data») ha sido autorizada. ICE Data, sus filiales y sus respectivos proveedores externos no ofrecen garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, incluida cualquier garantía sobre la comerciabilidad y la adecuación para un fin o uso particular, en relación con los índices, los datos de los índices y cualquier información incluida en, relacionada con, o derivada de dichos índices. Ni ICE Data, ni sus filiales ni sus respectivos proveedores externos asumirán responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que surjan en relación con la idoneidad, la precisión, la puntualidad o la integridad de los índices o los datos de los índices o de cualquier componente de los índices; asimismo, los índices y los datos de los índices y todos los componentes de los índices se ofrecen «tal como están» y su utilización será por cuenta y riesgo del usuario. Ni ICE Data, ni sus filiales ni sus respectivos proveedores externos patrocinan, avalan o recomiendan ninguno de los productos o servicios de MFS.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de soluciones de inversión de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS.

DIVULGACION PUBLICA

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. («MFS»), 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 incentiación 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.