

Crédito privado semilíquido: una revolución silenciosa

PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | DISTRIBUCIÓN DE MERCADOS PRIVADOS | Noviembre de 2024

Aspectos Clave

- Las innovadoras estructuras de fondos en los mercados privados han abierto la puerta, antes cerrada, a los canales intermediarios y de gestión patrimonial, permitiéndoles entrar en el mundo de la inversión alternativa.
- Estas estructuras, conocidas como “fondos semilíquidos”, ofrecen multitud de ventajas clave a los inversores patrimoniales, con características diseñadas para satisfacer sus necesidades únicas de liquidez, riesgo y rentabilidad.
- Los fondos semilíquidos son los que más rápidamente han crecido dentro del crédito privado, ya que forman una clase de activos que reúne las características de liquidez, diversificación y valoración que mejor se adaptan a la estructura de este tipo de crédito.

La democratización del acceso a la inversión alternativa

Un informe reciente prevé que los activos bajo gestión en inversión alternativa aumentarán hasta los 29,2 billones de USD en 2029, lo cual supone una subida del 74% desde 2016¹. A medida que siga creciendo la inversión en activos alternativos, su base de inversores se ensanchará inevitablemente, en respuesta a la innovación que desplegarán los proveedores de fondos para satisfacer un conjunto más diversificado de necesidades de los inversores.

En concreto, dentro de este crecimiento está emergiendo rápidamente el segmento de gestión patrimonial, como un foco de crecimiento clave para los mercados privados. McKinsey proyecta que las asignaciones a mercados privados supondrán el 3%-5% de los activos de gestión patrimonial en Estados Unidos para 2025, frente al 2% de 2020. Ello consolida un incremento de 500.000 millones de USD, y dispara la inversión total hasta los 1,3 billones de USD². La demanda de mayor liquidez y accesibilidad por parte de los inversores es la que explica en gran medida el despegue, discreto pero constante, del canal de gestión patrimonial.

Consulte la página 4 para obtener información y datos importantes.

¹Prequin. "Global alternatives markets on course to exceed 30\$tn by 2030". 18 de septiembre de 2024.

²McKinsey. "US wealth management: A growth agenda for the coming decade". 16 de febrero de 2022.

AUTOR



PATRICK REID, CFA
Managing Director,
Private Markets
Distribution

En respuesta a estas necesidades, los gestores de activos están desarrollando nuevas estructuras de fondos y ajustando sus estrategias para contribuir a satisfacer sus

diferentes requisitos. En resumidas cuentas, se está “democratizando” el acceso a la inversión alternativa a base de tomar un conjunto de clases de activos de mercados privados que

históricamente estaba reservado para inversores institucionales y de ponerlo a disposición del público inversor en general.

A menudo denominados “fondos semilíquidos”, estas innovadoras estructuras ofrecen varias ventajas tanto a los inversores profesionales como a los no profesionales a través del canal de gestión patrimonial. Existen también importantes aspectos sobre liquidez y rendimiento que los inversores deben tener en cuenta. En este documento se analizan las principales características de los fondos semilíquidos. A continuación, se subraya la idoneidad de los fondos semilíquidos para el crédito privado, un sector de los mercados privados que está experimentando una demanda cada vez mayor.

Inversión ininterrumpida

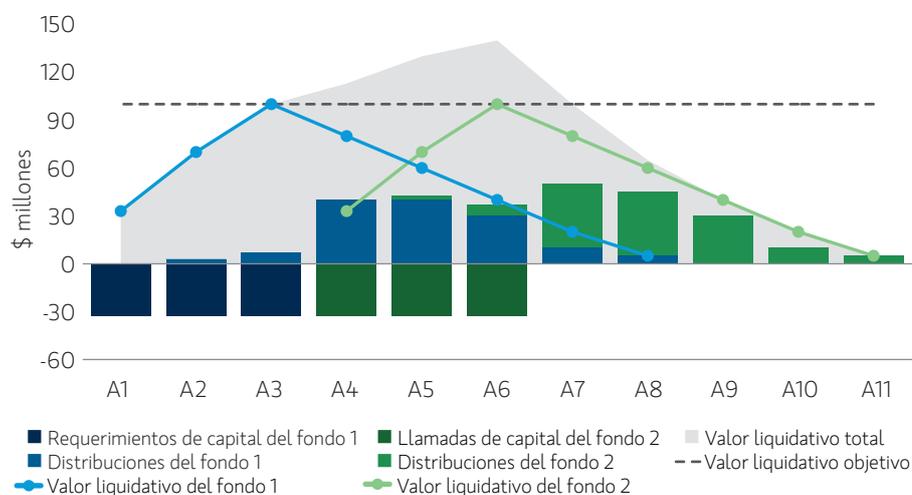
Los fondos tradicionales de mercados privados, conocidos como “fondos drawdown” (fondos de una sola llamada de capital) o “fondos de inversión cerrados” (“close-ended fund”), suelen tener un periodo de comercialización predefinido, tras el cual el gestor (“socio general”, “general partner” o “GP”) va reduciendo gradualmente las suscripciones de capital del inversor (“socio limitado” o “LP”), habitualmente, durante cuatro a seis años. Por su parte, los fondos semilíquidos tienen capital variable, ya que son fondos de inversión abiertos, y ofrecen un acceso continuo, lo cual permite a los propietarios de los activos mantener su inversión durante el tiempo que ellos elijan. Desde el punto de vista del inversor, esto ayuda a democratizar la inversión alternativa, ya que la asemeja a las inversiones tradicionales por el modo en que se llevan a cabo. Además, con el fin de atraer a los inversores a estas nuevas estructuras, algunos reguladores también han rebajado los mínimos de inversión al introducir nuevos tipos de vehículos de inversión.

GRÁFICO 1

Llamadas de capital y distribuciones: Fondos semilíquidos frente a fondos “drawdown”

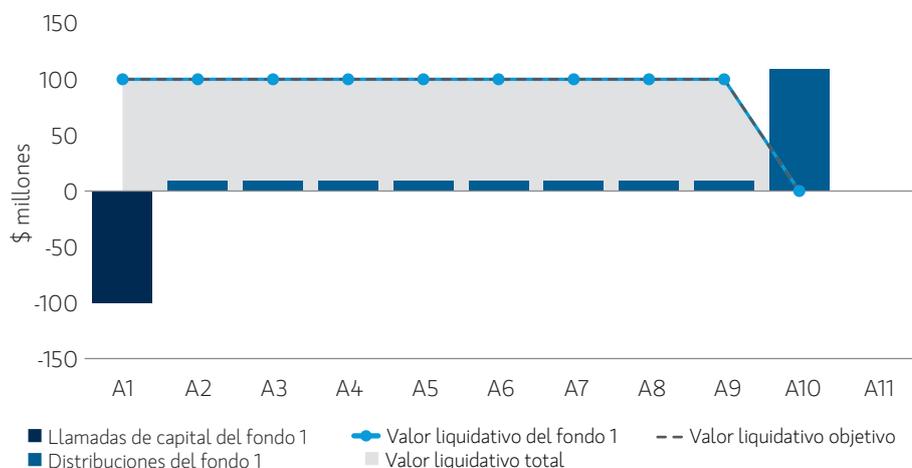
Estructuras de fondos “drawdown”

Los inversores que emplean estructuras “drawdown” tradicionales deben invertir en múltiples fondos para mantener su objetivo de exposición a una clase de activo determinada a lo largo del tiempo. Su exposición total será el valor liquidativo (“NAV”) de estos fondos, que puede fluctuar por los distintos plazos de las llamadas de capital y las distribuciones de efectivo. Estos factores, cruciales a la hora de determinar el valor liquidativo de un fondo, a menudo complican el ajuste entre las exposiciones actuales y las objetivo. En consecuencia, los inversores deben prestar una mayor atención para gestionar los plazos de sus compromisos, los múltiples flujos de caja y la información consolidada, también en materia fiscal.



Estructuras de fondos semilíquidos

Las estructuras semilíquidas totalmente financiadas (“fully-funded”) permiten a los inversores lograr la exposición deseada de inmediato mediante un único compromiso, manteniendo al mismo tiempo su exposición próxima a su asignación objetivo. Los fondos aspiran a ofrecer un flujo de caja estable y regular. Si bien no están garantizados y están sujetos a límites máximos, los fondos semilíquidos también tienen como objetivo brindar liquidez total en un único reembolso.



Fuente: Morgan Stanley Investment Management. A 12 de noviembre de 2024. Las afirmaciones anteriores reflejan los puntos de vista y las opiniones de MSIM en la fecha de este documento, no en ninguna fecha futura, y no se actualizarán ni se complementarán. La información se ofrece con fines meramente ilustrativos y no es representativa de ninguna operación actual o prevista. Las tendencias históricas no son indicativas de resultados futuros. Todas las previsiones pueden cambiar y no llegar a suceder debido a cambios que se produzcan en las condiciones del mercado o económicas.

La idea en pocas palabras

ACCESO MEJORADO: Las soluciones de fondos innovadoras han aparecido para dinamizar los procedimientos de asignación y reembolso, ampliando el acceso a intermediarios e inversores patrimoniales a los mercados privados.

DIFERENCIA: Las estructuras semilíquidas se han diseñado para satisfacer las necesidades únicas del canal intermediario y patrimonial, lo cual se traduce en una serie de diferencias frente a los fondos cerrados tradicionales que los inversores deberían sopesar.

DISPONIBILIDAD: Los lanzamientos de fondos semilíquidos en los mercados privados, particularmente en crédito privado, son cada vez más, ya que esta clase de activos tiene pagos sistemáticos, liquidez de inversión conocida, métodos de valoración establecidos y ofrece potencial de diversificación.

Más allá de la due diligence “stop/start”

Los intermediarios y los gestores de patrimonios dedican buena parte de su tiempo a procesos de due diligence por cuenta de los inversores a fin de colocar productos “en la plataforma”. Cuando los fondos son cerrados, el proceso suele exigir una due diligence en relación con el gestor del fondo y la estrategia de inversión, y este proceso se repite cada vez que el gestor sale a mercado.

Para cada fondo cerrado, el gestor debe implicar a su equipo de due diligence y después, una vez aprobado el procedimiento promover la oferta en periodo de comercialización breve y restringido. Frente a lo anterior, las soluciones semilíquidas abiertas alivian los procedimientos de due diligence “stop/start”. Su estructura permite al intermediario o gestor suscribir posiciones desde el primer momento y después centrarse en su seguimiento y en la continuidad de su comercialización, en lugar de comenzar un proceso nuevo cada vez.

La disponibilidad inmediata del producto permite a los inversores ganar exposición en el momento que ellos escojan. En cierto modo, la comodidad se asemeja a la de asignar activos a una serie de fondos a lo largo del tiempo, pero de un modo mucho más eficiente que brinda a los inversores más posibilidades de exposición y diversificación según

años de emisión. A diferencia de los fondos cerrados, si las condiciones cambian, las estructuras semilíquidas dotan a los inversores de la flexibilidad necesaria para detener las asignaciones según consideren.

Simplificación operativa

Desde un punto de vista operativo, evitar las llamadas periódicas de capital es un atractivo para los intermediarios y los inversores finales. En las estructuras semilíquidas, el capital se compromete y se llama o exige una sola vez, tras la cual los inversores tienen la opción de realizar suscripciones adicionales. Lo anterior está muy valorado por numerosos inversionistas, que prefieren poder realizar un único compromiso de capital, como ocurre con los fondos tradicionales. Comparemos esta situación con un fondo con capital fijo típico de los mercados privados: las llamadas de capital y la inversión se producen a lo largo de varios años, lo que obliga al inversor a gestionar cuidadosamente el capital que se ha comprometido, de cara a satisfacer las exigencias futuras.

Para los intermediarios y los gestores de patrimonios, los fondos semilíquidos consumen menos recursos. Así, se comprende que, en los fondos semilíquidos, la necesidad de que los equipos operativos controlen y comuniquen

llamadas de capital próximas o pasadas que un inversor puede haber retrasado o incumplido se reduce considerablemente.

Consideraciones

RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN

Los fondos de inversión cerrados tradicionales están diseñados para necesidades de inversión específicas. Por ejemplo, al llamar el capital solo cuando resulta necesario, los gestores de fondos tratan de maximizar la tasa interna de rentabilidad (TIR) y el múltiplo del capital invertido (MOIC) de los clientes invirtiendo en las mejores oportunidades cuando se lanzan al mercado. La estructura de este tipo de fondos brinda a los inversores la opción de utilizar ese efectivo en el periodo en que el gestor del fondo cerrado no hace llamadas de capital.

Por su parte, la inversión inicial en los fondos semilíquidos puede tener distintas repercusiones desde el punto de vista de la rentabilidad. La responsabilidad de desplegar el capital pasa al gestor del fondo, que debe procurar actuar con prontitud para evitar que la rentabilidad se vea lastrada por el efectivo (“cash drag”), es decir, que el menor rendimiento de los activos líquidos presentes en la cartera diluya la rentabilidad global.

Sin embargo, al renunciar al control de los plazos de los flujos de caja, el gestor del fondo semilíquido

habitualmente debe mantener una provisión o “bolsillo de liquidez” (“capital sleeve”), formado por efectivo o inversiones en mercados públicos, con el que tener suficiente capital para el caso de que no se pueda dedicar de inmediato a una oportunidad de inversión privada.

El capital desaprovechado en ese “bolsillo de liquidez” puede afectar a la rentabilidad global, en función, por supuesto, de cómo evolucione el efectivo en comparación con el mercado privado objetivo. De esta manera, los inversores que valoren los fondos semilíquidos deberán tener en cuenta esta característica y decidir si la prima de liquidez resulta aceptable y suficiente y si existe justificación para mantener algo de liquidez en la cartera.

PERFIL DE RIESGO

En el caso de las llamadas de capital iniciales de los fondos semilíquidos, el gestor debe desplegar el capital íntegro. Como se mencionaba anteriormente, los gestores que no logran invertir rápidamente en mercados privados pueden invertir en otros segmentos, como clases de activos generalistas. No obstante, inevitablemente, tal exposición podría incrementar la correlación con los mercados tradicionales, por lo que los inversores deben conocer cómo esa exposición afecta a su perfil de riesgo.

VALORACIÓN

El cálculo de las valoraciones de forma precisa y confiable por parte de los inversores entrantes y salientes es un aspecto central en

las estructuras semilíquidas. Por ejemplo, podrían surgir problemas si los inversores salen con valoraciones elevadas, a costa de los inversores que se quedan. De la misma forma, los inversores que entran con valoraciones inferiores a las adecuadas podrían perjudicar a otros partícipes del fondo. En cualquier caso, naturalmente, los problemas de valoración se pueden mitigar con procedimientos específicos adecuados. Los inversores deberían someter a prueba los procedimientos de due diligence y seleccionar solo aquellas estrategias que muestren una capacidad consistente para valorar las inversiones de manera razonable para todos los inversores.

Como sucede en las estructuras semilíquidas, también es clave aplicar

GRÁFICO 3
Diferencias clave

Fondos semilíquidos	Fondos cerrados o de capital fijo
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RENTABILIDAD: Una parte del capital se suele mantener como efectivo o inversiones públicas en un “bolsillo de liquidez”, lo cual implica que una parte de las rentabilidades del fondo procede de los mercados generales. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Los gestores de fondos tratan de maximizar la TIR y el MOIC de sus clientes llamando el capital únicamente cuando llegan al mercado las mejores oportunidades.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ RIESGO: Las correlaciones de los activos que se mantienen en el “bolsillo de liquidez” pueden ser mayores frente a los activos tradicionales que con respecto a las posiciones del propio fondo en mercados privados. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Las posiciones en activos de mercados públicos son limitadas en comparación con los vehículos semilíquidos, que deberían ofrecer un nivel extra de diversificación en comparación con los activos tradicionales.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ VALORACIÓN: Contar con procedimientos de valoración claros y fiables es crítico para lograr un tratamiento razonable de los precios para los inversores que entran y para los que salen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Los fondos cerrados se enfrentan a una valoración de los activos menos compleja, dado el patrón relativamente directo de la contribución y los plazos de distribución de un fondo.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ REEMBOLSOS: Los mecanismos de reembolso ofrecen a los inversores un mayor nivel de flexibilidad, previsibilidad y regularidad a la hora de obtener el reembolso del capital. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La frecuencia de las distribuciones suele depender de cuándo se materialicen los activos mantenidos en el fondo, lo cual suele ser complejo de determinar para los inversores.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CONDUCTA DE LOS INVERSORES: Los gestores deben equilibrar la necesidad de disposición de liquidez con mantener menos activos líquidos en la cartera, lo cual enfatiza la necesidad de ser disciplinado a la hora de comprar y vender. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La menor presión para mantener liquidez otorga a los gestores más flexibilidad para elegir cuándo comprar y vender sus posiciones en el mercado privado.

métodos de valoración fiables para los fondos cerrados. Sin embargo, la naturaleza que tiene este tipo de fondos reduce la complejidad de precios que entrañan los semilíquidos, ya que los cerrados tienen una forma más sincronizada de llamar y distribuir simultáneamente el capital a todos los inversores.

VENTAJAS DE LOS REEMBOLSOS

Para los inversores, la capacidad de solicitar reembolsos a su discreción es una característica siempre atractiva. Las estructuras semilíquidas facilitan la elección de los reembolsos en comparación con las soluciones de mercados privados convencionales y menos líquidas. Concretamente, los fondos semilíquidos ofrecen una opción que permite reembolsos periódicos, generalmente trimestrales, sujetos a algunos niveles (un mecanismo orientado a restringir los reembolsos por encima de determinado porcentaje). El mecanismo de reembolso permite a los gestores de fondos distribuir el efectivo de manera ordenada, brindando a los inversores la opción de ajustar su exposición a lo largo del tiempo y obtener liquidez de una solución que hasta ahora era menos líquida.

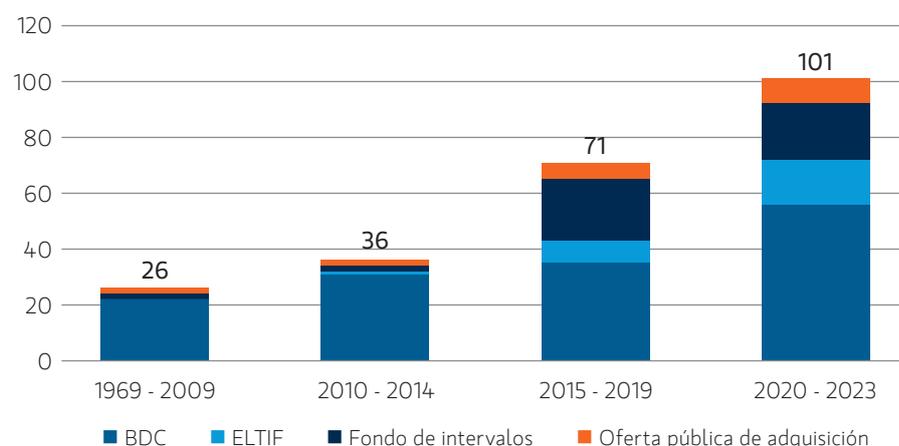
De todas formas, existen otros mecanismos de provisión de liquidez, como suscripciones que reemplacen a los reembolsos y, en algunos casos, líneas de crédito. Aunque las dos son útiles, el equipo considera que no se debe depender plenamente de ellas.

Más bien, los inversores deben valorar las opciones de reembolso para determinar cuál es la más apropiada para sus necesidades, a la par que deben evaluar las posibles desventajas en la prima de iliquidez que buscan y si creen que recibirán un nivel adecuado de riesgo y rentabilidad. Las respuestas variarán para cada estrategia semilíquida y la tolerancia de cada inversor.

GRÁFICO 4

Proliferan los fondos de crédito privado para satisfacer la demanda de los inversores

Lanzamiento de fondo de crédito privado



Fuente: Preqin, Morgan Stanley Investment Management. A 31 de diciembre de 2023.

OTRAS CONDUCTAS DE LOS INVERSORES

Al demandar más liquidez los inversores, la conducta del gestor puede cambiar y afectar al perfil de riesgo y rentabilidad del fondo. En una estructura semilíquida, el gestor puede verse sometido a presión para desplegar efectivo rápidamente y de esta forma evitar que este lastre la rentabilidad y, en respuesta, rebajar los estándares de suscripción. Por otro lado, puede que también se vea obligado a satisfacer los reembolsos vendiendo, y así atender a las órdenes de los inversores. Por su parte, las estructuras más tradicionales otorgan a los gestores la flexibilidad de desplegar activos y liquidarlos según consideren a lo largo del tiempo.

En consecuencia, el proceso de inversión no es tan directo para el gestor de fondos semilíquidos, por lo que se debe emplear un enfoque disciplinado hacia la venta de activos para evitar tener que vender a la fuerza. Los mecanismos por pasarelas o “gating mechanisms”, que permiten a los gestores limitar los reembolsos, ayudan en este sentido. Sin embargo, pueden correr el riesgo de provocar la insatisfacción de algunos clientes si no se gestionan adecuadamente. Los gestores también pueden mitigar los riesgos de liquidez contando con una base de inversores diversificada.

La popularidad del crédito privado

El crédito privado es un segmento en crecimiento de los mercados privados, cuyo total de activos bajo gestión y capital comprometido asciende a cerca de 1,7 trillones de USD tan solo en Estados Unidos³.

Los vehículos semilíquidos están pasando a formar parte de esta historia de crecimiento, impulsados por el creciente número de lanzamientos de fondos en los últimos años, en especial de 2020 a 2023 (Gráfico 4).

Si bien la disponibilidad de fondos semilíquidos a lo largo de los mercados privados es cada vez mayor, el crédito privado es hasta la fecha el segmento de mayor crecimiento. Las estructuras de inversión principales incluyen las BDC, los fondos de inversión a largo plazo europeos (ELTIF), los fondos de intervalos y las ofertas públicas de adquisición (“tender offers”). Las estructuras de SICAV Parte II también están ganando popularidad y están cada vez más disponibles en Europa y Asia.

No sorprende que esta clase de activos haya registrado un crecimiento tan sólido, en tanto que los títulos de crédito privado reúnen una

serie de características que se adaptan muy bien a una estructura semilíquida, a saber:

- pagos contractuales a través de cupones regulares
- liquidez conocida gracias al reembolso del capital principal al vencimiento
- valoración coherente mediante parámetros normalizados”

Conclusión

Es probable que el crecimiento de los fondos semilíquidos continúe, ya que, como se ha explicado, cuentan con numerosas ventajas para los

inversores que desean obtener exposición a los mercados privados a través de estos vehículos. No obstante, también presentan varias diferencias clave con respecto a los fondos de capital fijo tradicionales (“close end”) que los inversores deben valorar detenidamente. Por otro lado, los inversores también deben considerar las características de inversión de cada clase de activos dentro de una estructura de capital variable (“open-ended”) y cómo una asignación a este tipo de fondos puede complementar su estrategia general. Además, en cuanto a la disponibilidad de vehículos semilíquidos en inversiones

alternativas, esta es cada vez mayor, y ha registrado su mayor incremento en el ámbito del crédito privado. Si bien esta evolución no resulta sorprendente, dada la idoneidad de esta clase de activos para las estructuras semilíquidas, el equipo considera que es tan solo el comienzo de una tendencia secular más a largo plazo que alcanzará a todos los mercados privados. En pocas palabras, tanto los inversores patrimoniales como los institucionales desean acceder al potencial de rentabilidad y a las ventajas de diversificación que ofrecen los mercados privados, y es ahora cuando se está haciendo posible.

³ Morgan Stanley. Herramienta de seguimiento de crédito privado. A 29 de julio de 2024.

Consideraciones Sobre Riesgos

Las inversiones alternativas son especulativas e implican un alto grado de riesgo. Los inversores podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión. Las inversiones alternativas solo son adecuadas para inversores a largo plazo dispuestos a renunciar a la liquidez y poner su capital en riesgo durante un periodo indefinido. Las inversiones alternativas suelen ser altamente ilíquidas, no existe un mercado secundario para los fondos privados y pueden existir restricciones a los reembolsos o las cesiones o la transmisión de otro modo de las inversiones en dichos fondos. Los fondos de inversión alternativos a menudo asumen apalancamiento y llevan a cabo otras prácticas especulativas que pueden incrementar la volatilidad y el riesgo de pérdida. Las inversiones alternativas suelen implicar comisiones y gastos más altos que otros vehículos de inversión y tales comisiones y gastos reducirán las rentabilidades que obtengan los inversores.

En el desempeño habitual de su actividad, Morgan Stanley lleva a cabo una amplia variedad de actividades, entre otros, servicios de asesoramiento financiero, banca de inversión, actividades de gestión de activos y patrocinio y gestión de fondos de inversión privados. Al llevar a cabo estas actividades, los intereses de Morgan Stanley pueden ser opuestos a los intereses de los clientes.

Los fondos de inversión alternativos a menudo no están regulados, no están supeditados a los mismos requisitos regulatorios que los fondos convencionales y no están obligados a facilitar información periódica sobre precios o valoraciones a los inversores. Puede que las estrategias de inversión que se describen en las páginas anteriores no sean aptas a tenor de sus circunstancias específicas del destinatario; por consiguiente, debe consultar a sus propios asesores fiscales, jurídicos u otros, tanto al inicio de cualquier operación como de manera continuada para determinar su idoneidad. No se deben realizar inversiones sin valorar adecuadamente los riesgos y el asesoramiento de su asesor fiscal, contable, jurídico u otro que usted estime oportuno.

Morgan Stanley es una sociedad de valores de servicios integrales que ofrece una amplia gama de servicios financieros como, por ejemplo, negociación de valores y actividades de intermediación, banca de inversión, investigación y análisis, financiación y servicios de asesoramiento financiero. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

AVISO IMPORTANTE

El único fin de este documento es informar y de ninguna manera tiene como objetivo constituir oferta o invitación a comprar o vender valores, inversiones o servicios otros, o atraer fondos o depósitos. Es posible que no todas las inversiones que se mencionan sean adecuadas para todos los inversores. Los productos que aquí se aborden podrán adquirirse solo después de que el cliente haya revisado detenidamente el memorando de oferta y firmado los documentos de suscripción.

No existen garantías de que una estrategia de inversión vaya a funcionar en todas las condiciones de mercado, por lo que cada inversor debe evaluar su capacidad para invertir a largo plazo, especialmente en periodos de retrocesos en el mercado.

Los puntos de vista y las opiniones y/o los análisis expresados pertenecen al autor o al equipo de inversión en la fecha de elaboración de este documento, podrán variar en cualquier momento sin previo aviso debido a las condiciones del mercado o económicas y podrían no llegar a materializarse. Además, tales opiniones no se actualizarán o revisarán de otro modo con el fin de recoger la información disponible o las circunstancias existentes y los cambios que se produzcan después de la fecha de publicación. Las opiniones expresadas no reflejan las de todo el personal de inversión de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) ni los de sus sociedades dependientes o filiales (en conjunto 'la firma') y podrían no plasmarse en todos los productos y las estrategias que esta ofrece.

Las previsiones y/o las estimaciones que se facilitan en este documento pueden variar y no llegar a materializarse. La información relativa a rentabilidades de mercado previstas y perspectivas de mercado se basa en los estudios, los análisis y las opiniones de los autores o el equipo de inversión. Estas conclusiones son de naturaleza especulativa, pueden no llegar a producirse y no pretenden predecir la rentabilidad futura de ningún producto o estrategia concretos que ofrece la firma. Los resultados futuros pueden diferir significativamente dependiendo de factores tales como cambios en los títulos, los mercados financieros o las condiciones económicas en general.

Este documento se ha preparado sobre la base de información disponible de forma pública, datos desarrollados internamente y otras fuentes externas consideradas fiables. Sin embargo, no se formula declaración alguna con respecto a su exactitud y la firma no ha buscado verificar de forma independiente la información obtenida de fuentes públicas y de terceros.

Este documento es una comunicación general que no es imparcial y toda la información provista se ha elaborado exclusivamente a efectos ilustrativos y formativos y no constituye una oferta o una recomendación para comprar o vender títulos concretos ni para adoptar una estrategia de inversión determinada. La información recogida en este documento no se ha elaborado atendiendo a las circunstancias particulares de ningún inversor y no constituye asesoramiento de inversiones ni debe interpretarse en modo alguno como asesoramiento fiscal, contable, jurídico o regulatorio. Por consiguiente, antes de tomar una decisión de inversión, los inversores deben consultar a un asesor jurídico y financiero independiente para que les informe sobre las consecuencias fiscales de tal inversión.

Los diagramas y los gráficos que se recogen en este documento se proporcionan con fines meramente ilustrativos. **La rentabilidad histórica no es garantía de resultados futuros.**

Los índices no están gestionados y no incluyen gastos, comisiones o gastos de suscripción. No es posible invertir directamente en un índice. La propiedad intelectual de los índices que se mencionan en este documento (incluidas las marcas comerciales registradas) corresponde al concedente de la licencia correspondiente. Los concedentes de licencia no patrocinan, respaldan, venden ni promocionan en modo alguno ningún producto basado en índices, por lo que no tendrán responsabilidad alguna a este respecto.

Este documento no es un producto del departamento de análisis de Morgan Stanley y no debe considerarse un documento de análisis o una recomendación basada en análisis.

La firma no ha autorizado a intermediarios financieros a utilizar y distribuir este documento salvo que su uso o su distribución sean conformes con las disposiciones legislativas y reglamentarias aplicables. Además, los intermediarios financieros deberán comprobar por sí mismos que la información recogida en este documento es adecuada para las personas destinatarias, teniendo en cuenta sus circunstancias y sus objetivos. La firma no será responsable del uso o el uso inapropiado de este documento por cualesquiera tales intermediarios financieros y declina toda responsabilidad al respecto.

Este documento podrá traducirse a otros idiomas. Cuando se haga tal traducción, la versión en inglés se considerará definitiva. En caso de discrepancias entre la versión en inglés y cualquier versión de este documento en otro idioma, prevalecerá la versión en inglés.

La totalidad o parte de este documento no puede ser reproducida, copiada, modificada, utilizada para crear un trabajo derivado, ejecutada, mostrada, publicada, cargada, objeto de licencia, enmarcada, distribuida o transmitida directa o indirectamente ni cualquiera de sus contenidos divulgados a terceros sin el consentimiento expreso por escrito de la firma. Este documento no puede ser objeto de enlace a menos que el hipervínculo sea para uso personal y no comercial. Toda la información que figura en este documento es propia y cuenta con la protección de la legislación sobre derechos de autor y demás leyes aplicables.

Eaton Vance forma parte de Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management es la división de gestión de activos de Morgan Stanley.

DISTRIBUCIÓN

Este documento se dirige exclusivamente a personas que residan en jurisdicciones donde la distribución o la disponibilidad de la información que aquí se recoge no vulneren las leyes o los reglamentos locales y solo se distribuirá entre estas personas.

MSIM, división de gestión de activos de Morgan Stanley (NYSE: MS), y sus filiales disponen de acuerdos a fin de comercializar los productos y servicios de cada compañía. Cada filial de MSIM está regulada según corresponda en la jurisdicción en la que opera. Las filiales de MSIM son: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance

Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC y Atlanta Capital Management LLC.

Este documento lo ha emitido una o más de las siguientes entidades:

EMEA

Este documento se dirige únicamente a clientes profesionales/acreditados.

En la UE, los documentos de MSIM y Eaton Vance los emite MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). FMIL está regulada por el Banco Central de Irlanda y está constituida en Irlanda como sociedad de responsabilidad limitada con el número de registro 616661 y tiene su domicilio social en 24-26 City Quay, Dublín 2, D02 NY19 (Irlanda).

Fuera de la UE, los documentos de MSIM los emite Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd.), autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Inscrita en Inglaterra. Número de registro: 1981121. Domicilio social: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suiza, los documentos de MSIM los emite Morgan Stanley & Co. International plc, London (Zurich Branch). Autorizada y regulada por la Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Domicilio social: Beethovenstraße 33, 8002 Zürich (Suiza).

Fuera de Estados Unidos y la UE, los documentos de Eaton Vance los emite Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMIL") 125 Old Broad Street, Londres EC2N 1AR (Reino Unido), que está autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera.

Italia: MSIM FMIL (Milan Branch) (Sede Secundaria di Milano), Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milán (Italia). **Países Bajos:** MSIM FMIL (Amsterdam Branch), Rembrandt Tower, 11th Floor, Amstelplein 1, 1096HA (Países Bajos). **Francia:** MSIM FMIL (Paris Branch), 61 rue de Monceau, 75008 Paris (Francia). **España:** MSIM FMIL (Madrid Branch), calle Serrano 55, 28006 Madrid (España). **Alemania:** MSIM FMIL (Frankfurt Branch), Große Gallusstraße 18, 60312 Fráncfort del Meno (Alemania) (Gattung: Zweigniederlassung [FDI] gem. § 53b KWG). **Dinamarca:** MSIM FMIL (Copenhagen Branch), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 2, 1609 Copenhagen V (Dinamarca).

ORIENTE MEDIO

Dubái: MSIM Ltd (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubái, 506501 (Emiratos Árabes Unidos). Teléfono: +97 (0)14 709 7158). Este documento se distribuye en Dubai International Financial Centre por Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office), entidad regulada por la Autoridad de servicios financieros de Dubái ("DFSA"). Tiene como único fin su uso por clientes profesionales y contrapartes de mercado. Este documento no tiene como fin su distribución a clientes minoristas, que no deberán basar sus decisiones en la información que aquí se recoge.

Este documento se refiere a un producto financiero que no ha sido regulado ni aprobado de ninguna manera por la DFSA. La DFSA no tiene la responsabilidad de revisar o verificar ningún documento en relación con este producto financiero. Por consiguiente, la DFSA no ha aprobado este documento ni cualquier otro conexo ni ha tomado ninguna medida orientada a verificar la información recogida en este documento, por el que carece de responsabilidad. El producto financiero al que se refiere este documento puede no ser líquido y su reventa o su transmisión pueden estar supeditadas a restricciones. Los inversores potenciales deben llevar a cabo su propio procedimiento de diligencia debida en relación con el producto financiero. Si no comprende el contenido de este documento, consulte a un asesor financiero autorizado.

ESTADOS UNIDOS

SIN SEGURO DE LA FDC | SIN GARANTÍA BANCARIA | POSIBLES PÉRDIDAS DE VALOR | SIN LA GARANTÍA DE NINGUNA AGENCIA DEL GOBIERNO FEDERAL | NO ES UN DEPÓSITO

América Latina (Brasil, Chile Colombia, México, Perú y Uruguay)

Este documento se destina a que lo utilicen exclusivamente inversores institucionales o inversores aptos. Toda la información aquí incluida es confidencial y tiene como único fin su uso y su análisis por el destinatario legítimo, que no podrá facilitarse a terceros. Este documento se facilita con fines meramente informativos y no constituye oferta pública, invitación o

recomendación para comprar o vender cualquier producto, servicio, valor o estrategia. Las decisiones de invertir solo se deben tomar después de leer la documentación de la estrategia y de llevar a cabo un procedimiento de diligencia debida en profundidad e independiente.

ASIA-PACÍFICO

Hong Kong: Este documento lo difunde Morgan Stanley Asia Limited para utilizarse en Hong Kong y únicamente podrá facilitarse a "inversores profesionales", según se define este término en la Ordenanza de valores y futuros (Securities and Futures Ordinance) de Hong Kong (capítulo 571). El contenido de este documento no lo ha revisado ni aprobado ninguna autoridad reguladora, ni siquiera la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. En consecuencia, salvo en casos de exención conforme a la legislación pertinente, este documento no podrá emitirse, facilitarse, distribuirse, dirigirse ni ofrecerse al público en Hong Kong. **Singapur:** Este documento lo difunde Morgan Stanley Investment Management Company y no podrá facilitarse o distribuirse, directa o indirectamente, a personas en Singapur que no sean (i) inversores acreditados, (ii) inversores expertos o (iii) inversores institucionales según la definición que se le atribuye a este término en el artículo 4A de la Ley de valores y futuros (Securities and Futures Act), Capítulo 289 de Singapur (la "SFA") o (iv) de otro modo de conformidad y de acuerdo con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. La Autoridad Monetaria de Singapur no ha revisado esta publicación. **Australia:** Este documento lo facilitan Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL n.º 314182 y sus filiales y no constituye oferta de derechos. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited dispone la prestación de servicios financieros por filiales de MSIM a clientes mayoristas australianos. Solo se ofrecerán derechos en circunstancias en que no se requiera comunicación al respecto con arreglo a la Ley de sociedades (Corporations Act) de 2001 (Cth) (la "Ley de sociedades"). No se pretende que ninguna oferta de derechos constituya una oferta de derechos en circunstancias en que se requiera comunicación conforme a la Ley de sociedades y solo se realizará a personas que reúnan los criterios para ser consideradas "clientes mayoristas" (según la definición que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades). Este documento no se depositará ante la Comisión de valores e inversiones de Australia.

Japón

En el caso de los inversores profesionales, este documento se facilita o se distribuye solo con fines informativos. En el caso de aquellas personas que no sean inversores profesionales, este documento se distribuye en relación con el negocio de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") con respecto a contratos de gestión discrecional de inversiones y contratos de asesoramiento de inversiones. Este documento no se concibe como una recomendación o una invitación para llevar a cabo operaciones ni ofrece ningún instrumento financiero concreto. En virtud de un contrato de gestión de inversiones, con respecto a la gestión de activos de un cliente, el cliente ordena políticas de gestión básicas por adelantado y encarga a MSIMJ que tome todas las decisiones de inversión con base en un análisis del valor de los títulos, entre otros factores, y MSIMJ acepta dicho encargo. El cliente deberá delegar en MSIMJ las facultades necesarias para realizar inversiones. MSIMJ ejerce las facultades delegadas con base en las decisiones de inversión de MSIMJ y el cliente se abstendrá de emitir instrucciones concretas. Todos los beneficios y las pérdidas de inversión pertenecen a los clientes; el capital principal no está garantizado. Antes de invertir, estudie los objetivos de inversión y la naturaleza de los riesgos. Se aplicará una comisión de asesoramiento de inversiones por contratos de asesoramiento de inversiones o contratos de gestión de inversiones, en proporción al plazo del contrato y en función de la cantidad de activos objeto del contrato, multiplicada por cierto tipo (como máximo, del 2,20% anual, impuestos incluidos). En el caso de algunas estrategias, puede aplicarse una comisión de contingencia, además de la comisión que se menciona anteriormente. También puede incurrirse en gastos indirectos, como comisiones de intermediación de valores registrados. Dado que estos gastos y comisiones varían en función del contrato y otros factores, MSIMJ no puede indicar los tipos, los límites máximos, etc. por adelantado. Todos los clientes deben leer minuciosamente los documentos que se facilitan antes de la suscripción de un contrato antes de formalizarlo. Este documento lo distribuye en Japón MSIMJ, sociedad inscrita con el número 410 (Dirección de la oficina financiera local de Kanto (sociedades de instrumentos financieros)), afiliación: Japan Securities Dealers Association, Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association y Type II Financial Instruments Firms Association.