

Private credit semiliquido: una rivoluzione silenziosa

APPROFONDIMENTI D'INVESTIMENTO | PRIVATE MARKETS DISTRIBUTION | Novembre 2024

Punti salienti

- Nei mercati privati, le strutture innovative dei fondi hanno aperto ai canali di intermediazione e gestione patrimoniale la porta, un tempo chiusa, degli investimenti alternativi.
- Queste strutture, note come fondi semiliquidi, offrono una serie di vantaggi fondamentali per gli investitori patrimoniali, con caratteristiche pensate per rispondere alle loro specifiche esigenze in termini di liquidità, rischio e performance.
- I fondi semiliquidi hanno registrato la crescita più rapida nel segmento del private credit, una classe di attivo che presenta caratteristiche di liquidità, diversificazione e valutazione ideali per questo tipo di struttura.

La democratizzazione dell'accesso agli investimenti alternativi

Secondo un recente rapporto, l'AUM degli strumenti alternativi raggiungerà USD 29,2 trilioni nel 2029, con un aumento del 74% rispetto al 2016.¹ Vista la crescita robusta che gli investimenti in strumenti alternativi continuano a registrare, il numero di investitori sta inevitabilmente aumentando, in quanto i fornitori di fondi puntano sull'innovazione per soddisfare un insieme più diversificato di esigenze degli investitori.

In particolare, il segmento della gestione patrimoniale sta emergendo rapidamente come un'area di crescita cruciale dei mercati privati. McKinsey prevede che entro il 2025 le allocazioni nei mercati privati comprenderanno il 3-5% degli asset affidati a gestori patrimoniali negli Stati Uniti, a fronte del 2% del 2020, il che corrisponde a un aumento da USD 500 miliardi a 1,3 trilioni.² La domanda degli investitori di una maggiore liquidità e accessibilità rappresenta un aspetto sempre più importante dell'ascesa silenziosa ma costante degli strumenti alternativi nel canale della gestione patrimoniale.

I gestori patrimoniali stanno rispondendo a queste esigenze sviluppando nuove strutture di fondi e adattando le proprie strategie. In breve, stanno "democratizzando" l'accesso a una serie di classi di attivi dei mercati privati

AUTORE



PATRICK REID, CFA
Managing Director,
Private Markets
Distribution

Si rimanda a pagina 4 per "Note informative importanti".

¹ Preqin. "Mercati privati globali diretti oltre i USD 30 trilioni entro il 2030." 18 settembre 2024.

² McKinsey. "Gestione patrimoniale US: Un'agenda di crescita per il prossimo decennio". 16 febbraio 2022.

che storicamente erano destinati solo agli investitori istituzionali, rendendole disponibili a un pubblico più ampio di investitori.

Spesso denominati fondi semiliquidi, queste strutture innovative offrono diversi vantaggi agli investitori professionali e non professionali che

si rivolgono al canale della gestione patrimoniale.

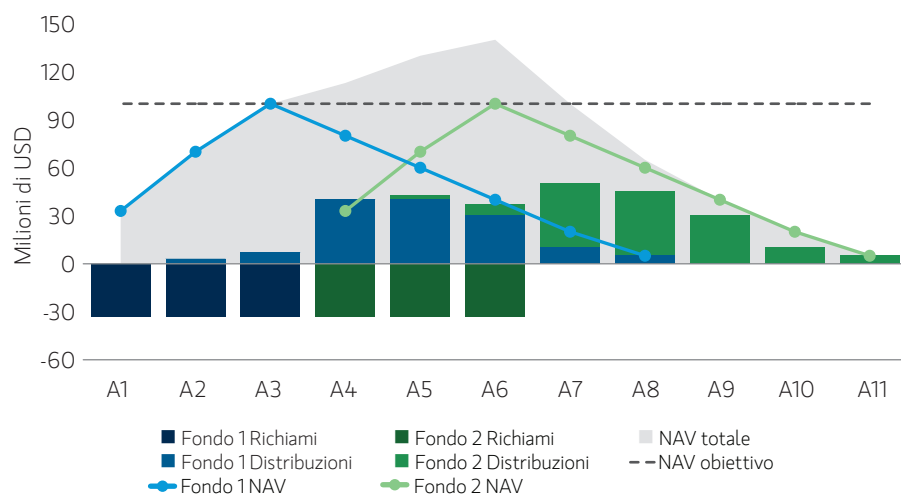
Vi sono anche importanti aspetti legati alla liquidità e alla performance che gli investitori devono tenere in considerazione. In questo documento, illustriamo le principali caratteristiche dei fondi semiliquidi. Successivamente evidenzieremo l'idoneità dei fondi semiliquidi per il private credit, un settore dei mercati privati caratterizzato da una crescente domanda.

FIGURA 1

Richiami e distribuzioni: fondi semiliquidi vs fondi drawdown

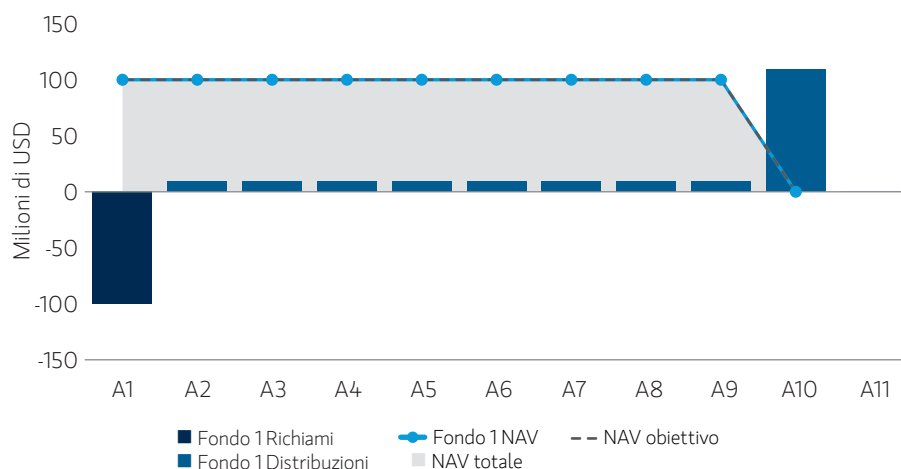
Strutture dei fondi drawdown

Gli investitori che utilizzano strutture di drawdown tradizionali devono investire in più fondi per conservare nel tempo la loro esposizione target a una determinata classe di attivo. La loro esposizione totale corrisponderà al valore patrimoniale netto (NAV) combinato di tali fondi, che può oscillare in funzione delle diverse scadenze dei richiami di capitale e delle distribuzioni di liquidità. Questi fattori, fondamentali per determinare il NAV di un fondo, spesso complicano l'allineamento delle esposizioni effettive e target. Di conseguenza, gli investitori devono prestare maggiore attenzione alla gestione delle scadenze degli impegni, dei vari flussi di cassa e della rendicontazione consolidata, anche dal punto di vista fiscale.



Strutture di fondi semiliquidi

Le strutture semiliquide interamente finanziate consentono agli investitori di ottenere immediatamente l'esposizione desiderata attraverso un unico impegno, mantenendo al contempo un'esposizione vicina alla loro allocazione obiettivo. I fondi puntano a offrire flussi di cassa regolari. Sebbene non siano garantiti e siano soggetti a massimali, i fondi semiliquidi mirano anche a offrire la piena liquidità in un'unica operazione di riscatto.



Fonte: Morgan Stanley Investment Management. Dati aggiornati al 12 novembre 2024. Le dichiarazioni sopra riportate riflettono i giudizi e le opinioni di MSIM alla data di redazione e non in date successive e non saranno aggiornate né integrate. A esclusivo scopo illustrativo. Non è rappresentativo di alcuna transazione effettiva o prevista. I trend storici non sono indicativi dei risultati futuri. Ogni previsione può essere modificata e potrebbe non realizzarsi a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato o economiche.

Investire in modo continuativo

I fondi tradizionali del mercato privato, noti come fondi drawdown o chiusi, hanno in genere un predefinito periodo di commercializzazione predefinito dopo il quale il gestore degli investimenti ("General Partner" o "GP") richiede agli investitori ("Limited Partner" o "LP") di versare gradualmente il capitale sottoscritto, di norma nell'arco di quattro-sei anni. Di contro, i fondi semiliquidi sono aperti e offrono un accesso continuo, consentendo agli investitori di rimanere investiti per tutto il tempo che desiderano. Dal punto di vista degli investitori, questa è vista come una possibilità di democratizzazione degli strumenti alternativi in quanto li rende più simili agli investimenti tradizionali per quanto riguarda le modalità di transazione. Per attrarre gli investitori verso queste nuove strutture, gli importi minimi di investimento sono stati abbassati da alcune autorità di regolamentazione, attraverso l'introduzione di nuove tipologie di veicoli di investimento.

Oltre la due diligence stop/start

Gli intermediari e i gestori patrimoniali dedicano gran parte del proprio tempo a svolgere attività di due diligence per conto degli investitori per inserire i prodotti "sulla piattaforma". Quando i fondi sono chiusi, il processo richiede solitamente

L'idea in breve

ACCESSO MIGLIORATO: sono emerse soluzioni innovative per fondi che semplificano le procedure di allocazione e di riscatto, allargando l'accesso agli investimenti agli intermediari e ai gestori patrimoniali all'interno dei mercati privati.

DIFFERENZA: le strutture semiliquide sono state concepite per soddisfare le specifiche esigenze del canale di intermediazione e gestione patrimoniale e, rispetto ai fondi chiusi tradizionali, ciò comporta diverse differenze che gli investitori dovrebbero valutare.

DISPONIBILITÀ: il lancio di fondi semiliquidi è in crescita nei mercati privati, in particolare in quello del private credit, una classe di attivo che offre pagamenti costanti, liquidità d'investimento nota, metodi di valutazione consolidati e potenziale di diversificazione.

di eseguire una due diligence sul gestore del fondo e sulla strategia. Dopodiché, tale processo viene ripetuto ogni volta che il gestore offre nuovi prodotti sul mercato.

Per ciascun fondo chiuso, il gestore deve occasionalmente coinvolgere il proprio team addetto alla due diligence e quindi, una volta approvato l'esito dell'attività di due diligence, promuovere l'offerta all'interno di una tipica finestra di marketing breve e limitata. Le soluzioni semiliquide aperte facilitano l'attività di due diligence stop/start. La loro struttura consente all'intermediario o al gestore di sottoscrivere in anticipo e, successivamente, di concentrarsi sul monitoraggio e sulle continue attività di marketing, anziché avviare ogni volta un nuovo processo.

La disponibilità di prodotti "on the shelf" consente agli investitori di acquisire un'esposizione quando lo desiderano. In un certo senso, il vantaggio non è dissimile dalla possibilità di effettuare allocazioni a una serie di fondi nel corso tempo, ma in maniera molto più efficiente, offrendo agli investitori una scelta più ampia in termini di esposizione e diversificazione dell'anno di emissione del fondo.

A differenza dei fondi chiusi, se le condizioni cambiano, le strutture semiliquide offrono agli investitori la flessibilità necessaria per modificare le allocazioni secondo quanto ritengano opportuno.

Semplificazione a livello operativo

Sul piano operativo, evitare le richieste di richiami periodici di capitale rappresenta un aspetto alquanto gradito sia per gli intermediari che per gli investitori finali. Nelle strutture semiliquide, il capitale viene impegnato e richiamato una sola volta, dopodiché gli investitori possono scegliere di effettuare ulteriori sottoscrizioni. La possibilità di assumere un impegno una sola volta, come nei fondi tradizionali, è assai apprezzata da numerosi investitori. Facciamo un paragone con un tipico fondo chiuso dei mercati privati: i richiami di capitale e gli investimenti si susseguono nell'arco di diversi anni, obbligando l'investitore a gestire attentamente il capitale impegnato per soddisfare i richiami futuri.

Per gli intermediari e i gestori patrimoniali, i fondi semiliquidi richiedono meno risorse. L'esigenza dei team operativi di monitorare e comunicare i richiami di capitale imminenti (o passati, ai quali un investitore potrebbe non aver ottemperato o abbia ottemperato con ritardo) è di gran lunga minore per le strutture semiliquide.

Considerazioni

RENDIMENTO DEGLI INVESTIMENTI

I fondi chiusi tradizionali sono concepiti per motivi d'investimento

specifici. Ad esempio, richiamando il capitale solo in caso di necessità, i gestori dei fondi cercano di massimizzare il tasso interno di rendimento (IRR) e il multiplo del capitale investito (MOIC) dei clienti, investendo nelle migliori opportunità quando si presentano sul mercato. Questa soluzione offre agli investitori la possibilità di utilizzare la liquidità nel periodo in cui il gestore del fondo chiuso non richiama il capitale.

L'investimento iniziale per i fondi semiliquidi può avere diverse implicazioni in termini di rendimento. La responsabilità dell'impiego del capitale passa al gestore del fondo, che deve cercare di agire tempestivamente per evitare il "cash drag" sui rendimenti, ossia il minor rendimento della liquidità presente in portafoglio che diluisce il rendimento complessivo.

Ma rinunciando a controllare le tempistiche dei cash flow, il gestore del fondo semiliquido deve solitamente mantenere una "componente di liquidità", costituita da contante e/o investimenti sul mercato pubblico, in modo da conservare il capitale qualora non possa essere immediatamente utilizzato per cogliere un'opportunità di investimento sul mercato privato.

Il capitale non utilizzato nella componente di liquidità può influire sul rendimento complessivo, in

funzione, naturalmente, della sua performance rispetto al mercato privato di riferimento. Gli investitori che valutano i fondi semiliquidi devono considerare detta caratteristica e decidere se il premio di illiquidità sia accettabile e se abbia senso detenere un determinato livello di liquidità.

PROFILO DI RISCHIO

A fronte di richiami di capitale iniziali in fondi semiliquidi, il gestore degli investimenti deve impiegare l'intero capitale. Come precedentemente indicato, i gestori che non sono in grado di investire rapidamente nei mercati privati possono investire altrove, ad esempio nelle classi di attivo tradizionali. Inevitabilmente, tale esposizione può aumentare la correlazione con i

mercati tradizionali. Sarebbe utile per gli investitori comprendere l'effetto che tale esposizione può avere sul profilo di rischio.

VALUTAZIONE

Sia per gli investitori entranti che uscenti, la fiducia e un calcolo accurato delle valutazioni sono elementi fondamentali nelle strutture semiliquide. Potrebbero, ad esempio, presentarsi problemi qualora gli investitori decidessero di vendere a fronte di valutazioni elevate e ciò avvenisse a spese dei rimanenti investitori. Analogamente, gli investitori che acquistano a fronte di punti di ingresso sottovalutati potrebbero penalizzare altri partecipanti del fondo. Naturalmente, i problemi di valutazione possono

essere mitigati adottando procedure di valutazione adeguate. Gli investitori devono valutare le procedure attraverso il processo di due diligence e selezionare solo le strategie che evidenziano una capacità costante di determinare il prezzo degli investimenti in modo equo per tutti gli investitori.

Come nel caso delle strutture semiliquide, anche per i fondi chiusi è fondamentale disporre di metodi di valutazione affidabili. Tuttavia, la maggiore sincronia nei richiami e nella distribuzione del capitale a tutti gli investitori del fondo, che avvengono contemporaneamente, riduce la complessità di determinazione dei prezzi che i fondi semiliquidi si trovano ad affrontare.

FIGURA 3
Differenze chiave

Fondi semiliquidi	Fondi chiusi
<ul style="list-style-type: none">▪ RENDIMENTI: una parte del capitale è solitamente conservata sotto forma di liquidità e/o investimenti su mercati pubblici in una componente di liquidità, il che implica che una quota dei rendimenti del fondo deriva dai mercati tradizionali.	<ul style="list-style-type: none">▪ I gestori di fondi cercano di massimizzare l'IRR e il MOIC dei clienti richiamando il capitale da investire solo quando si presentano le migliori opportunità sul mercato.
<ul style="list-style-type: none">▪ RISCHIO: le correlazioni per gli attivi detenuti nella componente di liquidità potrebbero essere più elevate per quanto riguarda gli attivi tradizionali rispetto alle partecipazioni del fondo nei mercati privati.	<ul style="list-style-type: none">▪ Le partecipazioni in attivi pubblici sono limitate rispetto ai veicoli semiliquidi, che dovrebbero offrire un grado di diversificazione aggiuntivo rispetto agli attivi tradizionali.
<ul style="list-style-type: none">▪ VALUTAZIONE: procedure di valutazione chiare e affidabili sono fondamentali per un trattamento equo in termini di determinazione dei prezzi nei confronti degli investitori sia entranti che uscenti.	<ul style="list-style-type: none">▪ I fondi chiusi devono affrontare una minore complessità in sede di valutazione degli attivi, dato il modello relativamente semplice del programma di contribuzione e distribuzione di un fondo.
<ul style="list-style-type: none">▪ RISCATTI: per gli investitori, i meccanismi di riscatto offrono una maggiore flessibilità quando si tratta di riscattare il capitale in maniera più prevedibile e regolare.	<ul style="list-style-type: none">▪ La frequenza delle distribuzioni dipende solitamente dal momento in cui le attività detenute nel fondo vengono monetizzate, un evento che può essere difficile da programmare per gli investitori.
<ul style="list-style-type: none">▪ COMPORTAMENTO DEGLI INVESTITORI: i gestori devono trovare un equilibrio tra l'esigenza di disporre di liquidità e la detenzione in portafoglio di attivi meno liquidi, il che pone ulteriore enfasi sulla necessità di esercitare disciplina nell'acquisto e nella vendita.	<ul style="list-style-type: none">▪ La necessità minore di preservare la liquidità consente ai gestori di agire con maggiore flessibilità nella scelta del momento in cui acquistare e vendere le partecipazioni sul mercato privato.

VANTAGGI DEL RISCATTO

Per gli investitori, la possibilità di inoltrare richieste di riscatto a propria discrezione rappresenta sempre una caratteristica interessante.

Rispetto alle soluzioni tradizionali meno liquide del mercato privato, le strutture semiliquide agevolano le scelte in materia di riscatti. In particolare, i fondi semiliquidi dispongono di un'opzione che consente di effettuare riscatti periodici, in genere a cadenza trimestrale, nel rispetto dei gates del fondo (cioè meccanismi che limitano i riscatti superiori a una determinata percentuale). Il meccanismo di riscatto consente ai gestori di fondi di effettuare pagamenti in contanti in modo ordinato, dando agli investitori la possibilità di adeguare la loro esposizione nel corso del tempo e di attingere liquidità da una soluzione fino a quel momento meno liquida.

Altri meccanismi che consentono di offrire liquidità includono la sostituzione dei riscatti con le sottoscrizioni e, in alcuni casi, le linee di credito. Per quanto utili, si tratta di meccanismi sui quali è sconsigliabile fare completo affidamento.

Gli investitori devono valutare le opzioni di riscatto per determinare quella più adatta alle loro esigenze. Devono inoltre considerare se vi siano eventuali compromessi per quanto concerne il premio di illiquidità e se ritengano che il relativo livello di rendimento e di rischio sia commisurato. Le risposte variano in funzione di ciascuna strategia semiliquida e delle preferenze del singolo investitore.

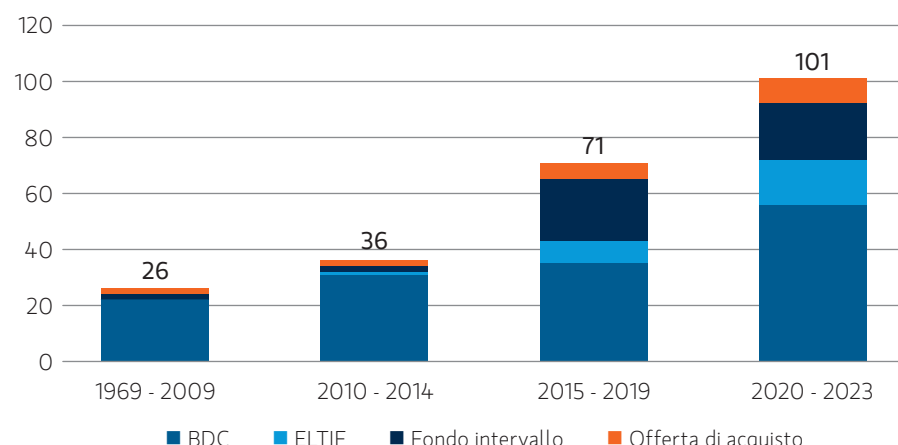
COMPORTAMENTO DI ALTRI INVESTITORI

Introducendo ulteriori richieste di liquidità, il comportamento del gestore può cambiare e influenzare il profilo di rischio e rendimento del fondo. In una struttura semiliquida, il gestore potrebbe sentirsi costretto a impiegare rapidamente

FIGURA 4

I fondi di private credit proliferano per soddisfare la domanda degli investitori

Lancio di fondi di private credit



Fonte: Preqin, Morgan Stanley Investment Management. Dati aggiornati al 31 dicembre 2023.

la liquidità onde evitare il cash drag e, di conseguenza, potrebbe reagire rendendo meno rigidi gli standard di sottoscrizione. Potrebbe inoltre trovarsi in condizioni tali da dover far fronte alle richieste di riscatto mediante operazioni di vendita per soddisfare gli ordini degli investitori. Di contro, le strutture più tradizionali conferiscono ai gestori la flessibilità necessaria per gestire impieghi e riscatti secondo quanto ritengano opportuno nel corso del tempo.

Pertanto, il processo di investimento non è così lineare per i gestori di fondi semiliquidi che devono adottare un approccio disciplinato nei confronti della vendita di attivi qualora desiderino evitare di essere costretti a vendere. I gates del fondo, che consentono ai gestori di limitare i riscatti, sono utili al riguardo. Tuttavia, se gestiti male, rischiano di suscitare insoddisfazione tra i clienti.

I gestori possono inoltre mitigare i rischi di liquidità puntando su un insieme di investitori diversificato.

Popolarità del private credit

Il private credit è un segmento dei mercati privati in crescita, con un patrimonio gestito e una liquidità impegnata pari a circa 1.700 miliardi di dollari solo negli Stati Uniti.³

I veicoli semiliquidi stanno entrando a far parte di questa crescita, favoriti dall'aumento dei lanci di fondi negli ultimi anni, in particolare tra il 2020 e il 2023 (grafico 4).

Benché la disponibilità di fondi semiliquidi stia aumentando in tutti i mercati privati, il private credit è stato finora il segmento che ha registrato la crescita più rapida. Le principali strutture d'investimento includono BDC, fondi d'investimento europei a lungo termine (ELTIF), fondi intervallo e OPA. Le strutture SICAV Parte II sono sempre più riconosciute e disponibili anche in Europa e in Asia.

Il fatto che questa classe di attivo abbia conosciuto una crescita così forte non deve sorprendere. I titoli del private credit presentano diverse caratteristiche che ben si adattano a una struttura semiliquida, ad esempio:

- payout contrattuali tramite cedole periodiche
- liquidità nota grazie alla restituzione del capitale a scadenza
- valutazione costante tramite parametri standardizzati

Conclusioni

La crescita dei fondi semiliquidi è destinata a continuare e, come abbiamo evidenziato, sussistono numerosi vantaggi per gli investitori che desiderano esporsi ai mercati privati attraverso questi veicoli. Teniamo a precisare che rispetto ai fondi chiusi tradizionali vi sono diverse differenze alquanto rilevanti che meritano di essere prese in considerazione dagli investitori. Gli

investitori devono inoltre tenere conto delle caratteristiche d'investimento delle singole classi di attivo all'interno di una struttura aperta e del modo in cui un'allocazione potrebbe integrare la loro strategia complessiva. La disponibilità di veicoli semiliquidi è in aumento in tutto l'universo degli strumenti alternativi e l'incremento maggiore si registra nel private credit. Pur non essendo sorprendente, data l'idoneità di questa classe di attivo per

tali strutture, riteniamo che sia solo l'inizio di una tendenza strutturale a più lungo termine nei mercati privati. In parole povere, gli investitori patrimoniali, al pari dei loro omologhi istituzionali, aspirano ad accedere ai potenziali vantaggi offerti dai mercati privati in termini di rendimento e diversificazione, e ora tutto ciò sta diventando possibile.

³ Morgan Stanley. Private Credit Tracker. Dati aggiornati al 29 luglio 2024.

Considerazioni sui rischi

Gli investimenti alternativi hanno carattere speculativo e comportano un elevato livello di rischio. Gli investitori possono perdere la totalità o una quota consistente del proprio investimento. Gli investimenti alternativi sono adatti solo agli investitori di lungo termine disposti a rinunciare alla liquidità e a mettere a rischio il capitale per un periodo di tempo indefinito. Di norma gli investimenti alternativi sono estremamente illiquidi giacché non esiste un mercato secondario per i fondi privati e potrebbero vigere restrizioni sui riscatti o sulla cessione o altre forme di trasferimento degli investimenti nei fondi privati. I fondi di investimento alternativi spesso ricorrono alla leva finanziaria e altre pratiche speculative suscettibili di incrementare la volatilità e il rischio di perdita. Di regola, gli investimenti alternativi applicano commissioni e spese più elevate rispetto ad altri veicoli d'investimento e tali commissioni e spese avranno l'effetto di abbassare i rendimenti conseguiti dagli investitori.

Di norma, Morgan Stanley svolge un ampio ventaglio di attività tra cui, a titolo puramente esemplificativo, servizi di consulenza finanziaria, investment banking, attività di gestione patrimoniale, sponsorizzazione e gestione di fondi d'investimento privati. Nello svolgimento di queste attività, gli interessi di Morgan Stanley potrebbero entrare in conflitto con gli interessi dei clienti.

I fondi di investimento alternativi sono perlopiù non regolamentati, non sono soggetti ai medesimi requisiti normativi dei fondi comuni e non sono tenuti a fornire agli investitori quotazioni periodiche o informazioni relative alle valutazioni. Le strategie di investimento descritte nelle pagine precedenti possono non essere adatte alle Sue circostanze specifiche; pertanto, La preghiamo di rivolgersi ai Suoi consulenti fiscali, legali o di altro tipo, prima di effettuare una transazione nonché su base continuativa per appurare tale idoneità. Si raccomanda di non effettuare alcun investimento senza considerare attentamente i rischi o aver ricevuto consigli adeguati dai propri esperti in materia fiscale, contabile, legale o altro.

Morgan Stanley è una società di intermediazione mobiliare che offre una gamma completa di servizi finanziari, tra cui attività di intermediazione e negoziazione di titoli, investment banking, ricerca e analisi, finanziamenti e servizi di consulenza finanziaria. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

AVVERTENZA IMPORTANTE

Il presente documento si propone unicamente di fornire informazioni e non intende in alcun modo costituire un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli, altri investimenti o servizi, né attrarre fondi o depositi. Gli investimenti citati potrebbero non essere adatti a tutti i clienti. Qualunque prodotto discusso nel presente documento può essere acquistato solo dopo che il cliente abbia esaminato attentamente il memorandum d'offerta e firmato i documenti di sottoscrizione.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati.

Le opinioni e/o analisi espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutto il personale di investimento in forza presso Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e relative controllate e consociate (collettivamente, la "Società") e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori o del team di investimento. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcuna strategia o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono divergere in misura rilevante sulla scia di sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

Il materiale è stato preparato utilizzando fonti d'informazione pubbliche, dati sviluppati internamente e altre fonti terze ritenute attendibili. Tuttavia, non vengono fornite garanzie circa l'affidabilità di tali informazioni e la Società non ha provveduto a verificare in modo indipendente le informazioni tratte da fonti pubbliche e terze.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale. Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici (compresi i marchi registrati) menzionati nel presente documento, sono proprietà intellettuale dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Il presente materiale non è stato redatto dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale materiale o raccomandazione di ricerca.

La Società non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente materiale, a meno che tale utilizzo e distribuzione non avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente materiale siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente materiale alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. La Società non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente materiale da parte degli intermediari finanziari.

Il presente materiale potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente materiale, farà fede la versione inglese.

Il presente materiale non può essere riprodotto, copiato, modificato, utilizzato per creare un'opera derivata, eseguito, esposto, diffuso, pubblicato, concesso in licenza, incorniciato, distribuito o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto della Società. Proibito collegare link a questo materiale, se non per uso personale e non commerciale. Tutte le informazioni di cui al presente documento sono proprietà intellettuale tutelata dalla legge sul diritto d'autore e altre leggi applicabili.

Eaton Vance fa parte di Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

DISTRIBUZIONE

Il presente materiale è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

MSIM, la divisione di asset management di Morgan Stanley (NYSE: MS), e relative consociate hanno posto in essere accordi per il marketing reciproco dei rispettivi prodotti e servizi. Ciascuna consociata MSIM è debitamente regolamentata nella propria giurisdizione operativa. Le consociate di MSIM sono: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC e Atlanta Capital Management LLC.

Questo materiale è pubblicato da una o più delle seguenti entità:

EMEA

Il presente materiale è destinato all'uso dei soli clienti professionali.

Nelle giurisdizioni dell'UE, i materiali di MSIM ed Eaton Vance vengono pubblicati da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). La FMIL è regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda ed è una private company limited by shares di diritto irlandese, registrata con il numero 616661 e con sede legale in 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY19, Irlanda.

Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In Svizzera, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch (Sede Secondaria di Zurigo), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

Nelle giurisdizioni esterne agli Stati Uniti e all'UE, i materiali di Eaton Vance sono pubblicati da Eaton Vance Management (International) Limited ("EVMIL"), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Italia: MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia. **Paesi Bassi:** MSIM FMIL (filiale di Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Paesi Bassi. **Francia:** MSIM FMIL (filiale di Parigi), 61 rue Monceau, 75008 Parigi, Francia. **Spagna:** MSIM FMIL (filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna. **Germania:** MSIM FMIL (filiale di Francoforte), Grosse Gallusstrasse 18, 60312 Francoforte sul Meno, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Danimarca:** MSIM FMIL (filiale di Copenaghen), Gorrisen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv 2, 1609 Copenhagen V, Danimarca.

MEDIO ORIENTE

Dubai: MSIM Ltd (Ufficio di Rappresentanza, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)4 709 7158). Questo documento è distribuito presso il Dubai International Financial Centre da Morgan Stanley Investment Management Limited (Ufficio di Rappresentanza), un'entità regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority ("DFSA"), ed è destinato all'uso dei soli clienti professionali e controparti di mercato. Il presente documento non è destinato alla distribuzione ai clienti retail e tali clienti non possono agire sulla base delle informazioni in esso contenute.

Questo documento riguarda un prodotto finanziario che non è soggetto ad alcuna forma di regolamentazione o approvazione da parte della DFSA. La DFSA non è responsabile di esaminare o verificare alcun documento in relazione al presente prodotto finanziario. Pertanto, la DFSA non ha approvato questo documento né altra documentazione associata, non ha adottato alcuna misura per verificare le informazioni ivi contenute e declina ogni responsabilità in merito. Il prodotto finanziario a cui si fa riferimento nel presente documento può essere illiquido e/o soggetto a restrizioni relativamente alla sua cessione o trasferimento. Si raccomanda ai potenziali acquirenti di effettuare delle verifiche di due diligence indipendenti sul prodotto finanziario. In caso di dubbi circa il contenuto del presente documento si consiglia di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.

USA

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

America Latina (Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Uruguay)

Il presente materiale è destinato unicamente agli Investitori istituzionali o qualificati. Tutte le informazioni del presente documento sono riservate e a uso esclusivo del destinatario e non possono essere trasmesse a terzi. Questo materiale viene fornito a solo scopo informativo e non è da intendersi come un'offerta, una sollecitazione o una raccomandazione pubblica per l'acquisto o la vendita di prodotti, servizi, titoli o strategie. La decisione di investire deve essere presa solo dopo aver letto la relativa documentazione e aver condotto una due diligence approfondita e indipendente.

ASIA-PACIFICO

Hong Kong: Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente agli "investitori professionali", ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo materiale non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore:** Il presente documento è diffuso da Morgan Stanley Investment Management Company e non può essere trasmesso o distribuito, direttamente o indirettamente, a soggetti di Singapore che non siano (i) "accredited investor", (ii) "expert investor" o (iii) "institutional investor" ai sensi della Section 4A del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA") o (iv) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. La presente pubblicazione non è stata esaminata dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia:** Il presente materiale è fornito da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 e relative consociate e non rappresenta un'offerta di partecipazioni. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited provvede affinché le consociate di MSIM forniscano servizi finanziari ai "clienti wholesale" australiani. Le partecipazioni verranno offerte unicamente in circostanze per le quali non sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) (il "Corporations Act"). Qualsiasi offerta di partecipazioni non potrà intendersi tale in circostanze per le quali sia prevista l'esistenza di informative ai sensi del Corporations Act e verrà proposta unicamente a soggetti che si qualifichino come "clienti wholesale" secondo le definizioni indicate nel Corporations Act. Il presente materiale non verrà depositato presso la Australian Securities and Investments Commission.

Giappone: Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati di gestione discrezionale degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionale o di consulenza di investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,20% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscrivere uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.