

Intervista a William Lock

La filosofia di Buffett sui mercati azionari globali: dare alla qualità una nuova dimensione

AZIONARIO FONDAMENTALE ATTIVO | TEAM INTERNATIONAL EQUITY | INTERVISTA | 2018

Warren Buffett, conosciuto in tutto il mondo come pioniere e grande sostenitore degli investimenti a lungo termine, è molto ammirato e seguito, ma curiosamente poco imitato dai gestori di portafogli azionari long-only destinati agli investitori istituzionali. William Lock prova a illustrarne i motivi e ci spiega in che modo un portafoglio gestito dal suo team ha incorporato la filosofia di Buffett nell'ambito di una strategia d'investimento globale consolidata e di successo che si rivolge agli investitori azionari istituzionali.

AUTORE



WILLIAM LOCK

Managing Director,
Responsabile della
Strategia Global Franchise

Come è nata la filosofia di Buffett?

WILLIAM LOCK (WL): Innanzitutto, di Warren Buffett ce n'è solo uno. Per tanto tempo si è comportato in modo estremamente generoso, illustrando i suoi principi d'investimento a un pubblico vasto e affascinato. Qui ci limitiamo ad analizzare quelli che ci sembrano i cardini della sua filosofia e a spiegare quali fattori crediamo contino davvero. Va ricordato che la paternità delle principali filosofie alla base degli investimenti value viene attribuita a Benjamin Graham, di cui Buffett è stato il discepolo più famoso. Fu infatti Buffett ad adottare l'approccio sottostante di Graham secondo il quale le azioni devono essere considerate come aziende e gli investitori devono calcolare il valore intrinseco di un'azienda in base ai fondamentali finanziari, applicando poi un margine di sicurezza.

In che modo Buffett implementa la sua filosofia?

WL: in un primo momento aveva adottato un approccio essenzialmente quantitativo, che puntava soprattutto sui titoli sottovalutati indipendentemente dalla loro qualità. Una volta che le relative società raggiungevano il valore

intrinseco, vendeva le relative azioni. Nei primi anni della sua collaborazione con Graham, Buffett attuò di fatto un approccio incentrato per lo più sul valore contabile come indicatore del valore intrinseco. È per questo che negli anni '60 investì l'intero capitale che deteneva nelle partnership con Graham in Berkshire Hathaway¹, un'azienda tessile che, dopo innumerevoli ristrutturazioni, finì per essere venduta a un prezzo irrisorio.

Poi cosa successe?

WL: Buffett conobbe Charlie Munger e modificò il suo approccio agli investimenti spostando l'enfasi sul free cash flow, fino a ridefinire la sua interpretazione di valore intrinseco. Buffett illustra questi principi nel suo "Owner's Manual": il valore intrinseco è il valore attuale dei flussi di cassa che possono essere prelevati da un'azienda per tutta la sua vita operativa. Questa definizione coincide con la nostra.

Lo stile di Munger puntava sull'acquisto di titoli di società eccezionali e di facile comprensione, se possibile con uno sconto rispetto al valore intrinseco o altrimenti al valore equo. Munger e Buffett hanno regalato innumerevoli perle di saggezza alla comunità finanziaria. Una delle più note citazioni di Munger – "È molto meglio acquistare un'azienda eccezionale a un prezzo discreto che un'azienda discreta a un prezzo eccezionale" – sintetizza piuttosto bene il suo approccio.

Che cosa intendeva per "aziende eccezionali?"

WL: nient'altro che un'azienda in grado di generare in futuro una redditività del capitale elevata e sostenibile, abbinata a un buon potenziale di crescita.

Come si è poi tradotta la filosofia di Buffett e Munger in termini di posizioni assunte?

WL: dalla fine degli anni '60 fino agli anni '90, Buffett e Munger erano disposti ad acquistare aziende brillanti, quotate e non, purché fossero guidate dai migliori

manager. Il loro obiettivo, riassunto da Buffett nel suo "Owner's Manual", era massimizzare il tasso di crescita medio annuo del valore intrinseco dell'azienda per azione. Non dimentichiamo che, rispetto alla maggior parte degli investitori azionari orientati al lungo termine, Buffett dispone di molti più mezzi per realizzare il proprio obiettivo, perché ad esempio può sfruttare la leva insita nelle compagnie assicurative ed è libero di cercare opportunità tra le società non quotate.

Quali sfide ha incontrato Buffett sul suo cammino?

WL: a partire dagli anni '90, il suo stile è stato influenzato da quello che lui stesso definisce il nemico dei rendimenti superiori: le grandi dimensioni. In altre parole, più un'azienda diventa grande, più necessita di capitali a causa delle sue stesse dimensioni, più fatica a generare rendimenti superiori. A condizione di continuare ottenere rendimenti discreti e sicuri a fronte del capitale investito, Buffett sembra quindi aver ridimensionato la sua stessa definizione di aziende ad alto rendimento. Si spiega così perché abbia deciso di acquistare compagnie di servizi di pubblica utilità e perfino una società ferroviaria, che non sono certo considerate aziende brillanti.

Cosa può fare Buffett in più rispetto ai gestori di portafogli azionari istituzionali?

WL: credo che abbia meno vincoli da rispettare. Ad esempio, Buffett e Munger hanno sempre privilegiato gli investimenti diretti in aziende mediante acquisizioni. Buffett preferisce le società non quotate perché in genere riesce a ottenere un prezzo più conveniente offrendo in cambio un ecosistema vantaggioso per i direttori o i proprietari in un orizzonte di lungo periodo. Ma questo non vuol dire che le cose siano sempre più facili per le aziende quotate. Inoltre, Buffett conosce bene il potere del proprio marchio può arrivare a far valere la propria forza per strappare i prezzi migliori sulle operazioni in linea con la propria filosofia d'investimento

disponibili al proprio veicolo d'investimento Berkshire Hathaway (ha conservato il nome, anche se non l'azienda sottostante). La seconda scelta di Buffett e Munger consiste nell'investire in una società mediante l'acquisto di azioni ordinarie, fino ad arrivare a una partecipazione di controllo o di minoranza. In genere, i gestori azionari long-only non detengono quote dirette, tanto meno di maggioranza, nelle società in cui investono.

In che modo Buffett finanzia i propri acquisti?

WL: Berkshire Hathaway ha due grandi fonti di finanziamento oltre al free cash flow generato dalle aziende in cui investe e dalle posizioni liquide: le imposte differite e le riserve disponibili, cioè i premi percepiti dalle controllate assicurative prima di dover pagare risarcimenti. Grazie soprattutto al successo delle attività di sottoscrizione del ramo grandi catastrofi e di riassicurazione di Berkshire Hathaway e delle polizze auto di GEICO, entrambe le fonti di finanziamento hanno registrato una forte crescita, fino a toccare quota \$151 miliardi nel 2016.²

Che vantaggi apportano queste fonti di finanziamento rispetto ai gestori azionari long-only?

WL: come sottolinea Buffett nell'"Owner's Manual", "...le imposte differite e le riserve disponibili ... apportano i vantaggi del debito – la possibilità di avere più capitali da mettere a frutto – senza i relativi svantaggi". Inoltre, questi strumenti gli permettono di usare la leva insita nelle compagnie assicurative e aspettare buone opportunità d'investimento senza doversi preoccupare dell'impatto negativo della liquidità sulla performance. In generale, i gestori azionari long-only non possono detenere elevate disponibilità liquide o utilizzare la leva o anche disporre della particolare leva assicurativa di Buffett.

¹ Il presente documento non è da intendersi come una raccomandazione relativa a Berkshire Hathaway o alle società in cui Buffett investe.

² Fonte: lettera agli azionisti di Berkshire Hathaway, 27 febbraio 2016.

Quali altri vantaggi ha Buffett rispetto ai gestori azionari long-only?

WL: me ne vengono in mente due. Il primo è che si tratta dell'investitore a lungo termine per antonomasia: dimostra pazienza al momento di acquistare e riluttanza al momento di vendere, sempre che arrivi davvero a vendere un titolo. Uno dei 13 principi dell'“Owner's Manual” di Berkshire Hathaway recita: “Indipendentemente dal prezzo, non ci interessa affatto vendere aziende valide come quelle detenute da Berkshire. Siamo anche molto restii a vendere società con un andamento inferiore alla media se ci aspettiamo che possano generare almeno un certo grado di liquidità e se nutriamo fiducia nei loro direttori o collaboratori”. Pertanto, per gli azionisti di Berkshire Hathaway la liquidità delle posizioni è un aspetto secondario. La maggior parte dei gestori azionari che gestiscono capitali per conto di fondi pensione necessita di un'abbondante liquidità per soddisfare con breve preavviso i pagamenti associati ai flussi dei fondi. I nostri clienti ci interrogano spesso sul nostro profilo di liquidità in scenari di stress di mercato. In genere Buffett acquista in fase di stress di mercato senza alcuna intenzione di vendere.

E l'altro?

WL: poter investire come si vuole, senza restrizioni. Buffett e Munger controllano Berkshire Hathaway e hanno scritto il copione con le loro mani: effettuare investimenti in aziende brillanti, detenerli per sempre e potersi concedere il tempo necessario per mettere a frutto i capitali investiti. Non sono ostaggi delle tipiche pressioni associate agli investimenti di breve termine. Il loro successo non si misura in termini di sovraperformance rispetto a un gruppo di riferimento o a un indice su base trimestrale o annuale. Non vengono penalizzati per il tracking error o l'impatto negativo della liquidità. Non ci si aspetta da loro che siano più brillanti dei mercati o che distribuiscano grandi quantitativi di liquidità agli investitori di Berkshire Hathaway.

E il rischio?

WL: Buffett si preoccupa solo del rischio assoluto e non del rischio relativo. Siamo d'accordo con lui. Preoccuparsi del rischio assoluto significa preoccuparsi del rischio di perdere denaro. Preoccuparsi del rischio relativo significa cercare di non sottoperformare rispetto al gruppo di riferimento o a un indice indipendentemente dalla performance assoluta. Alla lunga, per raggiungere questo scopo è necessario somigliare al gruppo di riferimento o all'indice, anziché distinguersene. Come ben disse John Maynard Keynes: “Un buon banchiere, purtroppo, non è quello che prevede il pericolo e lo evita, ma quello che, una volta che cade in rovina, cade in rovina in modo convenzionale insieme ai suoi simili, perché nessuno possa davvero incolparlo”. In tutta franchezza, porre l'enfasi sul rischio relativo e sul tracking error significa in genere “gestire il rischio della propria carriera”. Un effetto perverso del rischio relativo è che un gestore può perdere il 50% del capitale in termini assoluti, ma se ha un tracking error perfettamente in linea con la concorrenza il suo posto di lavoro è salvo. Identificare il concetto di rischio con quello di differenza anziché di perdita non ci sembra rispecchiare il rischio reale.

Buffett è un investitore globale o punta soprattutto sulle aziende del suo Paese?

WL: a mio avviso ha il grande vantaggio, come ho già detto, di investire in aziende statunitensi quotate e non. Se dovesse limitarsi a operare in società americane quotate, il suo universo di imprese di qualità sarebbe molto più ridotto e lo costringerebbe a fare compromessi tra prezzo e qualità; attingendo alle aziende non quotate ha invece un raggio di azione più ampio. Buffett studia anche i mercati internazionali e ha effettuato investimenti all'estero, ottenendo però risultati più contrastanti. Molti gestori vorrebbero investire su scala globale per avere il massimo ventaglio di opportunità, ma in pratica non è facile attuare questa strategia, anche per via

della “compartimentalizzazione” storica delle regioni d'investimento tra Stati Uniti, EAFE e mercati emergenti e della scarsità di strategie azionarie globali differenziate di alta qualità.

Alla luce delle allocazioni regionali storiche e degli ostacoli che impediscono ai gestori azionari long-only di investire come Buffett, esistono strategie globali che adottano il suo stile?

WL: tra le strategie disponibili sul mercato, crediamo che quella più vicina ai principi di Buffett sia la nostra Global Franchise, concepita 20 anni fa da un ex collega che voleva realizzare una versione globale dell'approccio di Buffett e Munger nel settore delle azioni di alta qualità statunitensi. Si tratta di una strategia volutamente concentrata, perché il suo ideatore era consapevole che non ci sono poi così tante aziende brillanti, nemmeno su scala globale. Ed è ancora più difficile poterle acquistare a un prezzo equo.

Cosa vi distingue da Buffett e Munger?

WL: ripeto, di Buffett ce n'è solo uno, e anche di Munger. Al massimo la nostra definizione di aziende brillanti è ancora più ridotta. Di solito Buffett considera aziende brillanti quelle caratterizzate da un potenziale di crescita a lungo termine e da una redditività del capitale proprio elevata e sostenibile, che si misura dopo aver applicato la leva. Noi puntiamo invece su aziende con una redditività molto alta e sostenibile del capitale operativo (e non del capitale proprio), che si misura prima dell'effetto moltiplicatore della leva. Non assumiamo rischi di bilancio e applichiamo inoltre il criterio di una bassa volatilità dei margini di profitto privi di leva.

Cosa significa, in termini pratici?

WL: significa che Buffett può investire in società quotate che noi non prenderemmo neanche in considerazione. Prendiamo ad esempio una banca che genera una bassissima redditività del capitale proprio: non la

inseriranno mai nel portafoglio Global Franchise, come non investiremmo mai in titoli di servizi di pubblica utilità o di società ferroviarie. Questi investimenti generano rendimenti modesti e spesso dotati di leva e fanno un uso intensivo di capitale, poiché buona parte della liquidità che producono deve essere costantemente reinvestita in immobilizzazioni. Si riducono quindi le opportunità di utilizzare il capitale per restituire liquidità agli azionisti e per investire nella crescita dell'azienda. In ultima istanza, le loro prospettive di crescita composta a lungo termine sono molto più limitate.

Prima abbiamo parlato di rischio: cosa vi distingue in questo ambito?

WL: crediamo di avere un margine di sicurezza più elevato. Per calcolare il valore intrinseco, Buffett tende a utilizzare i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine come tasso di sconto dei flussi di cassa. Non tiene però conto del premio al rischio azionario, poiché crede che a lungo termine le aziende più brillanti siano più sicure dei Treasury. Perché? Perché hanno potenziale di crescita e potere di determinazione dei prezzi, diversamente dai titoli di Stato. Siamo d'accordo in linea di principio, ma nella pratica applichiamo un premio al rischio azionario che genera un margine di sicurezza maggiore di quello che Buffett potrebbe richiedere.

Avete stabilito una soglia molto alta per la qualità. Come la misurate?

WL: cerchiamo società che generano una redditività del capitale operativo impiegato (ROOCE) priva di leva elevata e sostenibile. Per la strategia Global Franchise questo indicatore è pari al 60,8% e supera di circa 3,5 volte quello dell'MSCI World Index.³ Al momento non abbiamo ancora trovato una strategia azionaria globale con un ROOCE simile, il che significa che Global Franchise potrebbe essere uno dei prodotti azionari globali di maggiore

qualità in tutto il mondo. E il ROOCE non è l'unico fattore che ci distingue. Un elevato margine lordo è un valido indicatore del potere di determinazione dei prezzi. A quota 47%, il margine lordo di Global Franchise è doppio rispetto a quello del più ampio MSCI World Index. Come ho detto prima, non assumiamo rischio finanziario, come testimonia il bassissimo rapporto indebitamento netto/EBITDA della nostra strategia (1,5).

I titoli di Stato non offrono però una maggiore sicurezza, anche se abbinata a un tasso di rendimento composto più basso? Quale di queste scelte offre il miglior rapporto rischio/rendimento?

WL: in realtà crediamo che un'opzione molto valida sia sostituire almeno una parte dei titoli di Stato, ormai molto costosi utilizzati, per ridurre il rischio dei fondi pensione con una strategia azionaria che punta tutto sulla qualità, come Global Franchise. Crediamo che la nostra strategia abbia il potenziale di sovraperformare i titoli di Stato nel lungo termine grazie a due fattori distintivi: il potere di determinazione dei prezzi e la capacità di crescita. Il problema dei Treasury è che oggi partono da tassi di rendimento estremamente bassi, attualmente inferiori all'1% per i titoli di Stato a 10 anni in 9 Paesi sviluppati tra cui Giappone, Germania e Francia.⁴ Nel prossimo futuro i tassi d'interesse dovrebbero rimanere ai minimi storici. Il rendimento medio del decennale statunitense calcolato sugli ultimi 50 anni è di poco superiore al 6%. Anche se quest'anno i rendimenti dei Treasury risalissero di 75 pb rispetto agli attuali livelli, in linea con lo scenario di tre rialzi dei tassi di 25 pb ciascuno, rimarrebbero più di un'intera deviazione standard al di sotto della media a 50 anni. Infine, vale la pena sottolineare che più è volatile la società sottostante che sponsorizza il fondo pensione, più è sensato adottare un approccio in stile Buffett, come la strategia Global Franchise.

E rispetto al mercato azionario più ampio, perché è il momento di puntare sulla qualità?

WL: se la domanda riguarda il market timing, rispondo che noi non operiamo in questo modo, perché non ne abbiamo bisogno. La nostra filosofia è molto chiara: secondo noi, puntare sulla crescita composta del capitale e sulla sua protezione nel tempo è il modo migliore per ottenere buoni rendimenti a lungo termine. A questo scopo, acquistiamo azioni di società che si occupano da sole di far fruttare il capitale degli investitori, mediante una base finanziaria robusta e una crescita organica. Un'azienda può essere robusta solo se non è in balia del ciclo economico e può registrare una crescita organica solo se dispone del potere di determinazione dei prezzi, che a sua volta deriva da una posizione di leadership sul mercato nelle categorie giuste e dalla capacità di innovare, pubblicizzare e promuovere i propri prodotti o servizi.

Di fatto il ciclo economico detta le sorti della maggior parte delle società quotate, o no?

WL: sì, ma non ci interessa la maggior parte delle società quotate: ci interessano solo le società di massima qualità in tutto il mondo. Il nostro universo d'investimento è composto da più di 2000 aziende, ma solo 30 fanno parte del nostro portafoglio, cioè circa l'1,5% del totale. Il resto del mercato semplicemente non soddisfa i nostri criteri. Ad esempio, perché non investiamo nel settore delle materie prime? Primo, perché di solito queste società non hanno potere di determinazione dei prezzi, che in parte è legato alle dinamiche della domanda e dell'offerta, ma anche perché raramente hanno opportunità d'innovazione: nuovo oro, nuovo petrolio, nuova acqua, nuovi minerali? Non se n'è mai sentito parlare. Secondo, in genere le materie prime registrano un'elevata redditività del capitale operativo grazie all'uso intensivo di capitale legato alla massiccia base di immobilizzazioni materiali e ciò significa che tendono a consumare liquidità più

³ Fonte: Morgan Stanley Investment Management, FactSet. Dati al 31 dicembre 2017.

⁴ Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Dati al 13 gennaio 2017.

che a generarla. È impossibile ottenere una buona crescita composta del capitale in assenza di una generazione di cassa crescente e sostenibile, da impiegare per sviluppare l'attività su base organica o per restituire liquidità agli azionisti.

È corretto dire che, in un contesto di quantitative easing e politica monetaria aggressiva, le azioni, e soprattutto quelle migliori, sono costose?

WL: una delle principali conseguenze della politica monetaria interventista è stata la distorsione dei prezzi degli strumenti finanziari su tutti i mercati. La compressione forzata dei tassi obbligazionari ha innescato una caccia ai rendimenti in tutti gli altri settori, spingendo al rialzo le valutazioni e generando alcuni degli effetti collaterali più sgraditi del denaro a basso costo, come l'aumento della leva, la pericolosa illusione che i mercati del credito siano liquidi e una correlazione molto più alta tra i vari investimenti, tale per cui, ad esempio, l'oro e le azioni finanziarie tendono oggi a muoversi nella stessa direzione anziché in direzioni opposte. Risultato: valutazioni elevate e prezzi in aumento nonostante la dinamica complessivamente modesta degli utili. Forti della convinzione, più o meno valida, che il destino dell'economia e dei mercati sia nelle mani delle autorità monetarie, gli investitori pendono dalle labbra dei funzionari delle banche centrali anziché concentrarsi sui fondamentali, con l'effetto di far salire la volatilità e guardare solo al breve termine. Noi invece non passiamo il tempo a chiederci cosa succederà ai tassi, cosa decideranno le banche centrali o cosa accadrà a qualsiasi altro fattore macroeconomico temporaneamente sotto i riflettori. La nostra tesi d'investimento non è costruita su queste basi. Ciò che conta per noi è non effettuare investimenti a un prezzo più alto del loro valore intrinseco a lungo termine. Vogliamo sottolineare che, nonostante l'altissima qualità delle società incluse nel nostro portafoglio, con un ROOCE superiore di oltre 4 volte alla media del mercato, il premio

di valutazione sia così basso. Il free cash flow yield è più alto della media ma di meno del 10%,⁵ un livello tutt'altro che elevato su base storica. Ricordiamo inoltre che puntiamo a detenere titoli di società con free cash flow in crescita e sostenibile, non amplificato a causa della fase in cui si trova il ciclo economico. In breve, le attuali valutazioni delle aziende incluse nel nostro portafoglio ci sembrano accettabili: non convenienti, ma accettabili.

Cosa direbbe ai fondi pensione interessati a investire in una strategia azionaria globale di altissima qualità, come Global Franchise?

WL: occorre assumere un orientamento di più lungo periodo e armarsi di pazienza per raccogliere i frutti della crescita composta. È tutta una questione di tempo e pazienza, avendo alla base una strategia che ha la libertà di investire in questo modo.

Scegliete una strategia dotata di una filosofia chiara e robusta e di un processo che spiega e dimostra continuamente, con i fatti e con le posizioni assunte, qual è la sua interpretazione del concetto di "azienda brillante".

Scegliete una strategia in grado di valutare e acquistare queste aziende brillanti, investendo a un prezzo pari o inferiore al valore intrinseco.

Scegliete una strategia gestita da un team con processi decisionali completamente indipendenti, che persegue l'obiettivo di far crescere il capitale degli investitori a lungo termine anziché concentrarsi sui traguardi di breve termine legati alla performance del gruppo di riferimento o di un indice e alle posizioni.

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero la possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuisca. Di conseguenza l'investimento in questa strategia può comportare una perdita

per l'investitore. Inoltre la strategia può essere esposta a determinati rischi aggiuntivi. I mutamenti che investono l'economia mondiale, la spesa al consumo, la concorrenza, i fattori demografici, le preferenze dei consumatori, le norme varate dai governi e le condizioni economiche possono influire negativamente sulle **società che operano su scala globale** e produrre sulla strategia un impatto negativo maggiore rispetto a quello che si sarebbe avuto se il patrimonio fosse stato investito in un più ampio ventaglio di società. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, quali rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I titoli delle **società a bassa capitalizzazione** comportano rischi particolari, come l'esiguità delle linee di prodotto, dei mercati e delle risorse finanziarie, e possono registrare una maggiore volatilità di mercato rispetto a quelli di società più consolidate di dimensioni maggiori. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti esteri in Paesi Sviluppati. I **portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più ristretto di emittenti. Pertanto le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. **Strategia di vendita di opzioni.** La vendita di opzioni call comporta il rischio che, al momento dell'esercizio dell'opzione, il portafoglio possa essere costretto a vendere il titolo o lo strumento sottostante (o a regolare per contanti un importo di pari valore) a un prezzo svantaggioso o inferiore al rispettivo prezzo di mercato. Durante la vita dell'opzione, il portafoglio – in quanto emittente di un'opzione call – perde la possibilità di trarre vantaggio dagli incrementi di valore del titolo o dello strumento sottostante a copertura dell'opzione che superino la somma del premio e del prezzo di esercizio, ma rimane esposto al rischio

⁵ Fonte: Morgan Stanley Investment Management. Dati al 31 dicembre 2017.

di perdite qualora il prezzo del titolo o dello strumento sottostante dovesse diminuire. Inoltre, la strategia di vendita di opzioni call potrebbe non proteggere completamente il portafoglio dai cali di valore del mercato. Esistono rischi particolari associati alla vendita di opzioni non coperte che espongono il portafoglio a perdite potenzialmente significative.

DEFINIZIONI

Free Cash Flow (FCF): un indicatore della performance finanziaria calcolato come flussi di cassa operativi meno spese in conto capitale, crescita del capitale circolante, interessi e imposte. **Indebitamento netto/EBITDA:** il rapporto tra indebitamento netto e l'utile prima di interessi, imposte e ammortamenti (EBITDA) è un indicatore della leva finanziaria calcolato come passività su cui una società paga interessi meno liquidità e strumenti equivalenti, diviso per l'EBITDA. **Redditività del capitale operativo impiegato (ROOCE):** un indicatore che esprime l'efficienza e la redditività del capitale circolante commerciale di un'impresa. Calcolato come utile prima di interessi e imposte / immobilizzazioni tecniche più capitale circolante commerciale (esclusi i servizi finanziari e l'avviamento). **Utile prima di interessi, imposte e ammortamenti (EBITDA):** corrisponde all'utile netto più interessi, imposte e ammortamenti e può essere utilizzato per analizzare e confrontare la redditività di diverse società, poiché è depurato dagli effetti delle decisioni di finanziamento e di contabilità.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. Registrazione n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (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)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale al 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Paesi Bassi. Telefono: 312-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dalla Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Facsimile Fax: +41(0) 44 588 1074.

Stati Uniti

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata sono inseriti diversi valori mobiliari; essi potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare gli obiettivi, i rischi e i costi della strategia prima di effettuare l'investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei fondi Morgan Stanley.

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

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente a "professional investors" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). Il contenuto del presente documento 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 documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA; o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. In particolare, le quote dei fondi d'investimento che non hanno ricevuto l'autorizzazione o il riconoscimento della Monetary Authority of Singapore (MAS) non possono essere offerte agli investitori retail; qualunque documentazione scritta distribuita ai soggetti di cui sopra in relazione a un'offerta non costituisce un prospetto ai sensi della definizione dell'SFA e, di conseguenza, la responsabilità prevista dall'SFA riguardo il contenuto dei prospetti non è applicabile e gli investitori dovrebbero considerare con attenzione se l'investimento sia adatto o meno alle proprie esigenze. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale clients" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

NOTA INFORMATIVA

EMEA: La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra al n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

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 sul lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata sono inseriti diversi valori mobiliari; essi potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare gli obiettivi, i rischi e i costi della strategia prima di effettuare un investimento.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'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.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e a nessuna data futura e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni rese disponibili in un momento successivo, circostanze esistenti o modifiche che si verifichino successivamente alla data di pubblicazione.

Le previsioni e/o le stime presentate nel documento sono soggette a cambiamenti e potrebbero non verificarsi. Le informazioni relative alle aspettative sui rendimenti di mercato o sull'outlook del mercato sono basate sulle ricerche, analisi e opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non verificarsi e non sono da essere intese come predizioni di performance future dei prodotti Morgan Stanley Investment Management.

Qualsiasi ponderazione e/o posizione di cui al presente rappresenta gli intervalli caratteristici e non le soglie massime. Il portafoglio può occasionalmente superare tali valori a seconda delle condizioni di mercato e delle posizioni in essere.

La gestione del rischio implica un impegno a monitorare il rischio, ma non è da confondersi con un rischio moderato né lo comporta.

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

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

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Morgan Stanley Investment Management ("MSIM") è la divisione di asset management di Morgan Stanley. Gli attivi sono gestiti dai team rappresentanti le diverse entità giuridiche di MSIM; i team di gestione di portafoglio lavorano principalmente dagli uffici di New York, Filadelfia, Londra, Amsterdam, Hong Kong, Singapore, Tokyo e Mumbai.

Esplorate il nostro sito all'indirizzo
www.morganstanley.com/im