NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

INVESTOR INSIGHTS SERIES

Un cambiamento di mentalità

Oltre i filtri degli investimenti responsabili

Pensate che investire secondo criteri ESG (environmental, social and governance) sia solo questione di escludere dai portafogli i "sin stock", i titoli di settori ritenuti immorali o non etici? Non è così. Le strategie ESG vanno ben oltre il vecchio screening negativo unidimensionale degli investimenti socialmente responsabili (SRI), cercando di gestire proattivamente il rischio di portafoglio e di individuare nuove opportunità di investimento.

Negli ultimi anni le questioni ambientali, sociali e di governance, hanno assunto un rilievo crescente fra le notizie di mercato; per gli investitori, ciò pone una sfida che va oltre le funzioni di esclusione di titoli indesiderati, includendo aspetti fondamentali relativi ai profili di rischio e al potenziale di rendimento dei loro portafogli.

Lo scandalo sulle emissioni inquinanti che ha travolto Volkswagen nel 2015 rappresenta probabilmente un ottimo esempio di come tali questioni possano influenzare gli investitori. Sulla scia di uno scandalo etico che ha coinvolto i più alti vertici aziendali del maggiore gruppo automobilistico mondiale, la società ha dovuto far fronte a sanzioni e risarcimenti ai clienti per 18,6 miliardi di dollari, al potenziale impatto economico di un marchio infangato e al crollo del valore del suo titolo azionario, che si è rapidamente dimezzato.

Gli investitori in tutto il mondo desiderano che gli investimenti da loro effettuati riflettano i loro valori personali, arrivando, nel caso degli investitori statunitensi, ad affermare che l'accesso a investimenti che incorporano fattori ESG potrebbe di fatto incrementare la loro partecipazione ai piani pensionistici.[1]

Gli investitori professionali affermano che l'impiego di fattori ESG diventerà probabilmente una pratica standard, ma sono alla ricerca di strumenti più validi per la misurazione della performance associata a tali fattori.[2]

Le strategie ESG sono focalizzate sull'investimento in società attinenti ad alcuni temi dello sviluppo sostenibile e che dimostrano un'aderenza a criteri ambientali, sociali e di governance (ESG); pertanto, l'universo d'investimento può risultare limitato. Potrebbe essere necessario vendere un titolo in un momento in cui la sua cessione può risultare svantaggiosa, o potrebbe non essere possibile cogliere opportunità in talune società, industrie, settori o paesi, con un possibile impatto negativo sulla performance in funzione dell'interesse del mercato per tali investimenti.

1 Natixis Investment Managers (precedentemente Natixis Global Asset Management), "Survey of US Defined Contribution Plan Participants" (sondaggio fra i partecipanti a fondi pensione a contribuzione definita statunitensi) condotto da CoreData Research, agosto 2016. Il sondaggio ha coinvolto 951 lavoratori statunitensi, di cui 651 partecipanti a un fondo pensione e 300 non partecipanti.

2 Natixis Investment Managers (precedentemente Natixis Global Asset Management), "Global Survey of Institutional Investors" (sondaggio globale sugli investitori istituzionali) condotto da CoreData Research a ottobre-novembre 2016. Il sondaggio ha coinvolto 500 investitori istituzionali in 31 paesi.

Nell'ultimo anno abbiamo monitorato il sentiment nei confronti delle strategie ESG in tre diverse popolazioni di investitori, per capire come gli investitori professionali e individuali considerino il ruolo e l'impatto dei fattori ESG. Ciò che emerge dalle risposte dei decision-maker istituzionali, dei consulenti finanziari e degli investitori individuali in tutto il mondo, nonché dei sottoscrittori di fondi pensione a contribuzione definita negli Stati Uniti, è un netto divario fra le opinioni dei professionisti e quelle degli investitori individuali, che mette in discussione il pensiero convenzionale riguardo ai fattori ESG.

In breve, abbiamo riscontrato che per gli investitori individuali è importante considerare le pratiche ambientali, sociali ed etiche delle società in cui investono. I professionisti del settore istituzionale e nell'ambito della comunità finanziaria sono più scettici sull'efficacia di queste strategie, e si dicono preoccupati per la misurazione della performance.

È probabile che la reale disconnessione fra queste due popolazioni si basi più su una questione semantica che non sull'impatto sulla performance degli investimenti.

Lo yin e lo yang degli investimenti ESG

Si tratta innanzitutto di una questione di definizione. Per molti, i fattori ESG sono associati a uno stile preciso: lo screening negativo. Lo screening negativo, talvolta definito SRI (socially responsible investing, investimento socialmente responsabile), mira ad escludere settori specifici come i cosiddetti sin stock, i titoli dei produttori di alcolici, tabacco, armi. In sostanza, i filtri negativi meno sofisticati escludono determinati settori ma non aiutano a identificare opportunità di investimento migliori: una differenza fondamentale rispetto a molti altri stili che incorporano criteri ESG.

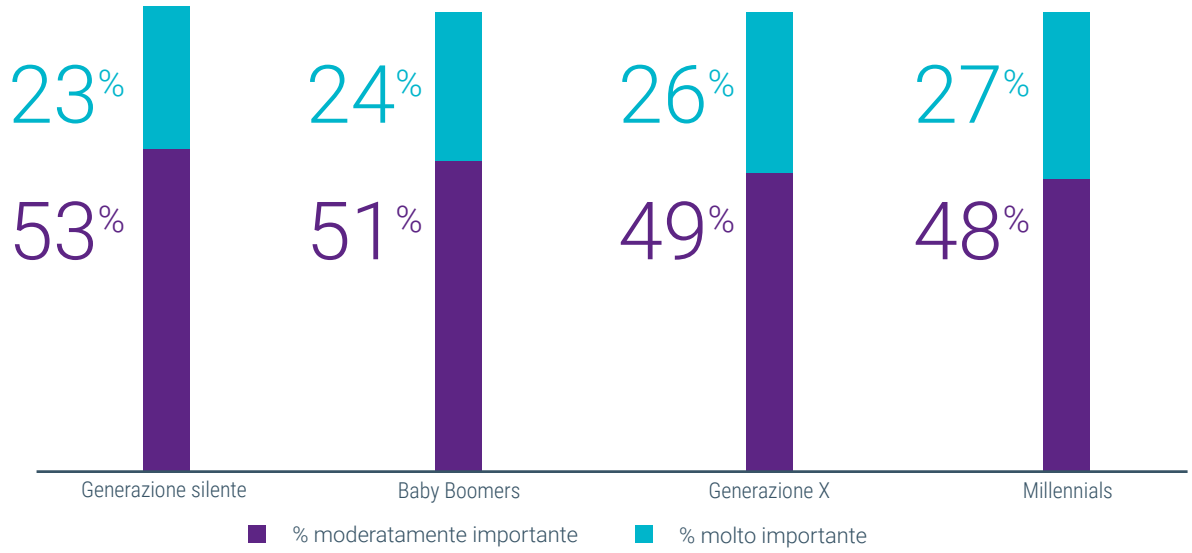
Anche altri processi d'investimento che integrano fattori ESG possono applicare dei filtri, ma molto spesso eliminano titoli precisi quale protocollo di gestione del rischio.

Le applicazioni pratiche vanno ben oltre il caso Volkswagen: questo tipo di filtri e la due diligence sottostante mirano a identificare rischi come quelli associati alla speculazione sul prezzo dell'Epipen della casa farmaceutica Mylan o alle carenze etiche riguardo all'accuratezza dei test ematici della start-up biotecnologica Theranos, o ad evitare le perdite ambientali accumulate da British Petroleum dopo il disastro della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon e i successivi interventi di pulizia delle coste del Golfo del Messico.

Tuttavia, per ogni filtro negativo può esistere un'altra opportunità, potenzialmente positiva, di accedere al potenziale di rendimento di società che attuano politiche ambientali, sociali e di governance favorevoli, o nell'ambito di temi d'investimento sostenibili che stanno emergendo a livello dell'economia globale. Lo screening negativo può avere difficoltà a cogliere tale opportunità. Un mercato dei Green Bond da 118 miliardi di dollari[3] offre opportunità nell'area del finanziamento di infrastrutture sostenibili in tutto il mondo. Le innovazioni nel campo dell'energia solare e dei veicoli elettrici favoriscono la creazione di nuove società, nuovi prodotti, nuove catene di fornitura e nuove opportunità per beneficiare della crescita degli utili a livello globale. A questi temi diretti si aggiungono i profondi cambiamenti demografici che conducono allo sviluppo di metropoli moderne e di nuove fonti di rendimento per gli investitori. Anche le società che non hanno saputo cogliere le sfide ambientali, sociali e di governance, come Volkswagen, possono rivelare profili più positivi a livello di screening, via via che affrontano le proprie carenze e migliorano la governance.

La soluzione per colmare il divario tra il sentiment degli investitori individuali e lo scetticismo degli investitori professionali potrebbe essere l'uso di un linguaggio più preciso riguardo agli investimenti ESG, unito a conversazioni più approfondite sulla funzione che essi svolgono all'interno dei portafogli.

L'interesse per i fattori ESG è più elevato fra gli investitori che si avvalgono di un consulente



3 "Bonds and Climate Change: The State of the Market in 2016", luglio 2016.

Valori e decisioni di investimento

Gli investitori individuali indicano la rilevanza dei fattori sotto riportati nell'ambito della presa di decisioni di investimento

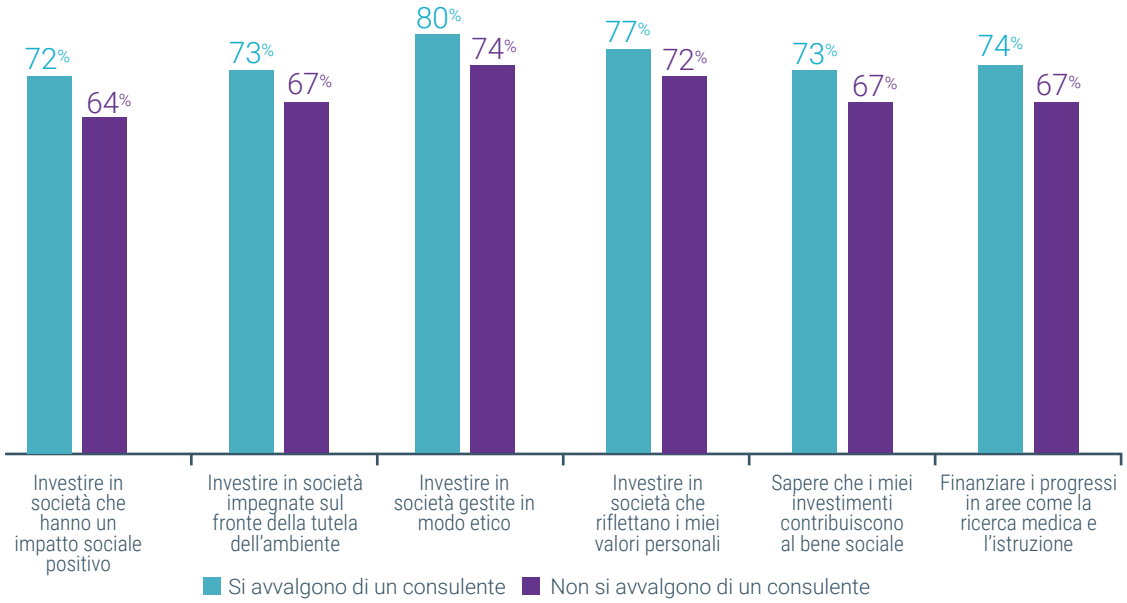
Fare la cosa giusta

Gli investitori in tutto il mondo sembrano condividere l'affermazione che non soltanto le strategie di investimento basate sui valori li fanno sentire bene riguardo ai propri investimenti, ma possono anche generare alpha.[4] Fra i 7.100 investitori individuali in 22 paesi coinvolti nel Global Survey of Individual Investors 2016,[5] la convinzione che sia importante integrare fattori ESG nei propri investimenti appare ben radicata. Abbiamo inoltre riscontrato che alcune categorie specifiche di investitori hanno una propensione persino maggiore ad investire in società e settori che soddisfano tali standard.

Tre quarti degli investitori a livello globale confermano l'importanza di investire in società che riflettano i propri valori personali. Un'opinione che appare ampiamente condivisa indipendentemente dalla generazione, dal genere e dalla fascia di ricchezza.

Avendo riscontrato che esisteva una domanda per questo approccio di investimento, nel 2009 il colosso bancario svizzero UBS ha unificato gli investimenti con un impatto sociale e i propri servizi strategici nel campo della filantropia e delle donazioni all'interno della divisione di wealth management del gruppo. Il team Filantropia e investimenti basati sui valori di UBS si rivolge ai clienti con un profilo patrimoniale molto elevato ed allinea i valori ambientali e sociali nell'ambito dei portafogli dei clienti impiegando una gamma di strategie, fra cui approcci basati su filtri SRI, investimenti tematici e impact investing.

L'interesse per i fattori ESG è più elevato fra gli investitori che si avvalgono di un consulente



4 L'alpha è una misura della differenza fra il rendimento effettivo di un portafoglio e la sua performance attesa, dato il suo livello di rischio di mercato sistematico. Non vi è alcuna garanzia che un investimento genererà alpha.

5 Natixis Investment Managers (precedentemente Natixis Global Asset Management), "Global Survey of Individual Investors" (Sondaggio globale sugli investitori privati) condotto da CoreData Research a febbraio-marzo 2016. Il sondaggio ha coinvolto 7.100 investitori in 22 paesi.

Una chiara definizione dei valori personali

Gli investitori interpellati nell'ambito del nostro sondaggio hanno le idee chiare riguardo ai propri valori: una vasta maggioranza ha sottolineato l'importanza di investire in società fortemente impegnate a favore della tutela dell'ambiente (70%) e in aziende che si ritiene contribuiscano al bene sociale (71%), nonché di effettuare investimenti che aiutino a finanziare i progressi in aree come la ricerca medica e l'istruzione (71%). Fra tutti i fattori considerati, l'importanza di investire in società gestite in modo etico è stata indicata dal maggior numero di individui (78%).

Riguardo a quale categoria di investitori attribuisca una maggiore rilevanza ai fattori ESG, abbiamo riscontrato una percentuale leggermente superiore di donne rispetto agli uomini. In generale, abbiamo rilevato una differenza di quattro-sei punti tra le opinioni di donne e uomini per tutti i fattori considerati. Date le recenti vicende di Volkswagen, Mylan e Theranos, sotto i riflettori dal 2015, gli intervistati hanno posto un'enfasi particolare sull'investimento in società gestite in modo etico; l'81% delle donne afferma che questo fattore sia importante, compreso un 33% che ritiene sia molto importante.

Trend rivelatori dagli Stati Uniti

Nell'ambito dei 22 paesi inclusi nel nostro sondaggio, abbiamo individuato un gruppo negli Stati Uniti che si distingue dagli altri per la maggiore importanza attribuita ai fattori ESG: gli investitori che si avvalgono di un consulente finanziario. Per quanto riguarda l'investimento in società con un impatto sociale positivo, emerge una differenza di 17 punti fra gli investitori assistiti da un consulente (76%) e quelli che investono autonomamente (59%). Questo trend è altrettanto evidente fra coloro che ritengono importante l'impegno delle aziende sul fronte della tutela dell'ambiente (il 74% degli investitori seguiti da un consulente contro il 62%) e fra gli intervistati che sottolineano l'importanza di investire in società gestite in modo etico (l'86% degli investitori seguiti da un consulente contro il 77%).

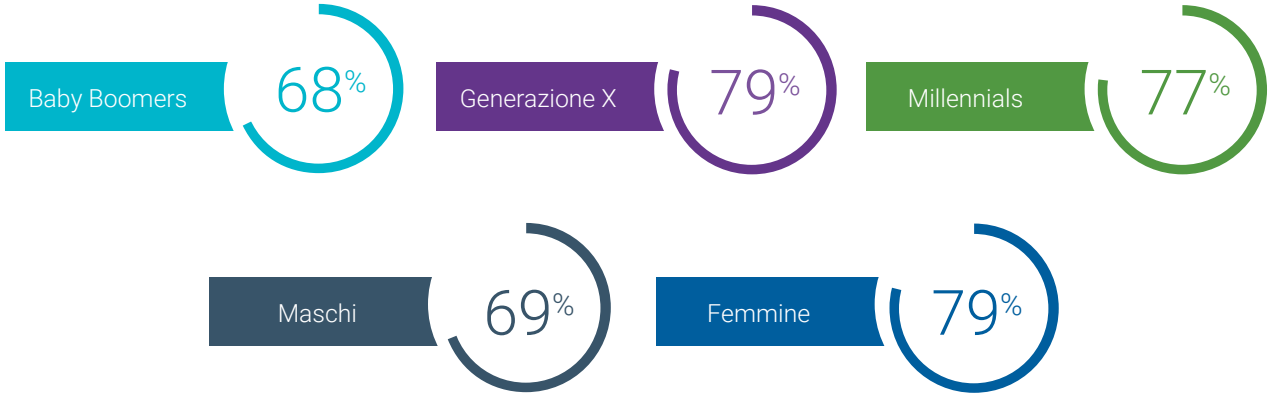
Ciò che sorprende particolarmente riguardo a questo trend, è che tale divario è presente in tutte le fasce di ricchezza: questi fattori sono ritenuti importanti tanto dai clienti del mercato di massa quanto dai clienti benestanti o con elevate disponibilità patrimoniali.

Sono inoltre emerse delle differenze fra le opinioni delle diverse generazioni di investitori statunitensi, ma nelle aree in cui si potrebbe ipotizzare che i Millennials (fra i 18 e i 35 anni) abbiano una visione più idealistica ed egalitaria e siano i più attenti ai fattori ESG, esistono evidenti differenze generazionali riguardo alle singole questioni. Mentre l'opinione dei Millennials (69%) sull'investimento in società impegnate a favore della tutela dell'ambiente risulta in linea con quella dell'insieme degli intervistati statunitensi (70%), si rileva una forte differenza rispetto alla Generazione X (dai 36 a 50 anni).

Per quanto riguarda l'investimento in società gestite in modo etico, il 92% degli appartenenti alla Generazione X ha risposto che è importante, contro l'81% dei Baby Boomers e solamente il 77% dei Millennials. È bene sottolineare che, se da un lato molti ritengono che i Millennials abbiano una visione del mondo plasmata dalla Crisi finanziaria globale, dall'altro lato gli appartenenti alla Generazione X hanno mosso i primi passi come investitori durante la bolla delle dot-com e i successivi scandali contabili di WorldCom ed Enron, all'inizio degli anni 2000. Dopo avere superato questo primo crollo dei mercati ed avere accumulato disponibilità patrimoniali nel tempo, gli appartenenti a questa generazione potrebbero avere perso altro denaro nel 2008-2009. È molto probabile che questa doppia dose di perdite abbia plasmato le opinioni finanziarie della Generazione X.

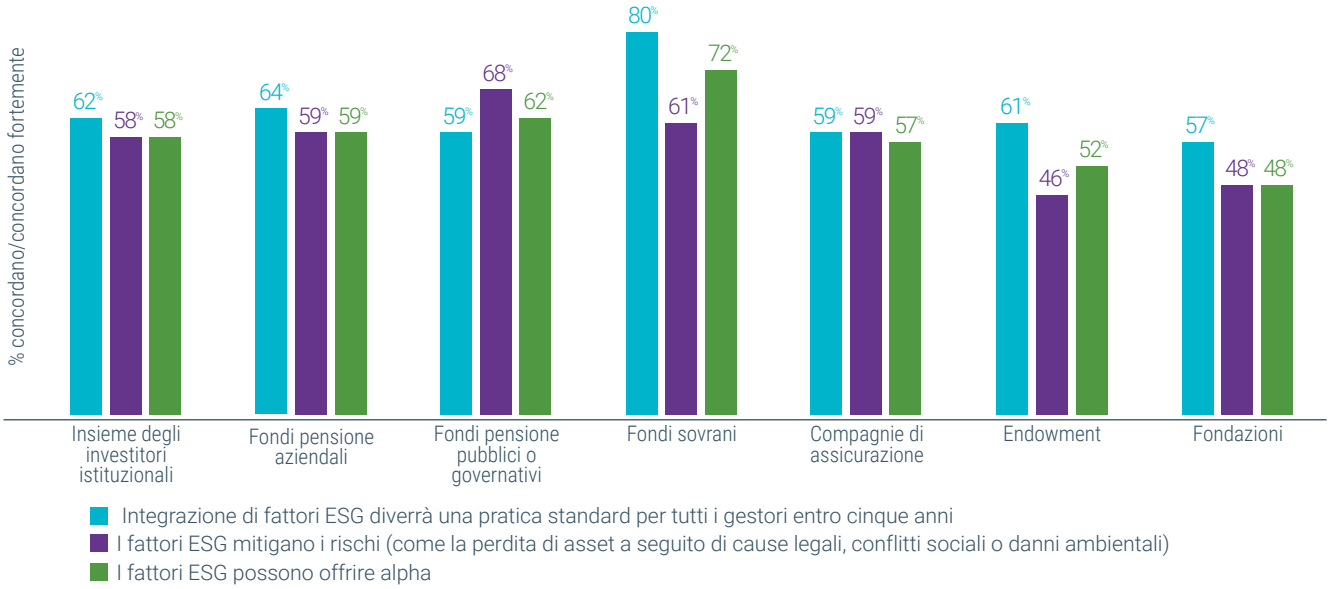
Se una maggioranza di investitori a livello globale sottolinea l'importanza di considerare i fattori ESG nell'ambito dei propri investimenti, uno studio distinto sui partecipanti a fondi pensione a contribuzione definita negli Stati Uniti dimostra che la connessione fra investimenti e valori personali potrebbe servire per incentivare efficacemente il risparmio.[6]

I partecipanti a fondi pensione a contribuzione definita vorrebbero accedere a investimenti che incorporano fattori ESG nell'ambito dell'offerta dei loro piani pensionistici



6 Natixis Investment Managers (precedentemente Natixis Global Asset Management), "Survey of US Defined Contribution Plan Participants" (sondaggio fra i partecipanti a fondi pensione a contribuzione definita statunitensi) condotto da CoreData Research, agosto 2016. Il sondaggio ha coinvolto 951 lavoratori statunitensi, di cui 651 partecipanti a un piano pensionistico e 300 non partecipanti.

L'opinione dei professionisti degli investimenti sui fattori ESG



Fonte: Natixis Investment Managers (precedentemente Natixis Global Asset Management), "Global Survey of Institutional Investors" (sondaggio globale sugli investitori istituzionali) condotto da CoreData Research a ottobre-novembre 2016. Il sondaggio ha coinvolto 500 investitori istituzionali in 31 paesi.

Includere gli investimenti ESG nei piani pensionistici

I risultati del nostro sondaggio fra i partecipanti a fondi pensione a contribuzione definita (Survey of US Defined Contribution Plan Participants 2016) negli Stati Uniti mettono in luce il potenziale impatto che gli investimenti ESG potrebbero avere in termini sia di incremento delle adesioni ai piani pensionistici aziendali sia di aumento dei tassi di contribuzione.

Analogamente agli investitori individuali inclusi nel nostro sondaggio globale sugli investitori, coloro che negli Stati Uniti hanno accesso a un fondo pensione a contribuzione definita ritengono che i fattori ESG possano svolgere un ruolo importante nell'ambito dei propri investimenti. In questo gruppo, gliintervistati a cui piacerebbe che i propri investimenti riflettessero i propri valori personali sono più di otto su dieci.

Più di sei partecipanti su dieci ritengono che si debbano considerare le pratiche ambientali, sociali ed etiche delle società in cui investire. Tuttavia, quasi la metà (48%) dei partecipanti ai fondi pensione afferma di non avere modificato gli investimenti selezionati come opzioni predefinite al momento dell'adesione. Ipotizzando che molti di questi partecipanti abbiano investito in fondi a scadenza predefinita (target date), l'accesso alla documentazione relativa alle società incluse nel fondo prescelto potrebbe in effetti richiedere uno sforzo supplementare. In genere questi prodotti raggruppano in un unico portafoglio una serie di fondi sottostanti; sebbene siano indubbiamente disponibili informazioni dettagliate, è probabile che la documentazione del fondo pensione non sia sufficiente per consentire ai partecipanti di determinare se i loro investimenti riflettono i loro valori ed opinioni personali.

Non solo i partecipanti sono estremamente attenti a questi fattori, ma vorrebbero anche avere l'opportunità di agire in linea con i propri valori personali. Tre quarti degli intervistati sostengono che gradirebbero che il proprio piano previdenziale includesse un maggior numero di opzioni socialmente responsabili.

Abbiamo utilizzato il termine "socialmente responsabile" (SRI) per riferirci all'approccio ESG, poiché generalmente viene usato con maggiore frequenza nel dibattito pubblico su questi obiettivi di investimento. In questo gruppo, sono emerse chiare differenze d'opinione in funzione del genere e dell'età.

- Una percentuale più elevata di donne (il 79% contro il 69% di uomini) vorrebbe che i propri piani pensionistici includessero un maggior numero di opzioni di questo genere.
- I partecipanti più giovani, incluso il 77% dei Millennials e il 79% degli appartenenti alla Generazione X, hanno maggiori probabilità di richiedere queste opzioni rispetto ai Baby Boomers (68%).

L'offerta di soluzioni che riflettono l'interesse nei fattori ESG potrebbe aiutare i promotori dei fondi pensione a raggiungere i propri obiettivi di incremento delle adesioni. Considerando tali scelte d'investimento, il 67% di coloro che hanno accesso a un piano pensionistico ma che non vi partecipano si dicono disposti ad aderirvi, mentre sei partecipanti su dieci aumenterebbero i rispettivi tassi di contribuzione se sapessero che i propri investimenti contribuiscono al bene sociale.

Poiché la formazione finanziaria convenzionale pone l'enfasi sulla necessità di iniziare presto a risparmiare per la pensione, è importante notare che, per il 71% dei Millennials, sapere che i propri investimenti contribuiscono al bene sociale sarebbe un incentivo a risparmiare di più. L'offerta di questo tipo di investimenti potrebbe inoltre completare i benefit sotto forma di contributo al rimborso dei prestiti universitari offerti da un numero crescente di aziende per incentivare la partecipazione ai piani pensionistici fin dai primi anni della carriera lavorativa.

La sfida, nell'implementazione di queste strategie, potrebbe essere quella di indurre gli investitori professionali che potrebbero non avere seguito l'evoluzione degli investimenti ESG a rivedere la propria opinione su questo approccio.

Ridefinire la visione dei consulenti finanziari

Nonostante i consulenti finanziari abbiano una conoscenza delle strategie ESG meno approfondita rispetto alle soluzioni d'investimento tradizionali, questo approccio desta un'attenzione crescente all'interno del settore dei servizi finanziari. Il 40% dei consulenti a livello globale (il 31% negli Stati Uniti) si avvale già di strategie ESG per cercare di mitigare i rischi sociali e di governance.

Gli investitori istituzionali prevedono un ruolo crescente dei fattori ESG, che secondo sei intervistati su dieci diverranno una pratica standard per la propria organizzazione entro i prossimi cinque anni. In termini di gestione di portafoglio, il 57% afferma che i fattori ESG possono contribuire a mitigare i rischi derivanti da notizie negative, ed il 55% ritiene che l'adozione di strategie ESG consenta di generare alpha.

Un'efficace implementazione dei principi ESG non è comunque esente da sfide. Tra i maggiori ostacoli emersi dai sondaggi, gli investitori istituzionali pongono l'enfasi sulla difficoltà di reperire informazioni sulle performance finanziarie e non finanziarie, mentre i consulenti vedono la mancanza di track record di performance sufficienti come una difficoltà. Le principali società di valutazione di fondi e gli istituti di ricerca stanno contribuendo a ridurre la difficoltà di reperire informazioni sulle performance sviluppando strumenti per il monitoraggio e la misurazione dei fattori ESG.

Morningstar ha recentemente introdotto dei rating di sostenibilità per i fondi comuni d'investimento che misurano con quale efficacia le posizioni di un portafoglio gestiscono i rischi e le opportunità ESG rispetto alla propria categoria. La famiglia di Indici MSCI ESG offre una soluzione integrata per l'analisi dei fattori ambientali, sociali e di governance, segnalando i valori anomali all'interno dei portafogli istituzionali e fornendo dei fattori di performance societaria. L'indice non esclude industrie o settori, ma classifica le società all'interno dei singoli settori. Anche Barron's, Thomson Reuters e Bloomberg hanno introdotto degli strumenti e dei ranking ESG a supporto dell'analisi.

Un tipo di conversazione diverso

Occorrerà un cambiamento di mentalità per superare definitivamente la percezione delle strategie ESG come approccio di mera esclusione di alcuni titoli tramite filtri negativi. Guardando ai temi che trainano sia il sentiment pubblico sia le opportunità di investimento, appare evidente come l'opportunità offerta dai fattori ESG sia molto più vasta, ed è probabile che investitori individuali ed istituzionali concordino sul fatto che i cambiamenti demografici, i settori più promettenti e le iniziative legate a una crescita sostenibile possano ampliare ulteriormente la gamma di opportunità di investimento.

IL PROGRAMMA IN SINTESI

Center for Investor Insight di Natixis

Investire può essere complicato, in un contesto in cui il rischio che si verifichino eventi sfavorevoli è più grande e frequente. La volatilità tende a persistere nonostante i guadagni dei mercati, e i prodotti di investimento sono più complessi. Questi ed altri fattori pesano sul pensiero degli investitori e ne plasmano attitudini e percezioni, influenzandone in definitiva le decisioni di investimento. Il Center for Investor Insight conduce ricerche sugli investitori in tutto il mondo, con l'obiettivo di comprendere più approfonditamente le loro opinioni in tema di rischio, il loro sentiment nei confronti dei mercati e la loro percezione degli investimenti.

Programma di ricerca

Il nostro programma di ricerca annuale fornisce approfondimenti sulle percezioni e le motivazioni di risparmiatori, investitori istituzionali e consulenti finanziari in tutto il mondo ed analisi sui fattori finanziari, economici e politici che influenzano le dinamiche di pensionamento a livello globale, tramite:

- **Global Survey of Individual Investors –** un sondaggio annuale condotto su 7.100 investitori in 22 paesi.
- **Global Survey of Financial Professionals –** sondaggio annuale condotto su 2.550 consulenti finanziari in 15 paesi.
- **Global Survey of Institutional Investors –** sondaggio annuale condotto su 500 investitori istituzionali in 31 paesi.
- **Natixis Global Retirement Index –** offre informazioni sulla situazione dei pensionati in tutto il mondo, in base a 18 indicatori economici, normativi e sanitari.

Il risultato finale è una panoramica completa del pensiero degli investitori e delle sfide che essi devono affrontare nel perseguimento dei propri obiettivi di investimento di lungo periodo.

Avvertenze

Il presente materiale viene fornito esclusivamente a fini informativi su richiesta di soggetti che prestano servizi di investimento ed altri Clienti Professionali. Questo materiale non deve esse usato con gli investitori Retail. Gli intermediari che prestano servizi di investimento sono responsabili nei confronti dei propri clienti dell'offerta o vendita di fondi o servizi a terzi nel rispetto delle norme applicabili nel relativo Paese.

In Italia Il presente materiale è fornito da Natixis Investment Managers S.A., società di gestione del risparmio, o dagli uffici della sua succursale Natixis Investment Managers S.A., Succursale Italiana, una società Iscritta nell'elenco allegato all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia al n. 23458.3. Natixis Investment Managers S.A. è una società di gestione di diritto lussemburghese autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier e registrata al numero B 115843. La sede legale di Natixis Investment Managers S.A. è 2 rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Granducato del Lussemburgo. La sede legale di Natixis Investment Managers S.A., Succursale Italiana è in Via Larga, 2 - 20122 Milano, Italia.

Le società sopra menzionate sono strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers, holding che raggruppa varie società di gestione specializzate e strutture commerciali presenti sul territorio mondiale. Le società di gestione e le strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers svolgono le loro attività regolamentate solo nelle o dalle giurisdizioni in cui sono abilitate ed autorizzate. I prodotti ed i servizi offerti possono quindi non essere disponibili in tutti i Paesi, ovvero per tutti i tipi di investitori.

Le informazioni riportate nel presente materiale sono ritenute attendibili da Natixis Investment Managers ; tuttavia non è possibile garantirne precisione, adeguatezza o completezza.

All'interno del presente documento, la presentazione e /o i riferimenti a specifici titoli, settori o mercati non è da intendersi in termini di consulenza su investimenti, sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né offerta di servizi finanziari. Prima di ogni investimento, gli investitori devono esaminare con attenzione gli obiettivi di investimento, i rischi, i costi relative a strategie e prodotti. Le analisi, le opinioni, determinati temi di investimento e il processo di investimento descritti in questo documento rappresentano le posizioni del gestore di portafoglio ad una certa data. Tali elementi così come la composizione e le caratteristiche del portafoglio sono soggetti a cambiamento nel tempo. Le evoluzioni future possono non corrispondere alle previsioni formulate nel presente documento.

Il presente materiale non può essere distribuito, pubblicato o riprodotto, in tutto od in parte.

Gli importi riportati si intendono espressi in USD se non diversamente indicato.

Documento ad uso riservato degli investitori professionali di cui è vietata la diffusione tra il pubblico.