

## I titoli “Compounders”: Il valore del “compounding” in un mondo incerto

SOLUTIONS & MULTI ASSET | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | 2016

### Sintesi

Le prospettive dell'economia e del quadro geopolitico globali continuano a versare in una situazione di incertezza, caratterizzata essenzialmente da un contesto di bassa crescita e da valutazioni azionarie elevate. Questo quadro incerto rappresenta una sfida per gli investitori in cerca di attivi in grado di generare rendimenti interessanti, ma anche di offrire una soluzione di tutela del capitale nelle fasi economiche e di mercato più turbolente.

Date le numerose incognite connesse al quadro attuale riteniamo importante concentrarsi sui fondamentali per individuare investimenti capaci di generare rendimenti stabili e costanti e fornire protezione del capitale. A nostro avviso, ciò significa investire in società di alta qualità che incrementano stabilmente il valore per gli azionisti a un tasso superiore nel lungo termine, al contempo offrendo un certo grado di protezione contro i ribassi.

La nostra ricerca mostra che tali “compounders”, che esibiscono caratteristiche tra cui ad esempio marchi forti e durevoli, cash flow elevati, uso poco intensivo del capitale e livelli minimi di leva finanziaria, hanno generato rendimenti superiori ponderati al rischio in tutti i cicli di mercato. Malgrado la solida performance messa a segno dall'azionario negli ultimi anni, tali “compounders”, cioè i titoli di aziende di elevata qualità proprietarie di marchi di successo, continuano ad offrire valutazioni attraenti rispetto al loro valore intrinseco a lungo termine e al mercato in generale. Ecco perché riteniamo che questo sia il momento adatto per adottare un approccio di gestione del portafoglio “basato sui fondamentali”, capace di generare rendimenti superiori corretti per il rischio in varie condizioni di mercato.

### Cosa intendiamo per “compounders”?

Con il termine “compounders” ci riferiamo a imprese dotate di marchi, o “franchise”, di prima qualità, idealmente accompagnati da ricavi ricorrenti, basati su attività immateriali dominanti e durevoli, potere contrattuale e uso poco intensivo

### AUTORI



**BRUNO PAULSON**  
*Managing Director*



**CHRISTIAN DEROLD**  
*Managing Director*



del capitale. Nel valutare tali aziende ci concentriamo sulla qualità e sulla durevolezza del marchio, sulla solidità finanziaria, sul posizionamento settoriale e sulla qualità del management.

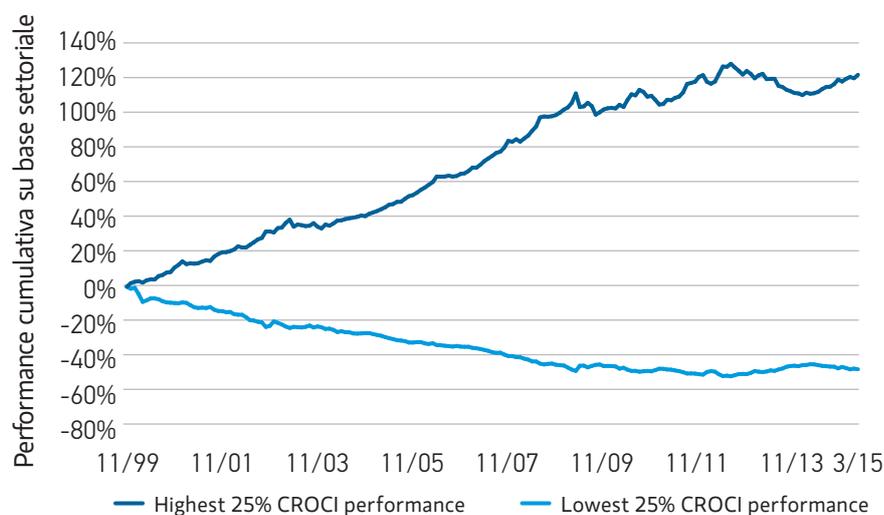
Nella nostra esperienza sono relativamente poche le aziende in grado di incrementare sistematicamente il valore per gli azionisti a tassi di rendimento superiori nel lungo periodo. Di contro, abbiamo verificato che gran parte delle società non è in grado di generare rendimenti costanti ed elevati sul lungo termine.

Le imprese con modelli di business di alta qualità godono invece a nostro avviso di un vantaggio competitivo sostenibile in virtù delle loro attività immateriali, che di norma i concorrenti difficilmente riescono a ricreare o replicare. Tra queste, ad esempio, la popolarità del marchio, che dipende in genere da fattori quali innovazione, fedeltà del cliente, diritti di proprietà intellettuale e reti distributive. Le attività dominanti di tipo materiale sono invece più facilmente replicabili e di conseguenza spesso soggette alla concorrenza sui prezzi e all'erosione della redditività del capitale di un'azienda.

La principale caratteristica finanziaria dei "compounders" è che generano un elevato rendimento sul capitale (ROIC), resa possibile da una combinazione di ricavi ricorrenti, elevati margini lordi e uso poco intensivo del capitale. La presenza di tali fattori aiuta a sostenere la generazione di robusti free cash flow, i quali però, cosa molto importante, devono essere reinvestiti o distribuiti agli azionisti. Eventuale attività M&A deve essere pienamente giustificabile in termini di ROIC piuttosto che di "strategia" o "accrescimento utili", al fine di evitare il rischio di compromettere il ROIC complessivo. La solidità finanziaria di tali "compounders" deriva solitamente dalle attività immateriali innovativamente sviluppate da queste società, che di conseguenza conferiscono loro il potere di fissare i prezzi.

I "compounders" tendono inoltre ad esibire una migliore tenuta durante le fasi di rallentamento economico, grazie alla stabilità dei cash flow operativi e ai modesti livelli di indebitamento. In genere, i loro profitti sono meno sensibili alle condizioni economiche a causa della

**FIGURA 1**  
**Le società con Roic elevato hanno sovraperformato nel tempo**



Fonte: Goldman Sachs Research Estimates, database Quantum. Dati al 31 marzo 2015. I dati esposti illustrano la performance del corso azionario delle società nel quartile superiore in termini di ROIC rispetto a quelle del quartile inferiore. Le aziende sono quelle dell'indice MSCI Europe. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

stabilità delle vendite e alla crescita dei margini. Questa caratteristica, unita alla bassa ciclicità della domanda di fascia alta (dovuta alla natura non discrezionale dei prodotti e della forte fedeltà al marchio), aiuta ad isolare i moltiplicatori dagli impatti ciclici negativi sui cash flow operativi. Tali caratteristiche, unite a una moderata crescita dei ricavi, hanno contribuito a garantire la crescita nel tempo del valore intrinseco dei "compounders".

La figura 1 mostra la differenza nella crescita dei corsi azionari tra le aziende dell'universo MSCI Europe con ROIC elevato e quelle con ROIC contenuto. Come evidenziato dalla figura 1, le società con un ROIC consistente hanno nettamente superato la performance delle loro analoghe nel lungo termine.

Per individuare correttamente i moltiplicatori riteniamo che la forza relativa di un'azienda all'interno del suo settore sia più importante della capitalizzazione di mercato. In termini di struttura settoriale, di norma riscontriamo che i "compounders" beneficiano di una quota di mercato relativamente alta grazie a posizioni di monopolio o oligopolio. In genere queste aziende sono avvantaggiate dalla presenza di elevate barriere all'ingresso, solitamente collegate alle attività immateriali che possiedono e

alla loro capacità di costante innovazione. Nella nostra esperienza, un simile posizionamento di mercato consente alle aziende di esercitare un forte potere di fissazione dei prezzi, oltre a conferire un elevato potenziale di crescita organica. Tuttavia, è importante sottolineare che la qualità della crescita resta un fattore preponderante; siamo del parere che una crescita sostenibile e qualitativamente elevata sia sempre preferibile tanto a una crescita elevata ma di breve termine, che può accrescere gli utili per azione (Eps) ma in genere non crea valore di lungo termine, quanto a una crescita accompagnata da bassi livelli di ROIC.

Nel valutare la struttura settoriale, riteniamo che i mercati in cui un'impresa opera rivestano maggiore importanza rispetto ai listini su cui è quotata, specie quando si prende in considerazione l'esposizione ai mercati emergenti. In linea di massima, per ottenere un'esposizione ai mercati in via di sviluppo preferiamo investire in marchi globali di alta qualità apprezzati dai consumatori dei paesi emergenti piuttosto che in società di qualità potenzialmente inferiore quotate sull'indice di un mercato emergente. Pur non essendo contrari agli investimenti diretti nelle piazze emergenti, riteniamo che i livelli attualmente elevati delle valutazioni relative e le problematiche sul fronte della governance societaria

che tendono a contraddistinguere tali aree al momento rendono preferibile un'esposizione indiretta a questa tipologia di investimenti.

Un'altra caratteristica dei "compounders" attiene alla qualità e alle competenze del management. Riteniamo sia fondamentale investire in società i cui dirigenti abbiano dimostrato di saper gestire in modo rigoroso ed efficiente il free cash flow. Nel valutare la qualità di un team dirigente, analizziamo le scelte passate di allocazione del capitale e le politiche distributive.

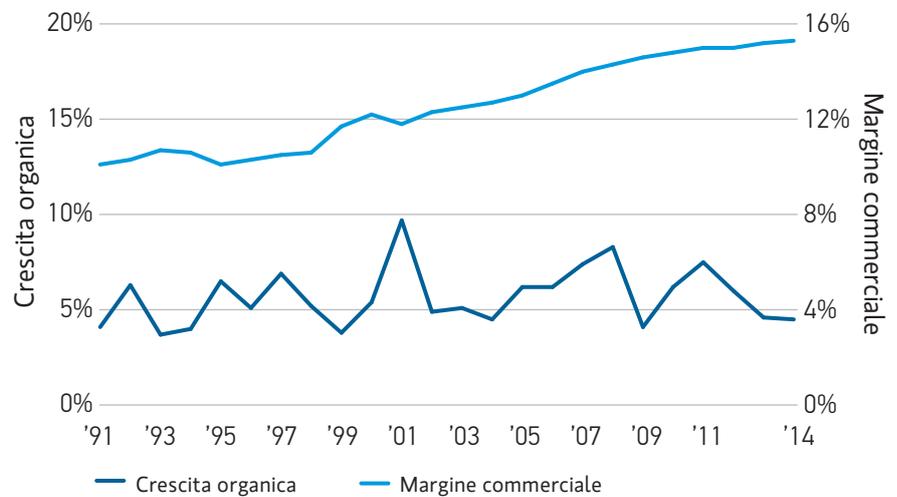
Il cattivo utilizzo del marchio è un altro aspetto molto importante. È fondamentale che il management non venga distolto dal suo compito di lungo termine, ossia lo sviluppo e il consolidamento del valore intrinseco della società, dalla tentazione di raggiungere obiettivi di breve periodo. Tagli alla spesa pubblicitaria e promozionale o ai budget per le attività di ricerca e sviluppo, sia in termini assoluti che come percentuale delle vendite, possono avere devastanti ripercussioni di lungo termine sulla solidità e la reputazione del marchio. Di conseguenza, prediligiamo società le cui politiche remunerative e incentivanti promuovono la moltiplicazione del valore nell'interesse di lungo termine degli azionisti.

Prendiamo come esempio di moltiplicatore una società europea produttrice di caffè e cioccolata con solidi dati storici a lungo termine basati su attività intangibili di brand ben gestite. La domanda per i suoi prodotti è costante piuttosto che ciclica, e ciò ha contribuito alla crescita stabile dei ricavi. Si aggiungano i margini lordi elevati e un modello operativo a bassa intensità di capitale e il risultato è una generazione di cash flow in costante crescita.

Questa stessa azienda negli ultimi 23 anni ha mostrato una stabile espansione dei ricavi organici, pari in media al 5% l'anno senza mai segnare risultati negativi e ha sostenuto i margini commerciali puntando sull'innovazione (figura 2). Sebbene tale performance operativa potrebbe non sembrare particolarmente brillante, il modello di moltiplicazione del ROIC ha permesso agli utili per azione di quintuplicarsi da CHF 0,66 a CHF 3,14 e al dividendo di decuplicarsi (da CHF 0,20 a CHF 2,15) nel periodo in

FIGURA 2

**Società svizzera di caffè e cioccolata - essere un "compounder" in ogni contesto di mercato**



Fonte: Morgan Stanley Investment Management. Dati al 31 dicembre 2014. A solo scopo illustrativo. I dati mostrati si riferiscono al periodo dal 1989 al 2013. La presente pubblicazione non è da intendersi come una raccomandazione all'acquisto o alla vendita dei titoli indicati. Non vi è alcuna garanzia che i titoli succitati registrino buoni andamenti. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

esame. Questa espansione costante di utili per azione e dividendi ha contribuito a sostenere l'apprezzamento di lungo termine del corso azionario, salito da CHF 6,91 (fine 1990) a CHF 77,1 (fine 2013). Come ben illustra questo caso specifico, i "compounders" non necessitano di tassi di crescita spettacolari per conseguire una sovraperformance nel tempo. In questo caso, il tasso di crescita annuo dei ricavi del 5% ha prodotto un'espansione del 7% degli Eps, e un rendimento annuo totale per gli azionisti del 12,7%.

Nell'individuare i "compounders", gli investitori però devono stare attenti a non incappare in società in declino o impegnate ad effettuare acquisizioni. Per "società in declino" intendiamo quelle i cui brevetti o licenze sono in procinto di scadere o i cui marchi sono esposti alla minaccia di nuove tecnologie, tendenze o normative. Le aziende che dipendono eccessivamente da un unico marchio o prodotto sono più vulnerabili in questo senso,

ma anche una gestione scadente o avida può rappresentare un rischio. Il prestigio di un marchio può essere eroso da una direzione che taglia le spese di pubblicità e promozione o di ricerca e sviluppo per realizzare obiettivi di profitto a breve termine, o che definisce

politiche di prezzo poco efficienti o adotta un approccio poco rigoroso alle distribuzioni di capitale.

Le acquisizioni possono essere particolarmente dannose per i "compounders". Ad esempio, una società che genera un ROIC del 30% potrebbe danneggiare il suo potenziale di generazione di valore di lungo termine acquisendo una società che genera un ROIC del 5-10% nel tentativo di imprimere slancio agli utili per azione. L'accrescimento degli EPS non si traduce necessariamente in creazione di valore, anzi può condurre a una sua cospicua erosione anche nel caso in cui l'azienda acquisita sia essa stessa un moltiplicatore.

Nella sezione successiva analizziamo il settore dei beni di consumo primario, quello dove abbiamo riscontrato la percentuale più elevata di aziende con marchi di qualità (cc.dd. "titoli franchise"), che contribuiscono alla crescita dei rendimenti di lungo termine del settore corretti per il rischio.

**Alla scoperta dei titoli con attività immateriali superiori**

Come già accennato, abbiamo potuto appurare che sono pochi i settori dove è possibile trovare "compounders"

in possesso dei requisiti necessari in termini di qualità del marchio e solidità finanziaria.

Abbiamo osservato che i business più forti e resistenti sono molto rari nei settori ad uso intensivo del capitale quali telecomunicazioni, servizi di pubblica utilità, esplorazione e produzione di petrolio e gas, materie prime, prodotti chimici e trasporti. A nostro avviso, le aziende ad alta intensità di capitale o molto cicliche non generano sistematicamente rendimenti sostenibili e privi di leva sul capitale investito, oppure presentano uno scarso potere di fissazione dei prezzi (è il caso di molti produttori di materie prime). Analogamente, abbiamo scoperto che gli istituti finanziari e le aziende di trasporti tendono a generare bassi livelli di rendimento in assenza di effetto leva. Inoltre, riteniamo che le imprese del segmento growth siano esposte agli svantaggi legati alla rapida obsolescenza di prodotti o brevetti, e raramente generano ricavi ricorrenti dalle vendite al consumo, una caratteristica che reputiamo essenziale ai fini della creazione di valore di lungo termine per gli azionisti.

Abbiamo invece osservato che i settori dove è più facile trovare “compounders” sono quelli dove l’innovazione, realizzata con un uso poco intensivo del capitale, è capace di creare nuova domanda e sostenere il potere di determinazione dei prezzi. In tal senso, riteniamo che i settori migliori sono quelli di tipo “business to consumer”. Nella nostra esperienza, malgrado la presenza di qualche azienda con marchi di successo nei settori farmaceutico, dei media/editoria e dei servizi informatici, i migliori titoli franchise appartengono in genere alle aziende che producono beni di consumo di marca (ad es., alimentari e bevande, tabacco, prodotti per la casa, cosmetici e prodotti per la cura della persona). In questa sede analizziamo in dettaglio il settore dei beni di consumo primari, ma è importante precisare che i moltiplicatori non appartengono solo a questo comparto, il quale al contrario comprende molte aziende non classificabili come “compounders”.

Negli ultimi 10 anni, le migliori performance azionarie sono provenute da aziende con potere pricing power. Durante

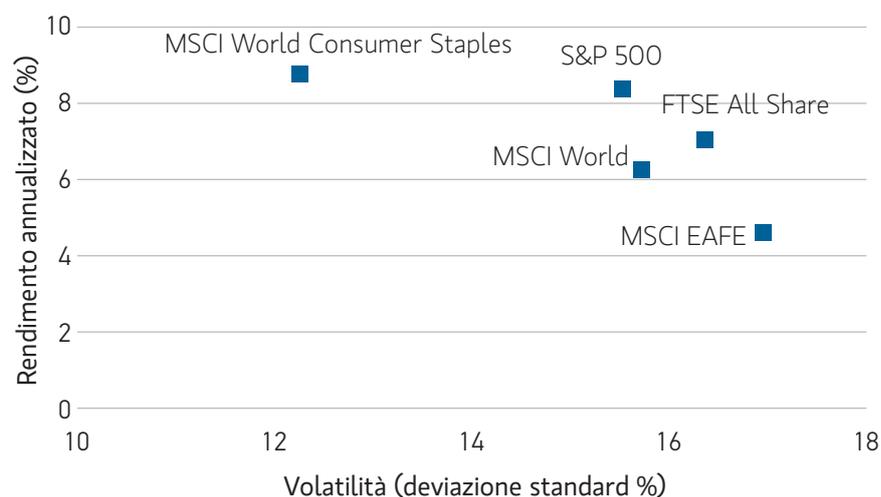
**FIGURA 3**  
**Potere di fissazione dei prezzi: l'elemento di differenziazione dei rendimenti tra i settori dell'indice Msci World**

SETTORE	10 ANNI (%)	
Beni di consumo primari	9,74	Potere di fissazione dei prezzi
Sanità	9,49	Potere di fissazione dei prezzi
Energia	6,26	Aumento del costo marginale delle nuove forniture
Informatica	7,47	
Beni di consumo discrezionali	7,49	
Industriali	6,75	
Materiali	5,77	Aumento del costo marginale delle nuove forniture; domanda cinese
MSCI World	6,02	
Servizi di telecomunicazione	5,27	Deflazione dei prezzi
Utility	5,88	Effetto dei maggiori costi energetici
Finanza	0,98	Bassa redditività degli attivi, alta leva finanziaria, rischio di perdite estreme

Fonte: Factset, Msci. Dati al 31 dicembre 2014.

**FIGURA 4**  
**Il settore dei beni di consumo primari presenta livelli di volatilità largamente inferiori e rendimenti elevati rispetto ai principali indici azionari**

Volatilità vs. rendimento in USD – 10 anni al 31 dicembre 2014



Fonte: Morgan Stanley Investment Management Limited. Dati al 31 dicembre 2014. Dati riferiti al periodo settembre 2004-dicembre 2014 per i seguenti indici: MSCI World Consumer Staples, Msci World, S&P 500, MSCI Eafe e FTSE All Share. Gli indici sono riportati a solo scopo illustrativo. Non è possibile investire direttamente in un indice. Per le definizioni degli indici si rimanda alla pag. 7. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

**FIGURA 5**  
**Performance dei titoli di qualità elevata e bassa dell'S&P 500**



Fonte: S&P 500. Gli indicatori dei titoli di qualità elevata e bassa, rappresentativi della prima e ultima fascia qualitativa dell'S&P 500, sono stati creati nel 2010 analizzando dati a partire dal 1997. Dati al 31 marzo 2015. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

questo periodo, il settore dei beni di consumo primari ha prodotto i maggiori rendimenti annuali tra i settori dell'MSCI World, un risultato a nostro avviso attribuibile alla caratteristica distintiva di essere in grado di determinare i prezzi, che è l'attributo specifico dei moltiplicatori (figura 3). Nonostante il settore dell'energia abbia anch'esso generato ottimi rendimenti nel periodo, riteniamo che gli incrementi dei prezzi in questo settore non siano sostenibili, giacché sono riconducibili a un'impennata della domanda concomitante a un aumento dei prezzi. Inversamente, crediamo che il potere di fissazione dei prezzi del settore dei beni di consumo primari sia più sostenibile, poiché i rialzi sono guidati da fattori quali innovazione, pubblicità e fedeltà ai marchi piuttosto che da forze di natura ciclica.

Da notare che nell'ultimo decennio il settore dei beni di consumo primari ha esibito livelli di volatilità decisamente inferiori ai principali indici azionari e ad altri settori, oltre che rendimenti relativamente elevati (figura 4). Si potrebbe obiettare che un'enfasi così mirata su un unico settore potrebbe comportare rischi di concentrazione; tuttavia, come illustra la figura 4, il settore dei beni di consumo primari, caratterizzato da un alto numero di "compounders", ha generato rendimenti

storici sensibilmente meno volatili dei benchmark tradizionali.

Uno dei segmenti del settore dei beni di consumo primari in cui abbiamo rintracciato una concentrazione particolarmente elevata di "compounders" proprietari di attività intangibili dominanti è quello del tabacco. Globalmente, l'industria del tabacco è estremamente concentrata e i primi quattro produttori rappresentano oltre due terzi delle vendite mondiali totali<sup>1</sup>, se si esclude la Cina, dove vige un monopolio di stato. Il principale vantaggio competitivo di queste aziende è la forte fedeltà al marchio. Abbiamo infatti riscontrato che i consumatori sono disposti a pagare prezzi più alti per alcuni marchi, un fattore che – sommato a una bassa sensibilità ai prezzi – in passato ha permesso a queste imprese di conseguire stabilmente ottimi risultati commerciali. I profitti sono alti rispetto al capitale investito, e la generazione di flussi di cassa è eccezionale. Inoltre, le barriere all'ingresso sono alte, le rigide normative sulla pubblicità delle sigarette agiscono da deterrente per i nuovi entranti e il debole potere negoziale di coltivatori e distributori aiuta ad assicurare una forte capacità di fissazione dei prezzi.

I "compounders" possono altresì offrire rendimenti appetibili sia in contesti

inflazionistici che deflazionistici. In uno scenario di bassa inflazione e di crescita del PIL nominale, i moltiplicatori sono vantaggiosi per vari motivi. Nella nostra esperienza, queste società sono in grado di accrescere gli utili e generare livelli relativamente elevati di redditività del capitale anche in contesti più difficili grazie alla capacità di fissazione dei prezzi che avvantaggia la loro redditività.

Per quanto concerne l'aumento dell'inflazione, riteniamo che l'eccezionale potere di fissazione dei prezzi esibito dai "compounders" consenta loro di generare una crescita quanto meno pari al tasso d'inflazione, e dunque di fornire un'efficace copertura contro gli scenari inflazionistici. A nostro parere, i risultati ottenibili sono migliori rispetto a quelli offerti dagli investimenti in altri strumenti, ad esempio le obbligazioni, che non proteggono dal rischio inflazionistico.

### **Perché investire in "compounders"? Investimenti di alta qualità in vista dei tempi difficili che si prospettano**

A nostro parere nei prossimi cinque anni i mercati azionari faranno fatica a tenersi a galla e difficilmente riusciranno a mettere a segno rialzi consistenti. Malgrado i numerosi rischi macroeconomici e politici che si profilano all'orizzonte, le quotazioni sono già a livelli elevati. L'eccellente performance generata dalle borse tra il 2011 e il 2014 non è riconducibile a una robusta crescita degli utili, ma all'espansione dei prezzi e dei multipli dovuta alle politiche monetarie ultra espansive.

La rimozione di tali politiche potrebbe causare correzioni significative dei mercati azionari se i multipli dovessero contrarsi. In secondo luogo, gli utili potrebbero essere esposti a rischi, dato che in assenza di una ripresa sostenibile le aziende potrebbero non riuscire a incrementare i ricavi, ma se la crescita acquistasse vigore l'aumento delle retribuzioni potrebbe erodere i margini.

Anche se inizialmente le pressioni su multipli e margini avrebbero senza dubbio un impatto negativo sul mercato in generale, il processo di normalizzazione

<sup>1</sup> Fonte: MSIM e relazioni aziendali di British American Tobacco, Japan Tobacco International, Imperial Tobacco, Philip Morris International. Dati a ottobre 2014.

aprirebbe quanto meno le porte a livelli d'ingresso più interessanti in futuro. Inoltre, i fondamentali aziendali tornerebbero a essere rilevanti.

In tale contesto riteniamo che le società di qualità elevata con bilanci solidi, modelli efficienti e un buon livello di redditività, abbondanti flussi finanziari e un'allocazione rigorosa del capitale rappresentino un investimento decisamente più conveniente rispetto alle aziende di qualità inferiore e ad altri segmenti del mercato.

La figura 5 mostra che al momento la performance relativa delle azioni di qualità elevata è tornata sui minimi del 2008 e 2011. S&P assegna rating "qualitativi" alle azioni sulla base di fattori come la crescita di utili e dividendi e la solidità del bilancio dell'emittente. Il grafico illustra il rapporto tra gli indici dei titoli di alta e bassa qualità, rispettivamente la fascia superiore e quella inferiore dell'indice S&P 500.

Pur dovendo ammettere che le valutazioni non sono, in assoluto, allettanti quanto lo erano nel 2011, riteniamo che le società di qualità elevata su cui ci concentriamo dovrebbero essere in grado di continuare a creare valore anche durante le fasi di mercato sfavorevoli. A essere prese alla sprovvista saranno invece le imprese di minore qualità, quelle appesantite dalla leva finanziaria e operativa, quelle prive di potere negoziale, quelle che scialacquano i soldi degli azionisti per acquisizioni irrazionali all'apice del ciclo e quelle le cui valutazioni sono da tempo incompatibili con i fondamentali sottostanti.

Nell'analisi delle valutazioni, i titoli delle aziende con marchi di alta qualità presentano a nostro avviso un rischio intrinseco, rappresentato dall'eventualità che il prezzo pagato sia eccessivo. A nostro parere, il modo più accurato per misurare il valore di un titolo è in termini assoluti piuttosto che relativi, utilizzando il free cash flow yield. Alle valutazioni correnti, è possibile acquistare titoli di eccellenti società proprietarie di marchi famosi con un

free cash flow yield del 5-6%. In termini assoluti, vista la qualità dei titoli, riteniamo che si tratti di un rendimento estremamente vantaggioso rispetto a quello offerto da altri strumenti, ad esempio il 2,5% circa dei titoli di Stato che non presentano i vantaggi rappresentati dal potere di fissazione dei prezzi, protezione dall'inflazione e capacità di incrementare il valore del capitale investito. Inoltre, i moltiplicatori offrono la concreta possibilità di una crescita a lungo termine dei free cash flow generati, mentre le emissioni sovrane generano flussi di cassa stabili.

### Conclusion

A fronte delle incerte prospettive connesse alla minore crescita e alla scarsa liquidità, riteniamo che oggi più che mai gli investitori dovrebbero basare le proprie scelte di asset allocation sui fondamentali aziendali. In altre parole, dovrebbero cercare di individuare imprese di qualità con fonti di reddito stabili, margini lordi elevati e bassa intensità di capitale, capaci di tutelare il valore dell'investimento durante le fasi di ribasso dei mercati. Inoltre, le azioni di aziende proprietarie di marchi famosi sono a nostro parere ancora convenienti rispetto al valore intrinseco di lungo termine e al mercato in generale, appunto in virtù della superiore qualità.

Riteniamo che le valutazioni eque di queste aziende e i rischi che l'investimento in titoli di minor valore acquistati a prezzi ingiustificatamente alti comporta non facciano che avvalorare la fondatezza di tale scelta.

### Informazioni sugli autori

#### BRUNO PAULSON

*Managing Director*

Bruno è gestore di portafoglio per il team International Equity di Londra. È approdato a Morgan Stanley nel 2009. In precedenza ha lavorato per Sanford Bernstein a Londra, dove per otto anni ha rivestito la posizione di Senior Analyst seguendo il settore finanziario e in particolare banche e assicurazioni. Prima

ancora ha lavorato come gestore presso il Boston Consulting Group, dedicandosi al settore dei servizi finanziari. Ha conseguito un Mba presso l'Insead, dove ha ricevuto il Ford Prize per essersi diplomato con il massimo dei voti. Ha inoltre portato a termine un dottorato di ricerca in economia politica presso il Nuffield College di Oxford e ha ottenuto una laurea in scienze politiche, filosofia ed economia (1st Class Honors) dal Keble College di Oxford.

#### CHRISTIAN DEROLD

*Managing Director*

Christian è gestore di portafoglio per il team International Equity di Londra. È entrato in Morgan Stanley nel 2006 e vanta 22 anni di esperienza nel settore degli investimenti. In precedenza è stato responsabile della ricerca presso Millgate Capital, un fondo hedge azionario long/short. Prima ancora ha lavorato per l'Investment Board dello Stato del Wisconsin, di cui ha gestito il portafoglio azionario internazionale. Ha conseguito un Master of Arts in Business Administration presso la facoltà di Economia e Gestione aziendale dell'Università di Vienna (Austria).

### Morgan Stanley Investment Management<sup>2</sup>

Morgan Stanley Investment Management (Msim), assieme alle consociate specializzate in servizi di consulenza finanziaria, vanta un organico formato da 586 professionisti dislocati in tutto il mondo e al 31 marzo 2015 controllava un patrimonio complessivo di circa 406 miliardi di dollari. MSIM punta a offrire performance d'investimento di lungo termine superiori, un servizio d'eccellenza e una gamma esaustiva di soluzioni di gestione degli investimenti pensate per una base di clienti diversificata, comprendente governi, istituzioni, grandi aziende e privati di tutto il mondo. Per maggiori informazioni contattare questo ufficio all'indirizzo [info@morganstanley.com](mailto:info@morganstanley.com) o visitare il sito web [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im).

<sup>2</sup> 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, Singapore, Hong Kong, Tokyo e Mumbai. Le cifre si riferiscono al patrimonio totale gestito/amministrato da MSIM.

**DEFINIZIONI**

**Indice dei prezzi al consumo (IPC):** un indice che misura il prezzo di un paniere di beni acquistati dal consumatore medio.

**Dividendo:** la distribuzione, approvata dal consiglio di amministrazione, di una parte degli utili di un'azienda a una determinata categoria di azionisti.

**Utili per azione (EPS):** la quota dell'utile di una società allocata a ciascuna azione ordinaria in circolazione. Gli utili per azione sono un indicatore della redditività di un'azienda e vengono calcolati sottraendo dal reddito netto i dividendi di pertinenza delle azioni privilegiate e dividendo il risultato per la media delle azioni in circolazione.

**Free cash flow yield azionario:** un indicatore del rendimento complessivo generato da un'azione, ottenuto standardizzando il free cash flow per azione atteso di una società rispetto al prezzo di mercato dell'azione stessa. Tale valore viene calcolato dividendo il free cash flow per azione per il prezzo dell'azione.

**Free cash flow:** una misura dell'andamento finanziario calcolato come flusso di cassa operativo al netto di spese in conto capitale, crescita del capitale circolante, interessi e tasse.

**Remunerazione del capitale investito (ROIC):** una misura della capacità di un'azienda di destinare il capitale a disposizione a investimenti redditizi. La nostra formula di calcolo è: utili al lordo di interessi e imposte diviso per il valore di immobili, impianti e macchinari e capitale circolante netto commerciale.

**Informazioni importanti**

**L'uso del presente materiale è consentito ai soli investitori professionali, ad eccezione degli Stati Uniti, dove ne sono consentite la redistribuzione e l'utilizzo presso il pubblico.**

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Inoltre le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso, e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Tuttavia non abbiamo verificato tali informazioni e non ci esprimiamo in alcun modo circa la loro accuratezza o completezza.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente 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.

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono soggetti al **rischio di mercato**, ovvero la possibilità che i valori di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuiscano e che il valore delle azioni in portafoglio sia inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarle. Di conseguenza, l'investimento in questo portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Inoltre, questo portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi. **Le azioni e i titoli esteri** risentono in genere di una maggiore volatilità rispetto agli strumenti obbligazionari e sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **paesi emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei paesi esteri sviluppati. Gli investimenti in **società a piccola e media capitalizzazione** tendono a essere più volatili e meno liquidi di quelli in società più grandi e maggiormente consolidate. **I portafogli non diversificati** investono spesso in un numero più limitato di emittenti, pertanto variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono determinare oscillazioni più consistenti del valore del portafoglio. **Gli strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere materialmente sulla performance. Inoltre, possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. **La performance passata non è garanzia di 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 cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) 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.

**Indice FTSE All Share:** questo indice, che rappresenta il 98-99% della capitalizzazione del mercato britannico, è un indice composto che aggrega il Ftse 100, il Ftse 250 e il Ftse Small Cap.

**Indice MSCI Eafe:** un indice che misura la performance dei mercati azionari sviluppati (Europa, Australasia ed Estremo Oriente), ad eccezione di Stati Uniti e Canada.

**Indice MSCI Europe:** indice a capitalizzazione che misura la performance dei mercati azionari europei sviluppati.

**Indice MSCI World:** un indice non gestito, rettificato per il flottante e ponderato per la capitalizzazione di mercato che raggruppa società domiciliate in tutti i paesi del mondo e misura l'andamento dei mercati azionari nelle piazze sviluppate ed emergenti globali. L'indice include il reinvestimento dei dividendi, al netto delle ritenute alla fonte straniere.

**Indice MSCI World Consumer Staples:** l'indice Msci World Consumer Staples rappresenta le imprese a grande e media capitalizzazione di 23 mercati sviluppati (Dm)\* in tutto il mondo. Tutti i titoli dell'indice appartengono al settore dei beni di consumo primari in base alla classificazione del Global Industry Classification Standard (Gics®).

**Indice S&P 500:** un indice di mercato ampio la cui performance si basa sull'andamento di un paniere di azioni ordinarie di 500 aziende ad alta capitalizzazione selezionate in base a dimensioni di mercato, liquidità e rappresentatività del settore di appartenenza.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non va intesa quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

**Il presente documento 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.**

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 o al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

**EMEA**

La presente comunicazione è stata pubblicata e autorizzata nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base alla stessa (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

Gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adeguate ai soggetti 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 degli intermediari finanziari. I soggetti che vogliono valutare un investimento devono sempre assicurarsi di aver ricevuto raccomandazioni esaurienti dall'intermediario finanziario circa l'opportunità dell'investimento.

**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 alcun 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 fondi. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui fondi. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) o richiesta telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento.**

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 da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). I contenuti del presente documento non sono stati verificati o approvati 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 dall'Sfa.

#### **Australia**

La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited Acn: 122040037, Afsl No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono intesi unicamente per "wholesale clients" ai sensi della definizione dell'Australian Corporations Act.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

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

coprite il nostro nuovo sito su  
[www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)