

Nel 2025, i CoCo bond AT1 sono un investimento interessante?

Pubblicato il 5 dicembre 2024

Ayush Babel

Director, Quantitative Research

Prof. Wim Schoutens

Professor at the University of Leuven, Belgium

Principali insegnamenti

- Tassi elevati migliorano la redditività delle banche grazie a spread degli interessi più ampi e a un aumento del ROE, rafforzandone la solidità finanziaria e aumentando l'appel delle obbligazioni AT1.
- Coefficienti CET1 sani offrono ampia protezione contro lo stress economico, riducendo rischi come la cancellazione delle cedole e migliorando la sicurezza delle obbligazioni AT1 in mercati volatili.
- Oggi le banche sono meglio capitalizzate e gestite, con controlli del rischio e sorveglianza migliorati; questo rende le obbligazioni AT1 più sicure rispetto a un decennio fa.
- Il WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF (COCB) replica l'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index, che adotta un approccio ampio al mercato applicando criteri rigorosi di liquidità e rating. L'indice include tutte le principali valute in cui vengono emessi i CoCo bond in Europa, ovvero USD, GBP ed EUR, offrendo così un'esposizione diversificata.
- Prodotti correlati WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF - USD Acc Scopri di più

Con l'avvicinarsi del 2025, molti investitori stanno riesaminando i loro portafogli; una domanda continua a emergere: le obbligazioni AT1 (contingenti convertibili) costituiscono una scelta saggia per l'anno a venire? Le obbligazioni AT1, note per i loro rendimenti elevati, sono titoli ibridi emessi dalle banche per rafforzare le loro basi di capitale. Offrono tassi d'interesse più elevati, ma comportano alcuni rischi e sono quindi un'opzione d'investimento allettante, anche se complessa. Scopriamo perché, nel 2025, le obbligazioni AT1 potrebbero meritare un'attenzione particolare.

1. L'aumento dei tassi di interesse favorisce il settore bancario

Negli ultimi anni le banche centrali di tutto il mondo hanno aumentato i tassi di interesse per combattere l'inflazione e stabilizzare i mercati finanziari. Mentre i tassi elevati hanno rappresentato una sfida per alcuni settori, in particolare per molti emittenti di obbligazioni ad alto rendimento, il settore bancario ne ha ampiamente beneficiato. Il profitto delle banche deriva dallo spread degli interessi, ovvero la differenza tra gli interessi pagati sui depositi e quelli applicati ai prestiti. Tassi d'interesse più elevati producono un

ampliamento di tale spread, in quanto consentono alle banche di applicare ai prestiti tariffe più elevate rispetto ai tassi dei depositi, con un conseguente aumento del reddito da interessi.

In prospettiva, molti analisti ritengono che i tassi di interesse rimarranno elevati e che difficilmente torneranno ai livelli prossimi allo zero degli scorsi anni. Il motivo è che molti paesi occidentali si sono indebitati in modo consistente, soprattutto in seguito agli sconvolgimenti economici causati dalle recenti crisi. Per gestire tale indebitamento, un certo livello di inflazione è in realtà positivo, in quanto contribuisce a ridurre il valore reale del debito nel tempo. Tuttavia, l'inflazione richiede tassi di interesse più elevati e questo crea un ambiente potenzialmente caratterizzato dalla propensione delle banche centrali a mantenere i tassi al di sopra dei minimi storici per il prossimo futuro. Tale visione favorisce le prospettive di sostenibilità della redditività del settore bancario, che continua a beneficiare di spread degli interessi più ampi, rafforzando ulteriormente l'appeal delle obbligazioni AT1.

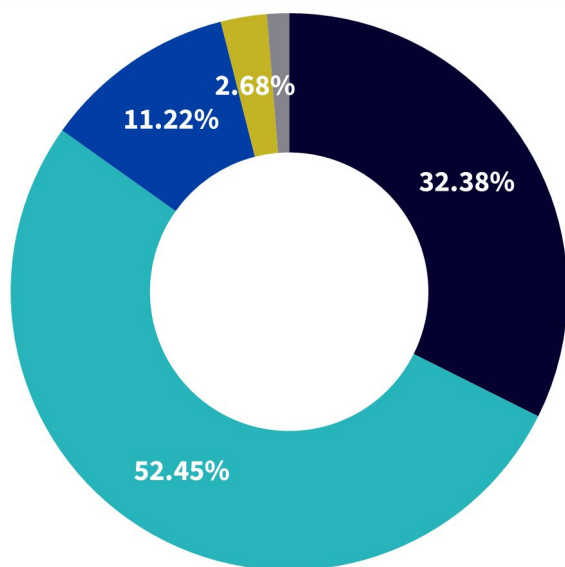
Per gli investitori, si tratta di una dinamica cruciale. L'aumento della redditività del settore bancario, favorito da tassi più elevati, ne sostiene la salute finanziaria e, indirettamente, favorisce la stabilità delle obbligazioni AT1 emesse da tali istituti. Un tale contesto caratterizzato da tassi d'interesse elevati ha aiutato in particolare il ROE (return on equity) delle banche, con l'aumento del margine d'interesse che ha conferito maggiore solidità ai loro modelli di business. Questo rende le obbligazioni AT1, che dipendono dalla solidità finanziaria della banca emittente, investimenti potenzialmente più sicuri.

2. Coefficienti CET1 sani migliorano la sicurezza delle obbligazioni AT1

Un modo per valutare la solidità finanziaria di una banca è osservare il suo coefficiente di capitale primario di classe 1 (CET1). Si tratta di un parametro che misura il capitale azionario core di una banca rispetto alle sue attività ponderate per il rischio, fornendo indicazioni sulla relativa capacità di resistere allo stress economico. Negli ultimi anni, i coefficienti CET1 sono rimasti sani in tutto il settore bancario, anche durante periodi caratterizzati da sfide economiche. Per i detentori di obbligazioni AT1, coefficienti CET1 elevati rappresentano una protezione, in quanto riducono la probabilità di eventi avversi come la cancellazione delle cedole o la svalutazione delle obbligazioni.

Questa solida capitalizzazione rende i CoCo bond più sicuri, soprattutto in caso di incertezza economica. Per coloro che investono in obbligazioni AT1, un coefficiente CET1 stabile potrebbe tradursi in un rischio di perdita del capitale ridotto e in un flusso di reddito più stabile, ovvero elementi fondamentali alla luce dell'attuale volatilità dei mercati.

CET1 buffer to max. trigger breakdown



- Between 5.0% and 7.5%
- Between 7.5% and 10.0%
- Between 10.0% and 12.5%
- Between 12.5% and 15.0%
- Between 15.0% and 17.5%
- Between 17.5% and 20.0%
- Above 20.0%

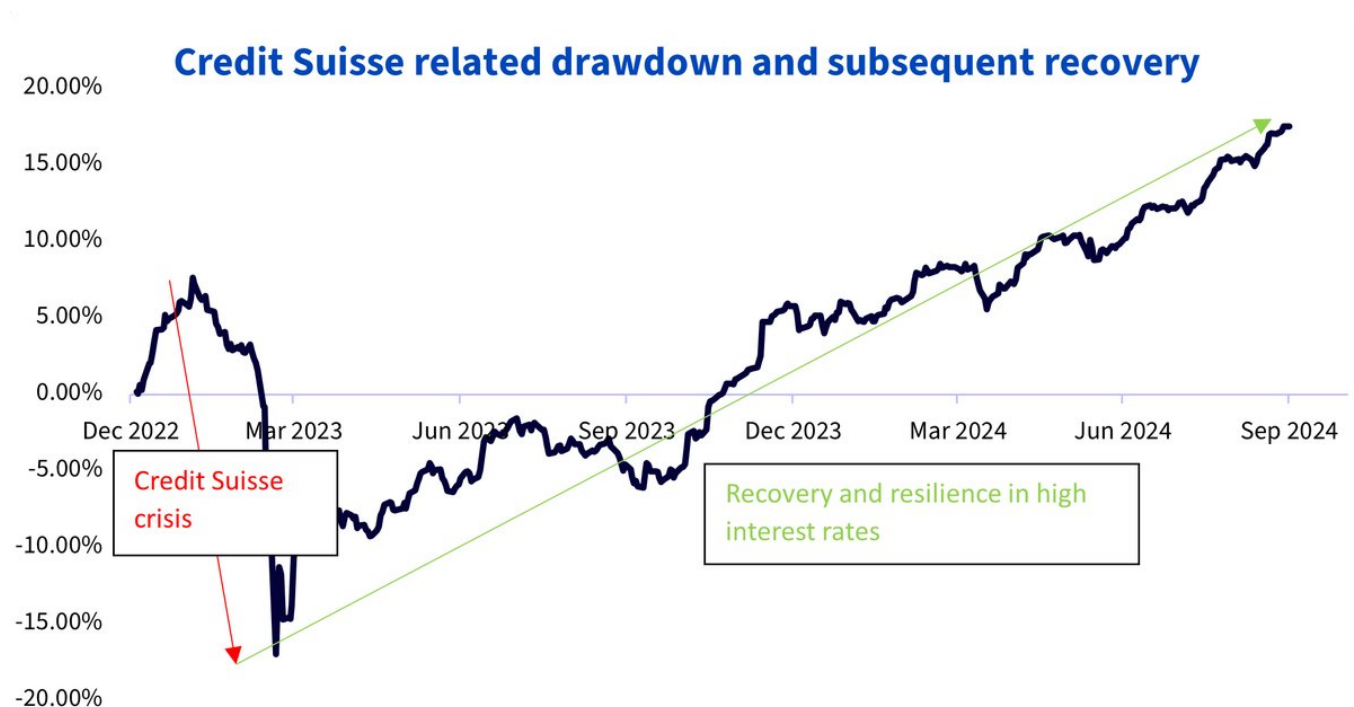
Fonte: WisdomTree, Markit, Bloomberg, risultati finanziari dei rispettivi emittenti. Dati al 30 settembre 2024. La variazione del CET1 rappresenta la differenza di valore dei coefficienti CET1 tra i dati disponibili al 30 settembre 2024 (riferiti in genere al 2°T 2024) e quelli più recenti disponibili al 30 giugno 2024 (riferiti in genere al 1°T 2024). L'assenza di variazione può indicare che il ciclo di rendicontazione non è terminato. Il coefficiente CET1 è il coefficiente di capitale primario di classe 1 a regime (fully loaded) disponibile su Bloomberg e ricavato dai risultati finanziari più recenti dell'emittente (se non è stato riportato da Bloomberg). Il livello limite massimo è rappresentato dal limite massimo osservato in tutte le emissioni di CoCo di un determinato emittente. La strategia è rappresentata dall'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index. **Non è possibile investire direttamente in un indice. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

3. Chiarezza normativa dopo l'evento Credit Suisse

Per gli investitori in obbligazioni AT1, uno dei principali punti di svolta è stata la crisi di Credit Suisse. Durante quest'evento, i detentori di obbligazioni AT1 si sono trovati ad affrontare perdite senza precedenti a causa della totale svalutazione delle obbligazioni di Credit Suisse, nel tentativo di stabilizzare la banca in una situazione di grave difficoltà finanziaria. Per gli investitori in titoli AT1 questo ha rappresentato uno shock poiché, contrariamente a quanto si credeva, il regolatore svizzero non ha rispettato la struttura a cascata.

Sebbene si sia trattato di un episodio difficile per gli obbligazionisti di Credit Suisse, ha prodotto un risvolto positivo per il mercato in generale. L'incidente di Credit Suisse ha spinto le autorità di regolamentazione

di UE e Regno Unito a intervenire per chiarire le condizioni in cui le obbligazioni AT1 possono essere svalutate o convertite. Attualmente, i quadri normativi relativi alle obbligazioni AT1 sono più chiari che mai: in UE e Regno Unito le obbligazioni CoCo non possono essere svalutate se il capitale azionario rimane intatto. Questa maggiore trasparenza ha contribuito a stabilizzare il mercato delle obbligazioni AT1, fornendo un ambiente più prevedibile per gli investitori e rendendole un investimento potenzialmente più sicuro rispetto a prima della crisi di Credit Suisse. Infine, nell'Unione Europea (UE), che conta 27 paesi, cambiare la legge o approvare alcuni emendamenti nel corso di un fine settimana, come è accaduto in questo evento cigno nero, non è così comune.



Fonte: iBoxx, WisdomTree. Al 30 settembre 2024. Performance dell'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index in USD. **Non è possibile investire direttamente in un indice. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

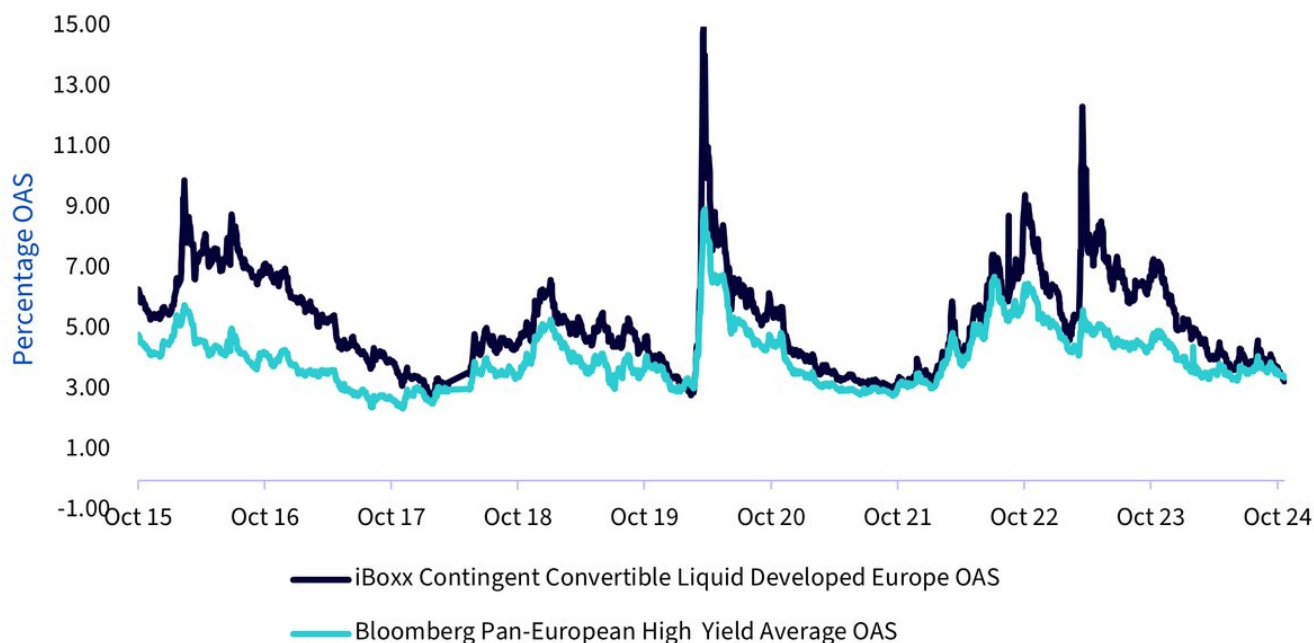
4. Settore bancario più sano rispetto agli anni precedenti

È interessante notare che, nonostante gli attuali spread delle obbligazioni AT1 siano simili a quelli di quasi 8 anni fa, il settore bancario si trova oggi in una posizione molto più solida rispetto ad allora. Dieci anni fa, il panorama finanziario era martoriato da una crisi del debito sovrano e diverse nazioni europee si trovavano ad affrontare gravi tensioni finanziarie. All'epoca le banche non erano così ben capitalizzate e c'era poca chiarezza normativa su strumenti quali le obbligazioni AT1.

Oggi sono molto più resilienti, con riserve di capitale molto più forti e pratiche di gestione del rischio più solide. Anche la vigilanza normativa è migliorata in modo significativo, con linee guida più chiare sul trattamento delle obbligazioni AT1 e una maggiore stabilità complessiva del settore bancario. Il miglioramento di queste fondamenta significa che le obbligazioni AT1 sono ora sostenute da istituzioni

in condizioni finanziarie migliori, con tutele normative più prevedibili. Per gli investitori, questo si traduce in un rischio potenzialmente inferiore rispetto a investimenti simili effettuati qualche anno fa.

Spread of developed Europe AT1 CoCos versus Pan European high yield bonds



Fonte: WisdomTree, iBoxx e Bloomberg. Dal 1° ottobre 2015 al 30 ottobre 2024. **Non è possibile investire direttamente in un indice. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

5. Forte domanda ed eccesso di sottoscrizioni delle recenti emissioni

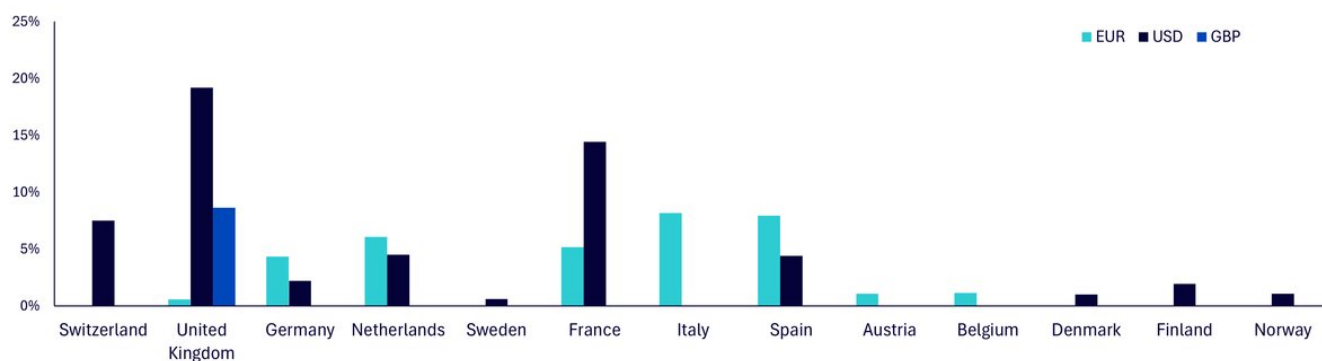
Un'altra tendenza degna di nota nel mercato delle obbligazioni AT1 è la recente impennata delle nuove emissioni, che sono state accolte da una forte domanda e da elevati eccessi di sottoscrizione. Una tale domanda indica il notevole appetito degli investitori per le obbligazioni AT1, probabilmente per via dei rendimenti interessanti e dell'attuale stabilità che si percepisce nel settore bancario. Sottoscrizioni eccedenti rappresentano spesso un indicatore positivo nei mercati finanziari, in quanto riflettono la fiducia degli investitori sia negli istituti emittenti che nell'asset class stessa.

Per gli investitori, l'eccesso di sottoscrizioni delle recenti emissioni di AT1 è indicativo della forte approvazione del mercato, suggerendo che le obbligazioni AT1 sono attualmente considerate un investimento interessante. Una tale domanda può inoltre implicare una maggiore liquidità per le obbligazioni AT1, che può rappresentare un ulteriore vantaggio per gli investitori che desiderano flessibilità nella gestione dei loro portafogli.

Considerazioni finali

Nel 2025, le obbligazioni AT1 si profilano come un'opzione d'investimento interessante, sostenute da tassi d'interesse elevati che favoriscono il settore bancario, da solidi coefficienti CET1, da una maggiore chiarezza normativa in seguito all'evento Credit Suisse e da una domanda forte, come dimostrato dal recente eccesso di sottoscrizioni delle nuove emissioni. Inoltre, il settore bancario gode oggi di una situazione migliore rispetto a dieci anni fa, quando l'incertezza del quadro normativo e la crisi del debito sovrano ponevano sfide significative. Negli ultimi 20 mesi, questi fattori hanno spinto gli spread al ribasso, ma riteniamo che, alla luce dei fattori di sostegno discussi, si verificherà un ulteriore inasprimento.

Gli investitori in grado di tollerare il rischio e desiderosi di ottenere un rendimento elevato potrebbero sfruttare la promettente opportunità offerta dalle obbligazioni AT1 nel 2025, anche se il segreto è nella diversificazione. Il [WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF \(COCB\)](#) replica l'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index, che adotta un approccio ampio al mercato applicando criteri rigorosi di liquidità e rating. L'indice include tutte le principali valute in cui vengono emessi i CoCo bond in Europa, ovvero USD, GBP ed EUR, offrendo così un'esposizione diversificata.



Fonte: WisdomTree, Markit. Dati al 30 settembre 2024. La strategia è rappresentata dall'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index. Le ripartizioni si basano sulle ponderazioni dell'indice nei CoCo bond sottostanti. **Non è possibile investire direttamente in un indice. La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Important Risks Related to this Article

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Comunicazioni di marketing emesse all'interno dello Spazio economico europeo ("SEE"): Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Central Bank of Ireland.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni non appartenenti al SEE: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

Per fare riferimento a WisdomTree Ireland Limited e a WisdomTree UK Limited si utilizza per entrambe la denominazione "WisdomTree" (come applicabile). La nostra politica sui conflitti d'interesse e il nostro inventario sono disponibili su richiesta.

Questa comunicazione di marketing è stata predisposta per investitori professionali; tuttavia, in alcune giurisdizioni i prodotti WisdomTree descritti in questo documento potrebbero essere disponibili per qualsiasi investitore, nel rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili. Poiché il prodotto potrebbe non essere autorizzato o la sua offerta potrebbe essere limitata in alcune giurisdizioni, spetta a ciascuna persona o entità accertarsi di agire in piena osservanza delle leggi e delle normative vigenti nella giurisdizione pertinente. Prima di effettuare una richiesta di sottoscrizione si consiglia agli investitori di ottenere tutta la consulenza legale, fiscale e di investimento necessaria in merito alle conseguenze di un investimento nei prodotti. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri. I rendimenti storici ricompresi nel presente documento potrebbero essere basati sul back test, ossia la procedura di valutazione di una strategia d'investimento, che viene applicata ai dati storici per simulare quali sarebbero stati i rendimenti di tale strategia. I rendimenti basati su back test sono puramente ipotetici e vengono forniti nel presente documento a soli fini informativi. I dati basati sul back test non rappresentano rendimenti effettivi e non devono intendersi come un'indicazione di rendimenti effettivi o futuri. Il valore di un investimento potrebbe essere oggetto di oscillazioni dei tassi di cambio. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente. I suddetti prodotti potrebbero non essere disponibili nel Suo mercato o adatti alle Sue esigenze. Il contenuto del presente documento non costituisce una consulenza in materia di investimenti, né un'offerta di vendita o una sollecitazione di un'offerta di acquisto di un prodotto o di sottoscrizione di un investimento.

Un investimento in exchange-traded product ("ETP") dipende dalla performance dell'indice sottostante, sottratti i costi, ma difficilmente replicherà la performance dell'indice con assoluta precisione. I prodotti ETP comportano numerosi rischi inclusi, tra gli altri, rischi generali di mercato correlati all'indice sottostante di riferimento, rischi di credito riferiti al provider degli swap sull'indice utilizzati nell'ETP, rischi di cambio, rischi da tasso d'interesse, rischi d'inflazione, rischi di liquidità, rischi legali e normativi.

Le informazioni contenute nel presente documento non sono, e in nessun caso devono essere interpretate come, un annuncio pubblicitario o un altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli stessi, laddove nessuno degli emittenti o dei relativi prodotti sia autorizzato o registrato per la distribuzione e laddove nessun prospetto di uno qualsiasi degli emittenti sia stato depositato presso una commissione di vigilanza o autorità di regolamentazione. Nessun documento, o informazione contenuta nel presente documento, deve essere estrapolato, trasmesso o distribuito (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti. Nessuno degli Emittenti né alcun titolo da essi emesso sono stati o saranno registrati ai sensi dello United States Securities Act del 1933 o dell'Investment Company Act del 1940 o qualificati ai sensi di qualsiasi legge statale sui titoli applicabile.

Il presente documento può contenere commenti indipendenti sul mercato redatti da WisdomTree sulla base delle informazioni disponibili al pubblico. Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante

dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.

Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, comprese dichiarazioni riguardanti le nostre convinzioni o le nostre attuali aspettative in relazione alla performance di determinate classi di attività e/o settori. Le dichiarazioni previsionali sono soggette a determinati rischi, incertezze e ipotesi. Non vi è alcuna garanzia che tali dichiarazioni siano esatte, e i risultati effettivi possano discostarsi significativamente da quelli previsti in dette dichiarazioni. WisdomTree raccomanda vivamente di non fare indebito affidamento sulle summenzionate dichiarazioni previsionali.

WisdomTree Issuer ICAV

I prodotti trattati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer ICAV ("WT Issuer"). WT Issuer è una società d'investimento multicomparto a capitale variabile con separazione patrimoniale tra i comparti, costituita ai sensi del diritto irlandese in forma di Veicolo di gestione patrimoniale collettivo irlandese e autorizzata dalla Central Bank of Ireland ("CBI"). WT Issuer è costituita in forma di Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari ("OICVM") di diritto irlandese ed emette una classe di azioni separata ("Azioni") rappresentativa di ogni fondo.

Il Fondo è descritto in un Documento contenente le informazioni chiave (KID) o Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) destinato agli investitori del Regno Unito, nonché nel prospetto di WT Issuer ("Prospetto WT"). Una copia del Prospetto WT e del KID/KIID in lingua inglese è disponibile, esclusivamente per il SEE/Regno Unito, su www.wisdomtree.eu. Laddove previsto dalla normativa nazionale, il KID sarà disponibile anche nella lingua locale dello Stato membro del SEE

interessato. Per maggiori dettagli sui rischi associati a un investimento nelle Azioni, si invitano gli investitori a leggere il Prospetto WT prima di effettuare l'investimento e a consultare la sezione del Prospetto WT intitolata "Risk Factors".

La descrizione sintetica dei diritti degli investitori associati a un investimento nel fondo è disponibile in lingua inglese sul sito web di WisdomTree Europe. WisdomTree Management Limited può decidere di risolvere gli accordi relativi alla commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo. In simili circostanze, gli azionisti situati nello Stato membro del SEE interessato riceveranno la comunicazione di tale decisione e avranno la possibilità di chiedere il rimborso della propria partecipazione nel fondo a titolo gratuito o senza alcuna detrazione per almeno 30 giorni lavorativi dalla data della suddetta notifica.

WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF

L'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC o di sue affiliate ("SPDJI") è stato concesso in licenza d'uso a WisdomTree. S&P®, S&P 500®, iBoxx®, iTraxx® e CDX® sono marchi registrati di S&P Global, Inc. o di sue affiliate ("S&P"); Dow Jones® è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"); questi marchi sono stati concessi in licenza d'uso a SPDJI e ceduti in sublicenza per determinati scopi a WisdomTree. WisdomTree AT1 CoCo Bond UCITS ETF non è sponsorizzato, approvato, venduto o promosso da SPDJI, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, né tali parti rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti, né danno per scontato che responsabilità per eventuali errori, omissioni o interruzioni dell'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1.

I titoli convertibili contingenti sono titoli complessi e i potenziali investitori non dovrebbero escludere il tail risk e la possibilità di conversione. I pagamenti delle cedole per i titoli convertibili contingenti sono interamente discrezionali e pertanto in qualsiasi momento possono in teoria non essere erogati.

Per gli Investitori in Svizzera – Investitori Qualificati

Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati.

Il prospetto e i documenti di informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono disponibili sul sito Web di WisdomTree: **https://www.wisdomtree.eu/it-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports**

Alcuni comparti di cui al presente documento potrebbero non essere stati registrati presso l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). In Svizzera, i comparti che non sono stati registrati presso la FINMA saranno distribuiti esclusivamente a investitori qualificati, definiti nella legge svizzera sugli investimenti collettivi di capitale (LICO) ovvero nella sua ordinanza di attuazione (e singolarmente modificate di volta in volta). Il rappresentante e agente per i pagamenti dei comparti in Svizzera è Société Générale Paris, Filiale di Zurigo, Talacker 50, PO Box 5070, 8021 Zurigo, Svizzera. Il prospetto, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), lo statuto e le relazioni annuali e semestrali dei comparti sono disponibili gratuitamente presso il rappresentante e agente per i pagamenti svizzero. Con riferimento alla distribuzione in Svizzera, il luogo di giurisdizione e prestazione del servizio è la sede del rappresentante e agente per i pagamenti.

Per investitori francesi: le informazioni riportate nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali (secondo quanto definito dalla MiFID) che investono per proprio conto e ne è vietata la distribuzione al pubblico. La distribuzione del Prospetto e l'offerta, la vendita e la consegna di Azioni in altre giurisdizioni possono essere soggette a restrizioni di legge. L'Emittente è un OICVM di diritto irlandese, approvato dall'Autorità di Vigilanza Finanziaria come OICVM conforme alle normative europee, sebbene potrebbe non essere tenuto ad adempiere alle stesse disposizioni vigenti per un prodotto simile approvato in Francia. Il Fondo è stato registrato per la commercializzazione in Francia dall'Autorità dei Mercati Finanziari (Autorité des Marchés Financiers) e può essere distribuito agli investitori in Francia. Le copie di tutti i documenti (ovvero il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, eventuali supplementi o appendici, le ultime relazioni annuali, l'Atto costitutivo e lo Statuto) sono disponibili, gratuitamente, presso l'agente centralizzatore francese, Societe Generale con sede in 29, boulevard Haussmann – 75009 Parigi, Francia. La sottoscrizione delle Azioni del Fondo sarà effettuata conformemente alle condizioni indicate nel Prospetto e in eventuali integrazioni o appendici.

Per Investitori Maltese: Questo documento non costituisce o forma parte di qualsiasi offerta od invito alla pubblica sottoscrizione o acquisto di quote nel Fondo, non potrà essere interpretato come tale e nessuna persona al di fuori di quella al quale questo documento stato indirizzato od inviato sarà considerata come potenziale sottoscrittore di quote nel Fondo. Le quote del fondo non verranno commercializzate in alcun modo al pubblico a Malta senza la precedente autorizzazione dell'Autorità Finanziaria Maltese.