Oltre l'IA: in Giappone la crescita degli utili si amplia e gli effetti delle riforme continuano a sommarsi

Pubblicato il 8 ottobre 2026

Aneeka Gupta
Director, Macroeconomic Research

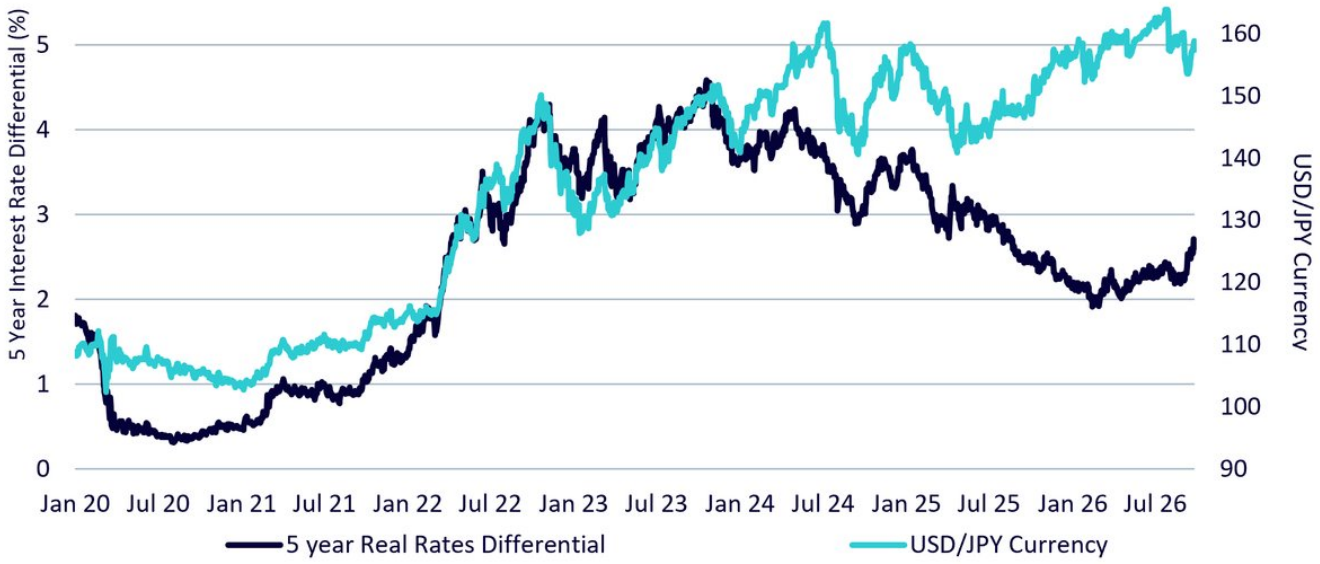
Punti chiave

- Nonostante il rialzo dei tassi all'1,25% da parte della Banca del Giappone (BoJ), lo yen non è riuscito a rafforzarsi, dato che la traiettoria del cambio USD/JPY è ora dominata da una Federal Reserve più aggressiva.
- Dal 2024 il classico legame tra differenziale dei tassi USA-Giappone e cambio USD/JPY si è interrotto. La propensione al rischio, i rendimenti dei titoli di Stato USA e il ruolo dello yen come valuta di finanziamento assumono maggiore importanza, pertanto la debolezza dello yen potrebbe persistere nonostante i rialzi dei tassi da parte della BoJ.
- Uno yen debole mantiene il vantaggio competitivo per gli esportatori giapponesi.
- La riforma della governance continua a dare i suoi frutti e, oltre all’entità dei dividendi, è la qualità dell’allocazione del capitale a guidare la revisione pluriennale delle valutazioni.
- La crescita degli utili vede protagonisti diversi settori: l’elettronica, trainata dall’IA e dalla domanda di infrastrutture industriali, e le banche, che beneficiano di spread più ampi e di un aumento dei prestiti.

Sia la Banca del Giappone (BOJ) che la Federal Reserve (Fed) hanno aumentato i tassi di riferimento di 25 pb, portando quello giapponese all’1,25% (il livello più alto degli ultimi tre decenni circa) e quello dei Fed fund al 4%. Entrambe le mosse erano già state ampiamente anticipate e scontate dai mercati. Ciò che ci sembra più rilevante non è l’entità del rialzo, quanto il tono: nel comunicato di settembre, la BOJ ha adottato una valutazione più restrittiva, segnalando che l’inflazione di fondo potrebbe superare il 2%, mentre le imprese si mostrano più propense ad aumentare salari e prezzi. Al tempo stesso, i voti contrari di due membri del consiglio hanno evidenziato come il ritmo della normalizzazione rimanga ancora oggetto di divergenze. Eppure, in risposta lo yen non si è rafforzato. Semmai, il messaggio della stessa Fed si è ulteriormente inasprito. Le proiezioni di settembre hanno portato la stima mediana del tasso dei Fed fund per il 2027 al 4,1% rispetto al 3,6% di giugno, e il segnale di “tassi più elevati più a lungo” proveniente da Washington ha contribuito a mantenere la coppia di valute su livelli elevati più di qualsiasi altro fattore proveniente da Tokyo.

Non si tratta di un fenomeno nuovo. Come mostra il grafico in basso, dal 2024 la ben nota relazione tra il differenziale dei tassi di interesse Stati Uniti/Giappone e il cambio USD/JPY è diventata molto meno affidabile. Il differenziale dei tassi reali si è ridotto da un picco che si aggirava intorno al 4,5% all'attuale 2,2% circa[1], una dinamica che, secondo un modello tipico di carry trade, avrebbe dovuto determinare un rafforzamento dello yen. Al contrario, il cambio USD/JPY ha raggiunto nuovi massimi superando quota 158[2]. A nostro avviso, questo riflette un cambiamento nei fattori che effettivamente guidano la coppia: la propensione al rischio e i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi hanno ora un peso maggiore rispetto al differenziale dei tassi tra i due paesi, mentre il ruolo del Giappone come fonte di finanziamento a basso costo continua a rendere lo yen interessante per le strategie di carry trade, anche con la progressiva normalizzazione operata dalla BOJ. A sua volta questo significa che la debolezza dello yen può persistere anche mentre la BOJ aumenta i tassi; si tratta di una dinamica che, a nostro avviso, i mercati non dovrebbero presumere possa correggersi rapidamente da sola.

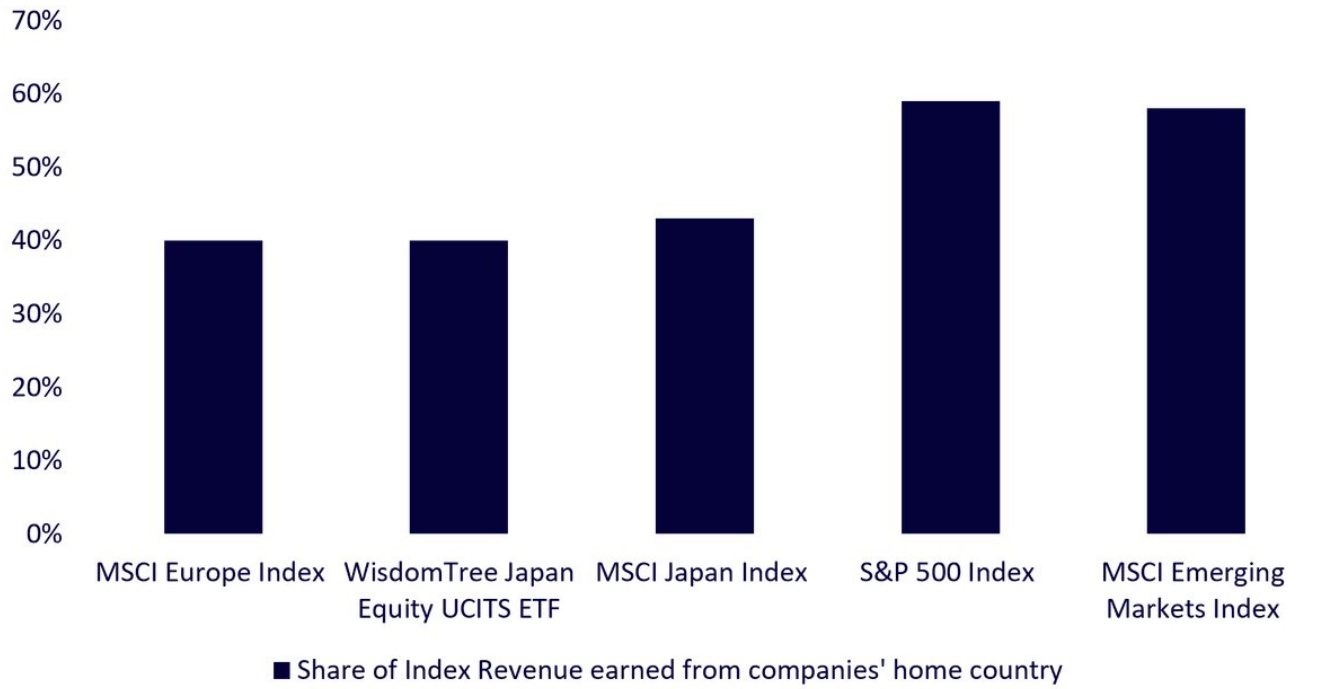
Figura 1: Il cambio dollaro/yen si discosta dai tassi relativi



Fonte: Bloomberg Finance L.P., WisdomTree, al 25 settembre 2026. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Le aziende nel WisdomTree Japan Equity UCITS ETF (**ticker: DXJZ**) traggono appena il 40% dei ricavi sottostanti dal Giappone stesso, una percentuale nettamente inferiore al 58% dell'MSCI Emerging Markets o al 59% dell'S&P 500. In altre parole, l'esposizione del portafoglio ai ricavi esteri trae un vantaggio diretto dalla persistente debolezza dello yen e questo rappresenta uno dei motivi per cui riteniamo che il segmento del mercato caratterizzato da una forte presenza di aziende esportatrici sia ragionevolmente ben posizionato.

Figura 2: Quota dei ricavi internazionali derivanti dagli esportatori globali

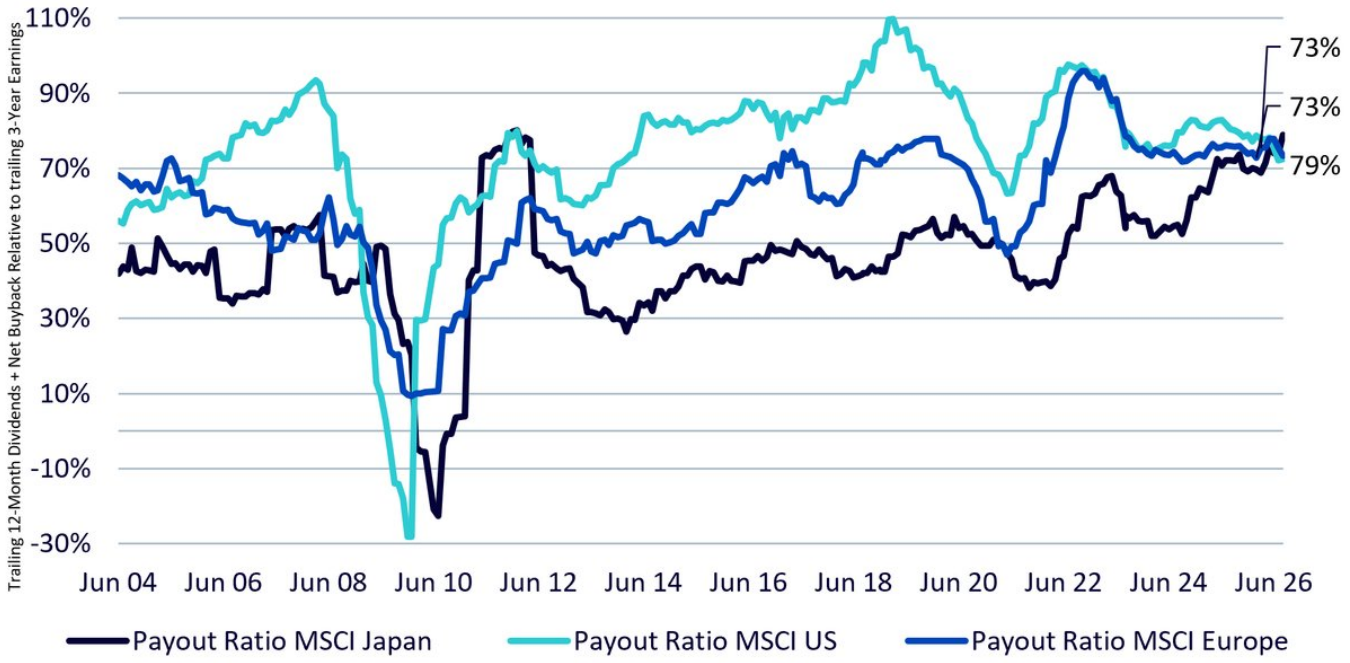


Fonte: FactSet, MSCI, WisdomTree, 31 agosto 2026. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Corporate governance: riforme i cui effetti continuano a sommarsi

La valuta, tuttavia, è solo parte del quadro. Il programma pluriennale di riforma della corporate governance avviato dalla Tokyo Stock Exchange continua a produrre effetti cumulativi e, a nostro avviso, la sua portata rimane sottovalutata. Il rapporto di distribuzione agli azionisti del Giappone (che include dividendi e riacquisti di azioni) è salito dal 33% del 2013 a circa il 79%[3], superando quello di Stati Uniti (73%) ed Europa (73%).

Figura 3: Le distribuzioni giapponesi raggiungono i livelli di Stati Uniti ed Europa



Fonte: FactSet, MSCI, al 31 agosto 2026. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Nell'anno fiscale 2025 il rendimento totale per gli azionisti ha raggiunto il livello record di 43.500 miliardi di yen, con un aumento del 13% su base annua, parallelamente a livelli record nelle vendite di partecipazioni incrociate, nelle proposte degli azionisti e nell'adozione di sistemi di remunerazione basati su azioni. La Financial Services Agency dovrebbe rivedere il codice di corporate governance intorno alla metà del 2026, ponendo esplicitamente l'accento sull'utilizzo produttivo della liquidità inutilizzata. Continuiamo a ritenere che sia la qualità dell'allocazione del capitale, più che la sola entità delle distribuzioni, a distinguere nel lungo periodo le società vincenti dalle altre, il che depone a favore di una revisione pluriennale delle valutazioni, anziché di una semplice operazione una tantum volta a recuperare il divario accumulato.

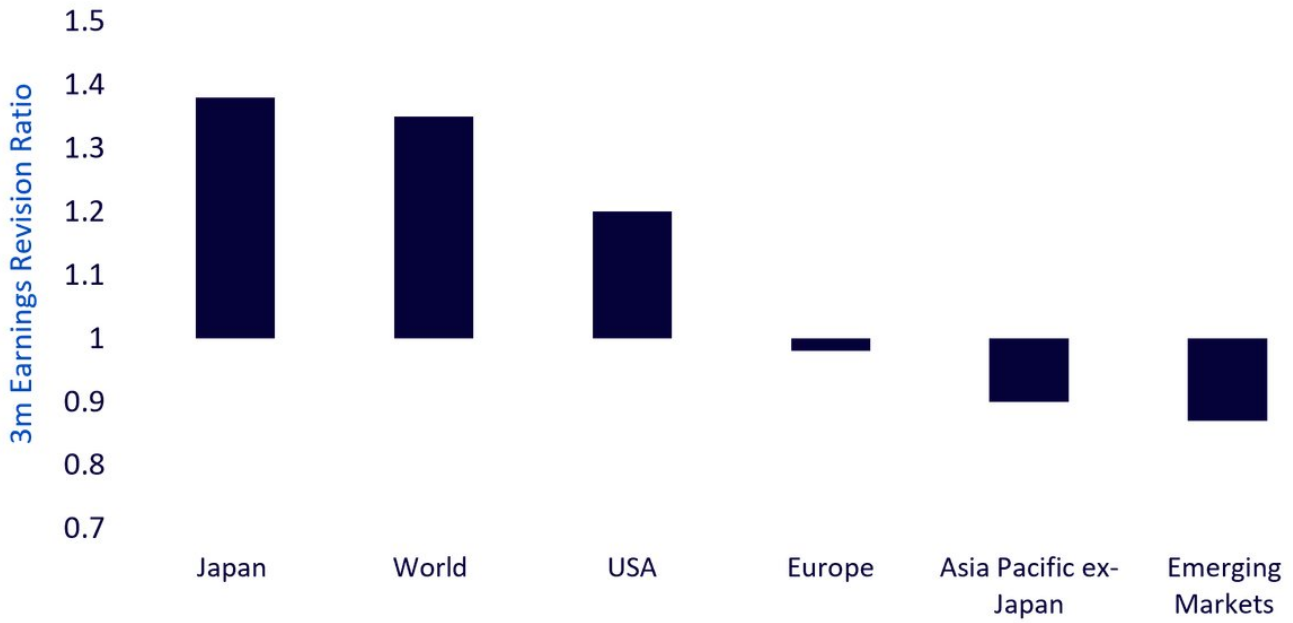
Utili: un ampliamento che va oltre la tesi dell'IA

Questo è diventato evidente nelle prospettive sugli utili. Gli utili si stanno ampliando. Il rapporto di revisione degli utili in Giappone ha raggiunto il massimo storico ad agosto, passando da 1,38 a 2,27 e superando nettamente l'aumento della controparte globale, passato da 0,99 a 1,35.

I risultati dell'esercizio chiuso a marzo 2026 hanno segnato nuovi record, con il fatturato, l'utile operativo e l'utile netto che hanno superato le aspettative rispettivamente nel 64%, 60% e 65% dei casi, mentre gli utili aggregati delle società del TOPIX sono cresciuti del 27% su base annua[4]. Le indicazioni iniziali per l'esercizio che si chiuderà a marzo 2027 sono, come di consueto, prudenti e prevedono una crescita dell'utile operativo di circa il 9%[5], sulla base di un'ipotesi conservativa di 150 yen/USD. Tuttavia, la relativa leadership è piuttosto ampia e coinvolge l'elettronica, che beneficia della domanda legata all'IA e alle infrastrutture industriali; il settore dei macchinari, grazie agli ordini nell'ambito dell'automazione industriale

e dell'IA fisica; e le banche, che traggono vantaggio da spread più ampi e da un aumento dei prestiti. Le revisioni degli utili confermano il quadro:

Figura 4: Rapporto di revisione degli utili globali



Fonte: MSCI, IBES, FactSet, WisdomTree, al 31 agosto 2026. **Le previsioni non sono indicative della performance futura e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

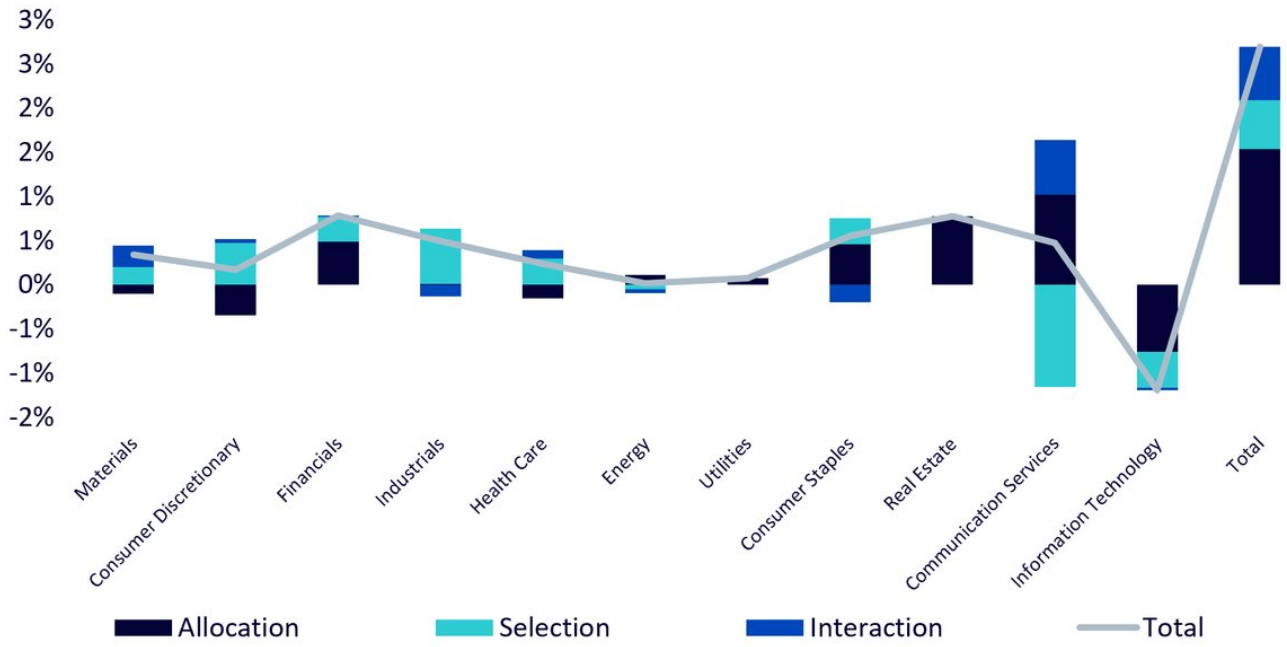
Cogliere l'opportunità con WisdomTree

Agli investitori che operano in euro, il WisdomTree Japan Equity UCITS ETF (**ticker: DXJZ**) offre esposizione alle prospettive di miglioramento degli utili, alle riforme in corso in materia di corporate governance e all'indebolimento dello yen. L'ETF (exchange-traded fund) replica il WisdomTree Japan Dividend UCITS Index (**ticker: WTIDJUHT**), un indice ponderato in base ai fondamentali che seleziona società giapponesi che ricavano almeno il 20% del fatturato dai mercati esteri, con particolare attenzione alle aziende esportatrici che distribuiscono dividendi e ai titoli industriali ciclici.

Il WisdomTree Japan Equity UCITS ETF presenta allocazioni significative nei materiali, nei finanziari e negli industriali, oltre che in settori destinati a beneficiare del piano di stimolo alla crescita di Takaichi e di una curva dei rendimenti giapponese più ripida. Lo scorso anno, il WisdomTree Japan Dividend UCITS Index ha sovraperformato l'MSCI Japan Index del 2,69%, beneficiando della propria allocazione nei finanziari, negli industriali e nei beni di consumo di prima necessità.

Gli investitori devono tenere presente che il Fondo è esposto al rischio azionario e al rischio valutario e che l'attenzione rivolta alle società esportatrici del Giappone che distribuiscono dividendi può determinare periodi di sottoperformance rispetto al più ampio mercato azionario giapponese. Il capitale è a rischio.

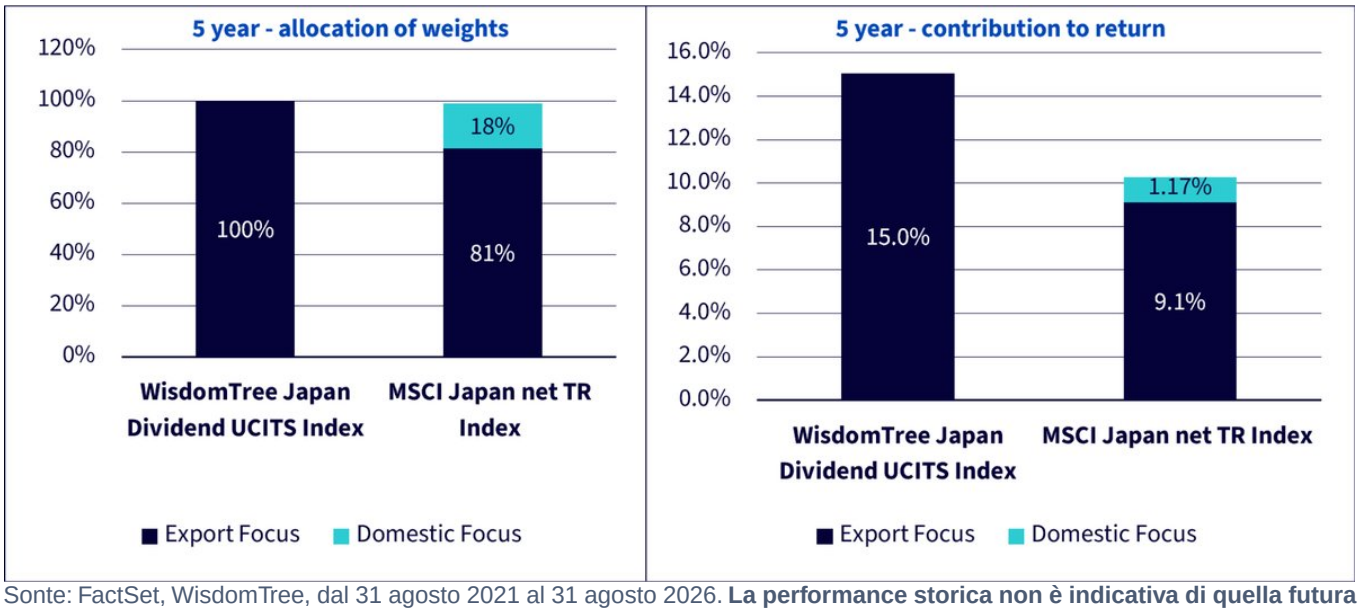
Figura 5: Attribuzione settoriale



Fonte: FactSet, WisdomTree, dal 29 agosto 2025 al 31 agosto 2026. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Negli ultimi 5 anni, il WisdomTree Japan Dividend UCITS Index ha sovraperformato l'MSCI Japan Index del 5%, sostenuto dall'orientamento verso gli esportatori giapponesi.

Figura 6: Attribuzione dei rendimenti (5 anni) in base all'esposizione geografica dei ricavi



Sonte: FactSet, WisdomTree, dal 31 agosto 2021 al 31 agosto 2026. **La performance storica non è indicativa di quella futura e qualsiasi investimento può diminuire di valore.**

Conclusione

I motivi a favore dei titoli azionari giapponesi non si basano più su un unico fattore. Lo yen debole sostiene gli utili delle società esportatrici, la riforma della governance continua a incrementare le distribuzioni e a ottimizzare l'allocazione del capitale, mentre la ripresa degli utili si sta estendendo ben oltre i titoli legati all'IA. Si tratta di forze in grado di sommarsi nel corso degli anni, anziché esaurirsi come fenomeno passeggero.

[1]Fonte: Bloomberg Finance L.P., al 18 settembre 2026.

[2]Fonte: Bloomberg Finance L.P., al 25 settembre 2026.

[3]Fonte: FactSet, al 31 agosto 2026.

[4]Fonte: CLSA, al 30 giugno 2026.

[5]Fonte: CLSA, al 30 giugno 2026.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Comunicazioni di marketing emesse nello Spazio economico europeo ("SEE") e in Svizzera: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, che è autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni al di fuori del SEE, ad eccezione della Svizzera: Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited o da Atlantic House Investments Limited, che sono entrambe autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

WisdomTree Ireland Limited, WisdomTree UK Limited e Atlantic House Investments Limited sono di seguito denominate "WisdomTree" (a seconda dei casi). La nostra Politica sui conflitti d'interesse e il nostro Registro sono disponibili su richiesta.

Questa comunicazione di marketing è destinata a tutti gli investitori; tuttavia, i prodotti WisdomTree descritti nel presente documento e nella documentazione correlata possono essere soggetti a restrizioni in determinate giurisdizioni e possono essere disponibili esclusivamente per particolari categorie di investitori in conformità alle leggi e ai regolamenti applicabili. Laddove un prodotto non sia autorizzato o la sua distribuzione sia soggetta a restrizioni nella propria giurisdizione, è responsabilità di qualsiasi persona o soggetto in possesso di tali informazioni informarsi in merito a tutte le restrizioni applicabili e agire in conformità alle stesse. Prima di effettuare qualsiasi investimento, gli investitori sono invitati a richiedere un'adeguata consulenza legale, regolamentare, fiscale e in materia di investimenti al fine di valutare l'idoneità e le implicazioni dell'investimento in tali prodotti. Le informazioni sui prodotti WisdomTree sono disponibili sul sito wisdomtree.eu. WisdomTree non fornisce consulenza in materia di investimenti personalizzata in base alle circostanze individuali. I dati sulla performance passata non costituiscono un'indicazione attendibile di risultati futuri. Qualsiasi performance storica inclusa nel presente documento potrebbe essere basata su analisi di back testing. Il back testing è il processo di valutazione di una strategia di investimento mediante la sua applicazione a dati storici, al fine di simulare quale sarebbe stata la performance di tale strategia. La performance ottenuta tramite back testing è puramente ipotetica e viene fornita nel presente documento esclusivamente a scopo informativo. I dati derivanti dal back testing non rappresentano la performance effettiva e non devono essere interpretati come un'indicazione della performance effettiva o futura. Il valore di un investimento potrebbe risentire dei movimenti dei tassi di cambio. Un'eventuale decisione di investire dovrebbe basarsi sulle informazioni contenute nel prospetto pertinente ed essere presa dopo aver ottenuto una consulenza fiscale, legale e di investimento indipendente. Il contenuto di questo documento non costituisce una consulenza d'investimento, né un'offerta di vendita o un sollecito ad acquistare qualsivoglia prodotto o a effettuare un qualsiasi investimento.

La presente comunicazione di marketing va letta congiuntamente al Prospetto, al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori ("KIID") e al Documento contenente le informazioni chiave ("KID dei PRIIP") dei relativi prodotti WisdomTree, ove pertinente. In particolare, si invitano

gli investitori a prendere attenta visione dei rischi specifici illustrati alla sezione "Profilo di rischio e di rendimento" del KIID, alla sezione "Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?" del KID dei PRIIP e alla sezione "Fattori di rischio" del Prospetto dell'Emittente, per maggiori dettagli sui rischi associati all'investimento nei prodotti qui descritti. Ulteriori informazioni sugli Exchange Traded Product (ETP) di WisdomTree qui descritti, tra cui un elenco dettagliato degli investimenti sottostanti e il valore patrimoniale netto indicativo, sono disponibili sul sito web di WisdomTree all'indirizzo www.wisdomtree.eu.

Un investimento in prodotti negoziati in borsa ("ETP") di WisdomTree dipende dall'andamento dell'indice sottostante al netto dei costi, ma non è previsto che ne replichi esattamente la performance. Un investimento nei fondi WisdomTree dipende dall'andamento degli investimenti sottostanti al netto dei costi.

Sia gli ETP che i fondi WisdomTree implicano numerosi rischi, tra gli altri: rischio di mercato generale relativo all'indice sottostante pertinente, rischio di credito relativo al fornitore di swap su indici utilizzati negli ETP, rischio del tasso di cambio, rischio del tasso di interesse, rischio di inflazione, rischio di liquidità, rischio connesso ai derivati e 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

Alcuni fondi menzionati nel presente documento sono emessi da WisdomTree Issuer ICAV (“WT Issuer”). WT Issuer è un veicolo irlandese di gestione collettiva del risparmio di tipo aperto e a ombrello, con separazione patrimoniale tra i comparti, autorizzato dalla Central Bank of Ireland (“CBI”) in qualità di Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (“OICVM”) ai sensi della legge irlandese. Ciascun fondo è rappresentato da una classe distinta di azioni (le “Azioni”) emessa da WT Issuer.

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.

Per gli investitori in Svizzera:

Questo documento costituisce una pubblicità dei prodotti finanziari qui menzionati.

Il prospetto (solo in inglese) e i documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori (KID) (in tedesco, francese e italiano) sono disponibili sul sito web di WisdomTree: https://www.wisdomtree.eu/en-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports

Solo per i prodotti UCITS di WisdomTree: 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. Alcuni dei comparti menzionati nel presente documento potrebbero non essere registrati presso l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). In Svizzera, i comparti non registrati presso la FINMA potrebbero essere accessibili solo a investitori qualificati.

À L'INTENTION DES INVESTISSEURS EN FRANCE :

Pour plus d'informations sur le ou les produits indiciels cotés WisdomTree décrits aux présentes, telles que la liste détaillée des investissements sous-jacents et la valeur liquidative indicative, veuillez consulter le site Internet de WisdomTree à l'adresse (www.wisdomtree.eu).

Le produit est destiné aux investisseurs particuliers qui : (i) peuvent supporter la perte de capital, ne cherchent pas à préserver le capital et qui ne recherchent pas de garantie de capital ; (ii) ont des connaissances ou une expérience spécifique en matière d'investissement dans des produits similaires et sur les marchés financiers et (iii) recherchent un produit offrant une exposition à la performance de l'actif(s) sous jacent(s) et ont un horizon d'investissement en ligne avec la période de détention recommandée indiquée dans le DIC.

De même, la valeur liquidative indicative est spécifiée sur les pages Reuters et Bloomberg du produit et peut être également mentionnée sur les sites Internet des marchés de cotation du produit.

Les parts d'un produit indiciel coté qui sont acquises sur le marché secondaire ne peuvent généralement pas lui être revendues directement. Concernant les investisseurs qui ne sont pas des participants agréés, l'achat et la vente de parts doivent être réalisés sur un marché secondaire par l'intermédiaire d'un opérateur (par ex., un courtier) et peuvent donc être assujettis à des commissions et taxes supplémentaires. De plus, les investisseurs sont susceptibles de payer plus que la valeur liquidative en cours lors de l'acquisition des parts et de percevoir moins que la valeur liquidative en cours lors de leur cession.

Les investisseurs sont invités à lire attentivement les risques spécifiques détaillés sous la section intitulée « Quels sont les risques et qu'est-ce que cela pourrait me rapporter ? » du Document d'informations clés relatif aux Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (« DIC relatif aux PRIIP »), ainsi que sous la section intitulée « *Risk Factors* » du Prospectus de l'Émetteur, pour plus de précisions sur les risques associés à un placement dans le produit décrit aux présentes.

Les investisseurs sont informés que le prospectus est disponible en français et en anglais.

Le présent document constitue un document promotionnel relatif au(x) produit(s) financier(s) y mentionné(s). Le prospectus et le Document d'informations clés aux Investisseurs (DICI) sont disponibles sur le site Internet de WisdomTree: https://www.wisdomtree.eu/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports

La distribution du Prospectus et l'offre, la vente ou la remise d'Actions dans d'autres territoires peuvent être soumises à des restrictions légales. WT Issuer est un UCITS régi par la législation irlandaise et agréé par la Central Bank of Ireland en tant qu'OPCVM conforme à la réglementation européenne, même s'il n'est pas nécessairement soumis aux mêmes règles que celles applicables à un produit similaire agréé en France.

Le Fonds a été enregistré par l'Autorité des marchés financiers pour commercialisation en France et peut être distribué aux investisseurs en France. Les copies de l'ensemble des documents (c.-à-d. le Prospectus, tout supplément ou addenda y afférent, le Document d'informations clés, les rapports annuels les plus récents et l'Acte constitutif) sont gracieusement mises à disposition en France chez l'agent centralisateur français, Société Générale, sise 29 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, France. Toute souscription d'Actions du Fonds sera effectuée sur la base des conditions stipulées dans le Prospectus et tous suppléments ou addendas y afférents.

L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que cet UCITS présente, au regard des attentes de l'Autorité des marchés financiers, une communication disproportionnée sur la prise en compte des extra-financiers dans sa gestion.

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.