

Da sottoperformance ciclica a opportunità strutturale: il percorso futuro della qualità

GENNAIO 2026

AUTORE



Ross Cartwright
Lead Strategist
Strategy and Insights Group

In breve:

- **La tesi di lungo periodo a favore della qualità rimane intatta:** l'allocazione disciplinata del capitale, la resilienza della capacità di generare utili e la solidità dei bilanci continuano a sostenere livelli superiori di compounding.
- **La redditività è una condizione necessaria ma non sufficiente:** può essere distorta dalla leva finanziaria e da fattori contabili. La qualità diversificata deriva anche dalla solidità del bilancio e dalla capacità di tenuta degli utili.
- **Le condizioni propizie alla qualità diversificata stanno riemergendo:** i premi di valutazione hanno registrato una correzione, l'ampiezza degli utili appare destinata a migliorare e i settori difensivi si stanno stabilizzando nonostante l'allargamento della leadership di mercato.

In sintesi

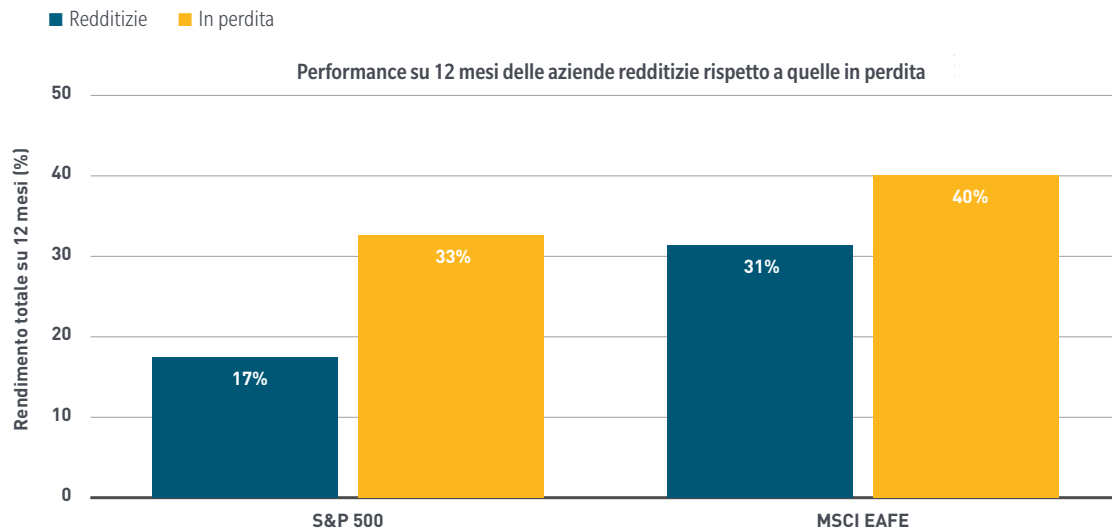
L'investimento incentrato sulla qualità si fonda su un presupposto semplice ma duraturo: le società con utili resilienti, un'allocazione disciplinata del capitale e bilanci solidi tendono a creare valore in maniera più costante nel tempo. Gli ultimi anni, tuttavia, non sono stati facili per lo stile d'investimento orientato alla qualità. La leadership di mercato è stata dominata da segmenti a beta più elevato, più ciclici e spesso di qualità inferiore, sostenuti dal calo dei tassi, dalla compressione degli spread creditizi e dall'elevata propensione al rischio. Queste dinamiche hanno penalizzato le esposizioni diversificate alla qualità, benché i fondamentali delle imprese di alta qualità siano rimasti solidi.

All'interno di questo fattore, la redditività ha continuato a fornire supporto su orizzonti temporali più estesi, ma gli indicatori di stabilità degli utili e di solidità patrimoniale sono stati incostanti, e persino la redditività – che di norma contribuisce positivamente – ha generato un transitorio impatto negativo nel 2025. Ciò dimostra quanto importante sia adottare una definizione multidimensionale della qualità. I parametri della redditività non sono indicatori sufficienti: la leva finanziaria, gli effetti contabili e le scelte relative alla struttura del capitale possono distorcerli, e per questo è fondamentale poter disporre di indicatori complementari in grado di individuare le imprese realmente sostenibili.

Guardando avanti, stanno riemergendo diverse condizioni che storicamente hanno sostenuto la qualità. I premi di valutazione si sono normalizzati su livelli più ragionevoli, la partecipazione agli utili dovrebbe ampliarsi e i fondamentali dei titoli difensivi si stanno stabilizzando. Questi cambiamenti preludono a un contesto più equilibrato, in cui gli attributi che definiscono la qualità ricevono un più giusto riconoscimento e in cui capacità di tenuta, resilienza e allocazione disciplinata del capitale torneranno probabilmente a essere determinanti per i rendimenti.

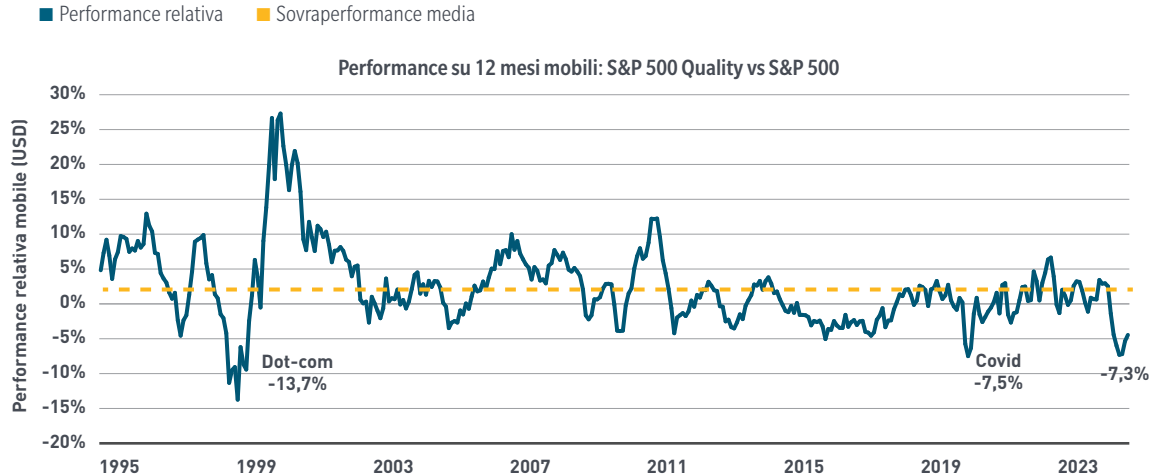
Andamento recente e contesto fattoriale

Nel 2025 la qualità ha sottoperformato il mercato nel suo complesso; i segmenti di qualità inferiore hanno sovraperformato e le esposizioni europee alla "qualità" hanno registrato l'anno peggiore in assoluto.¹ Un elemento distintivo del periodo è stata la sottoperformance delle società in perdita rispetto a quelle redditizie, riflesso di un regime in cui liquidità e sentiment hanno temporaneamente prevalso sui fondamentali. Il meccanismo è semplice: quando le condizioni di politica monetaria e di credito comprimono i premi al rischio, il mercato tende a scontare nei prezzi il potenziale e la volatilità degli utili nelle fasi iniziali del ciclo più della capacità di tenuta e della solidità di bilancio. Con il venir meno di tali asimmetrie e la normalizzazione dell'ampiezza degli utili, la dispersione dei fondamentali tende a riaffermarsi (Figure 1-2).

Figura 1: Le aziende in perdita hanno sovraperformato quelle redditizie

Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Dati dal 31 dicembre 2024 al 31 dicembre 2025. Redditizie = EPS degli ultimi 12 mesi >0 e in perdita = EPS degli ultimi 12 mesi <0. Gruppi equiponderati al 31 dicembre 2024.

Il contesto di lungo periodo rimane promettente: negli Stati Uniti la qualità ha generato una crescita extra rispetto al mercato di circa il 2,4% annuo dal 1995. La recente sottoperformance riflette i precedenti minimi ciclici in cui i fondamentali sono temporaneamente passati in secondo piano rispetto alla liquidità e alla propensione al rischio.

Figura 2: Performance su 12 mesi della qualità rispetto all'S&P 500 a un minimo ciclico?

Fonte: FactSet Market Aggregates. Dati mensili dal 31 dicembre 1994 al 31 dicembre 2025.

Scomporre il fattore qualità: alle radici delle pressioni negative

La qualità è un fattore multidimensionale, tipicamente definito attraverso tre pilastri strutturali:

1. **Redditività** (ad es. return on equity, margini, redditività del capitale)
2. **Bassa leva finanziaria** (solidità di bilancio e gestione finanziaria prudente)
3. **Stabilità degli utili** (capacità di tenuta e prevedibilità degli utili e dei cash flow)

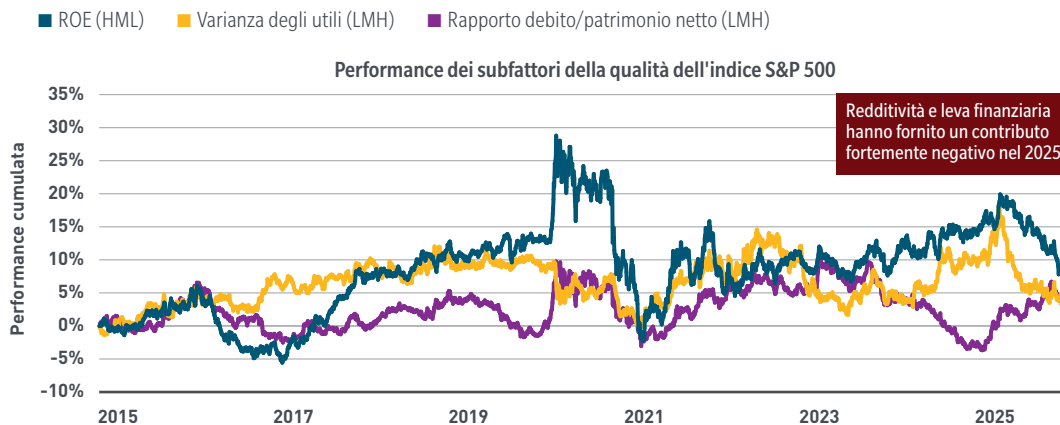
Nel tempo, l'insieme di queste caratteristiche ha consentito di individuare società caratterizzate da posizionamenti competitivi superiori, una buona disciplina del capitale e resilienza della capacità di generare utili. Tuttavia, questi pilastri non sempre si muovono in modo sincronizzato e gli ultimi anni hanno messo in evidenza tale sfasamento.

Redditività: storicamente, la redditività è stata il segnale di qualità che ha contribuito in maniera più costante, anche lungo orizzonti temporali più estesi. Tuttavia, anche la redditività ha subito un'inversione nel 2025, quando titoli con ROE più basso hanno temporaneamente sovraperformato gli omologhi con ROE più elevato in un contesto di spiccata propensione al rischio.

Bassa leva finanziaria: la solidità di bilancio di norma sorregge la qualità, ma le condizioni creditizie favorevoli e i livelli compressi degli spread hanno ridotto il valore attribuito dagli investitori al conservatorismo finanziario. Negli Stati Uniti, nella prima parte dell'anno i titoli più indebitati sono stati premiati, mentre al di fuori degli USA livelli di indebitamento più bassi hanno paradossalmente rappresentato un fattore di freno.

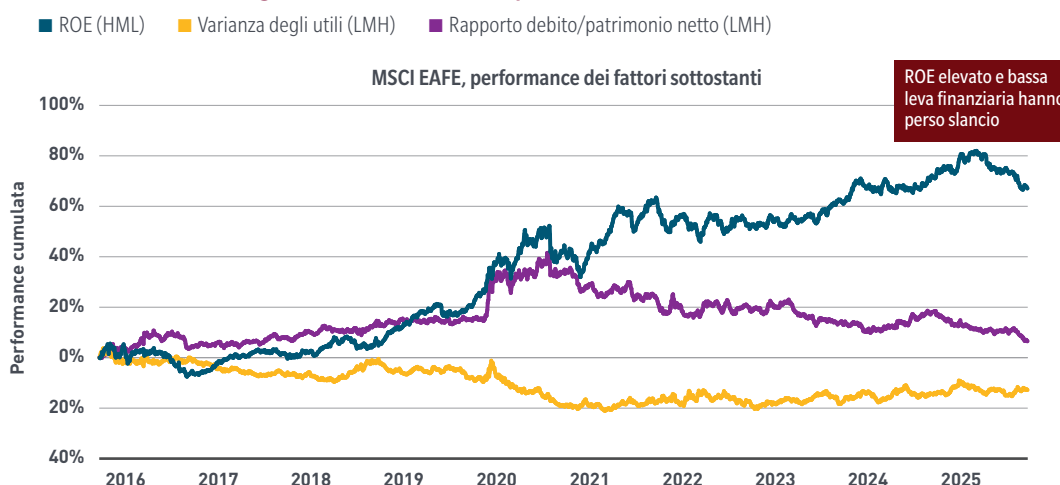
Stabilità degli utili: questo è stato l'elemento più penalizzante, soprattutto negli Stati Uniti. Le società con utili stabili hanno sottoperformato rispetto a quelle più volatili, poiché gli investitori hanno voluto esporsi all'accelerazione ciclica e ai temi di crescita legati all'intelligenza artificiale. La stabilità – fulcro del profilo difensivo della qualità nelle fasi di incertezza – è stata messa in secondo piano in un mercato ristretto e guidato dal momentum.

Figura 3: Non tutti i fattori sottostanti la qualità hanno generato apporti costanti



Fonte: Dashboard fattoriale di Piper Sandler, Performance dei fattori dell'S&P 500: Performance equiponderata dei fattori High Minus Low (HML), Low Minus High (LMH), long/short, sector neutral; dati giornalieri dal 2 gennaio 2015 al 31 dicembre 2025.

Figura 4: Al di fuori degli Stati Uniti il ROE ha fornito il contributo più rilevante, mentre gli altri fattori della qualità hanno inciso in misura limitata



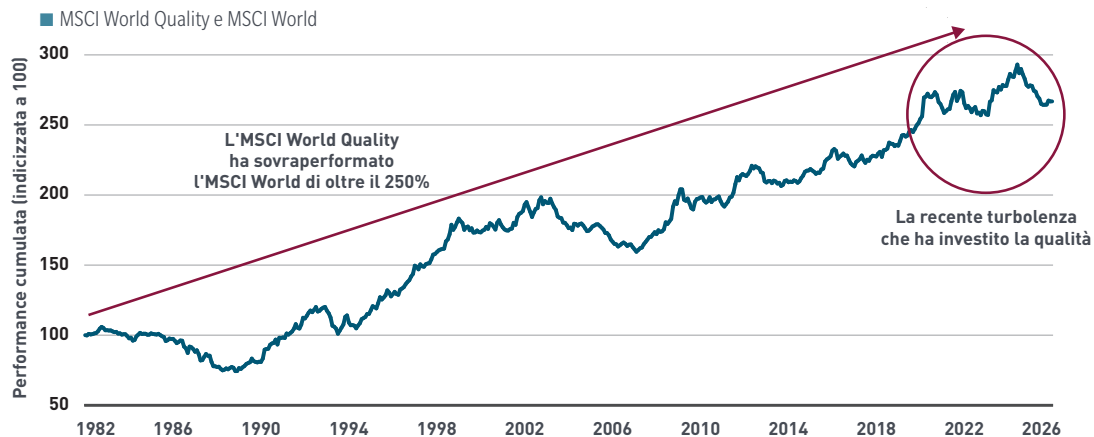
Fonte: Dashboard fattoriale di Piper Sandler, Performance dei fattori dell'MSCI EAFE: performance equiponderata dei fattori High v Low, long/short, sector neutral; dati giornalieri dal 2 gennaio 2015 al 31 dicembre 2025.

Perché la qualità richiede più della sola redditività

La redditività (ad esempio fattori come il ROE) fornisce da tempo un forte contributo ai risultati associati alla qualità, ma non costituisce una definizione sufficiente di qualità. Il ROE può essere gonfiato dalla leva finanziaria, dai buyback, dalla struttura settoriale, dall'intensità di capitale o dal trattamento contabile delle attività intangibili. Riteniamo quindi essenziale una definizione *composita* che coniughi la redditività con la resilienza del bilancio, la capacità di tenuta degli utili, la disciplina del team dirigente e una governance solida al fine di mettere a fuoco le aziende realmente sostenibili e fornire i necessari controlli per evitare le distorsioni strutturali insite in indicatori come il ROE. La dispersione a livello di subfattori osservata negli ultimi anni – in particolare i segnali incoerenti provenienti da stabilità e leva finanziaria – contribuisce a spiegare perché il fattore composito della qualità si sia venuto a trovare sotto pressione nonostante la presenza di molte imprese di alta qualità che hanno continuato ad accrescere gli utili a tassi interessanti (Figura 4).

Gli ultimi cinque anni hanno messo alla prova lo stile quality, ma evidenziano anche una verità fondamentale: il valore della qualità non deriva da una singola caratteristica, né si basa su una sovraperformance costante. La sua forza risiede nel modo in cui più dimensioni si rafforzano reciprocamente nel corso di più cicli. Questi attributi si moltiplicano in modo graduale e discreto, spesso senza un riconoscimento immediato, ma costruiscono fondamenta che tendono a emergere nel tempo. In questo senso, a nostro avviso la recente fase di rendimenti contenuti non segnala un indebolimento strutturale dello stile ma riflette semplicemente la sua ciclicità intrinseca e il fatto che il suo contributo alla performance deriva dalla capacità di tenuta piuttosto che dalla velocità.

Figura 5: Nonostante le recenti difficoltà, storicamente la qualità sovraperforma nel lungo termine



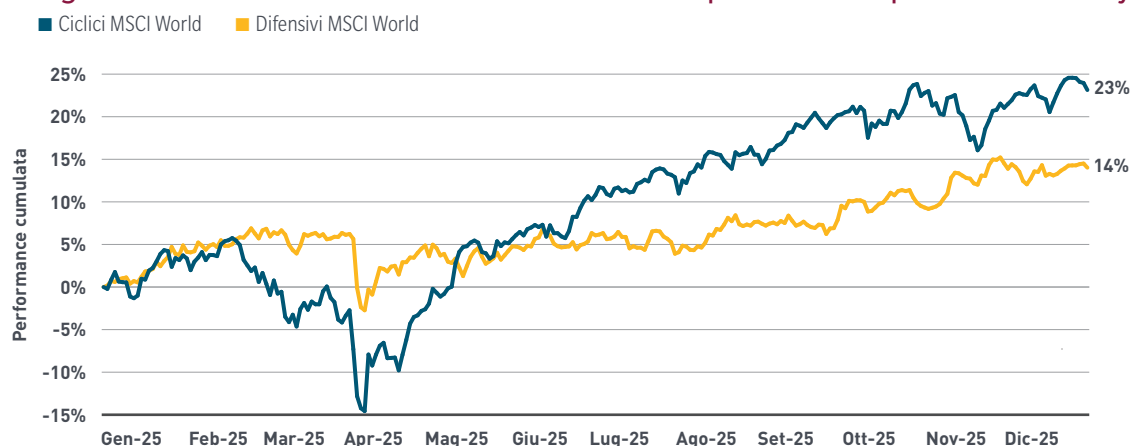
Fonte: Dati mensili Bloomberg dal 31 marzo 1982 al 31 dicembre 2025. MSCI World Quality e MSCI World, rendimenti totali netti in USD ribasati a 100. L'indice MSCI World Quality intende cogliere la performance delle azioni growth di qualità identificando i titoli con punteggi di qualità elevati sulla base di tre principali variabili fondamentali: ROE elevato, crescita stabile degli utili su base annua e bassa leva finanziaria.

Il regime macroeconomico: perché il fattore qualità è rimasto indietro

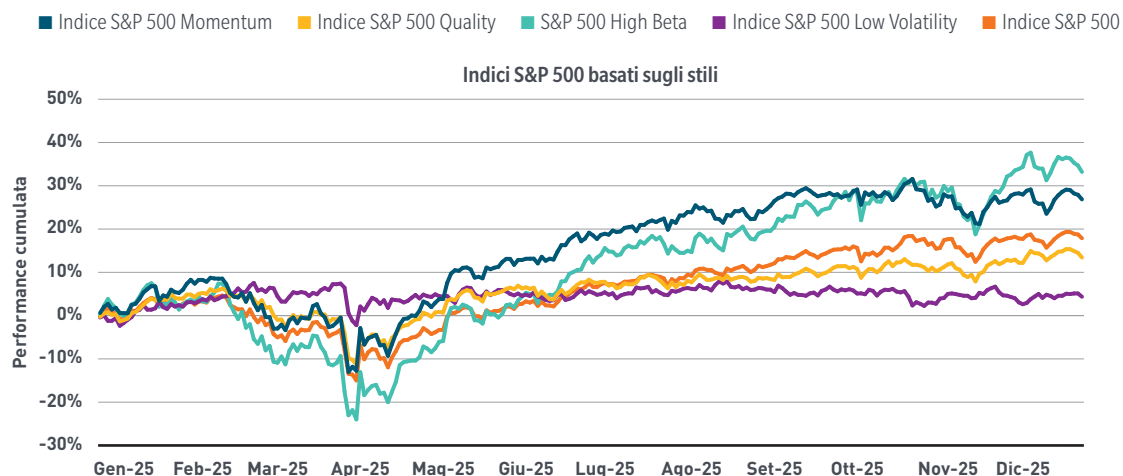
La recente debolezza della qualità va vista come un fenomeno legato al regime di mercato piuttosto che un deterioramento dei fondamentali. Il fattore è stato messo sotto pressione dalla seguente combinazione di fattori:

- il calo dei tassi ha favorito il potenziale di crescita degli utili nelle fasi iniziali del ciclo;
- i bassi livelli degli spread creditizi hanno ridotto il premio normalmente riconosciuto alle aziende con bilanci solidi;
- l'elevata propensione al rischio ha premiato il beta e il momentum a scapito della resilienza degli utili;
- la leadership di mercato ristretta, in particolare nei titoli legati all'intelligenza artificiale e ai settori ciclici, ha ridotto la rilevanza della diversificazione e della stabilità.

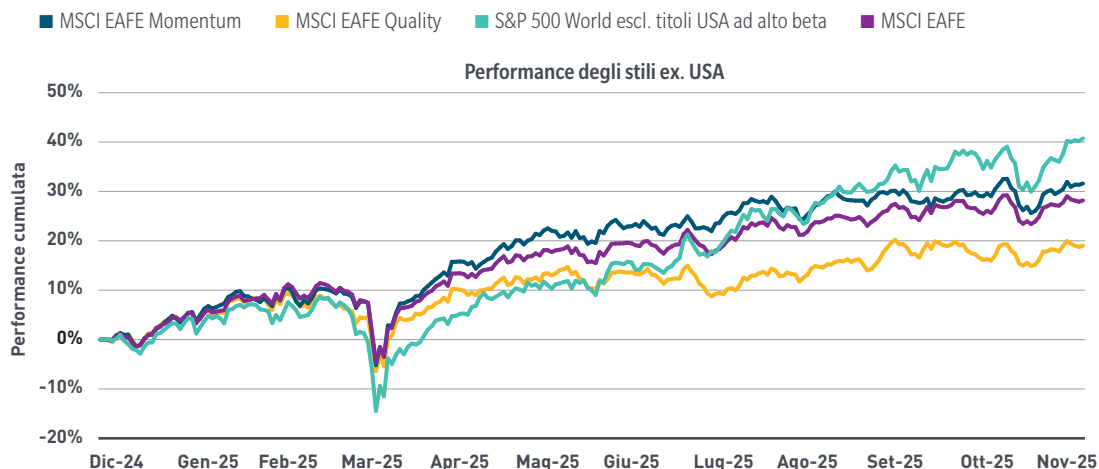
Nessuna di queste condizioni segnala un indebolimento strutturale dei modelli di business che la qualità intende intercettare. Esse riflettono piuttosto una preferenza temporanea per il beta, la leva finanziaria e una ciclicità più profonda – caratteristiche che, nella nostra esperienza, raramente decidono i vincitori di lungo periodo nei mercati azionari globali.

Figura 6: Le società difensive hanno nettamente sottoperformato dopo il Liberation Day

Fonte: Dati giornalieri Bloomberg dal 31 dicembre 2024 al 3 dicembre 2025. Indice MSCI World Cyclical Sectors net USD e indice MSCI World Defensive Sectors net USD.

Figura 7: Mercati statunitensi trainati da beta elevato e momentum

Fonte: Dati giornalieri Bloomberg dal 1° gennaio 2025 al 31 dicembre 2025, rendimenti totali netti in USD.

Figura 8: La qualità ha fortemente sottoperformato al di fuori degli Stati Uniti

Fonte: Dati giornalieri Bloomberg dal 1° gennaio 2025 al 31 dicembre 2025, rendimenti totali netti in USD.

Perché la qualità resta strutturalmente rilevante

È una questione economica, non solo storica

- **Disciplina del capitale:** le imprese con un'elevata redditività del capitale investito tendono a reinvestire in modo più efficiente.
- **Flessibilità finanziaria:** i bilanci più solidi offrono maggiori opzioni durante le fasi di rallentamento e in presenza di shock.
- **Capacità di tenuta degli utili:** la prevedibilità degli utili consente una creazione di valore più sostenuta e con minori drawdown.

Queste dinamiche possono essere più difficili da monetizzare in regimi di mercato ristretti e guidati dalla liquidità, ma non vengono meno. Gli ultimi anni confermano che, sebbene la redditività resti un elemento essenziale, non esaurisce la definizione di qualità; da sola, ossia senza i correttivi forniti dagli indicatori di bilancio e di stabilità degli utili, è incompleta.

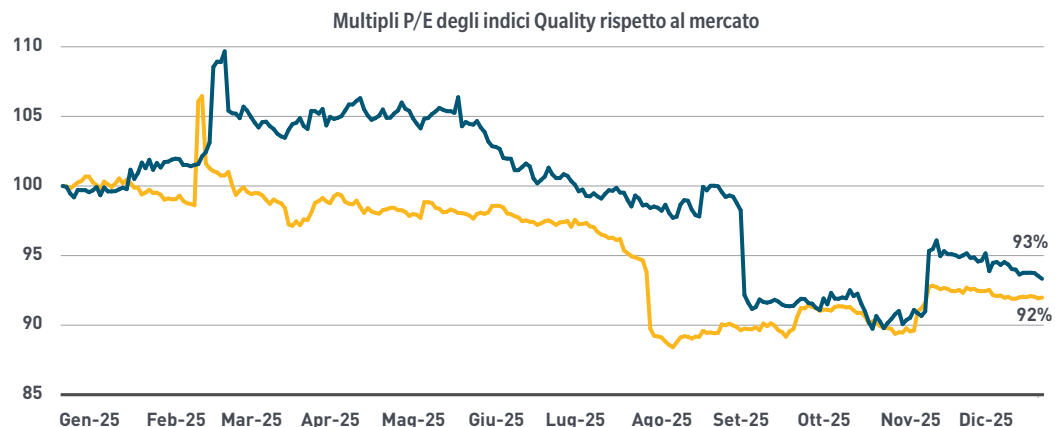
Prospettive: condizioni in grado di ristabilire un contesto favorevole

La combinazione di rischi macroeconomici elevati, premi al rischio compressi e persistente concentrazione del mercato indica che gli investitori non vengono adeguatamente compensati per le fragilità di fondo del sistema. In questo contesto, riteniamo che gli attributi che definiscono la qualità – resilienza, solidità dei bilanci e affidabilità degli utili – siano ancora rilevanti se non ancora più importanti.

Nel 2025 i premi della qualità si sono compressi in modo significativo in tutte le regioni, rendendo le valutazioni relative più ragionevoli. Ciò attenua un importante fattore di freno e ricostruisce una base più solida per i futuri extra-rendimenti, man mano che l'attenzione del mercato si sposta dal momentum ai fondamentali.

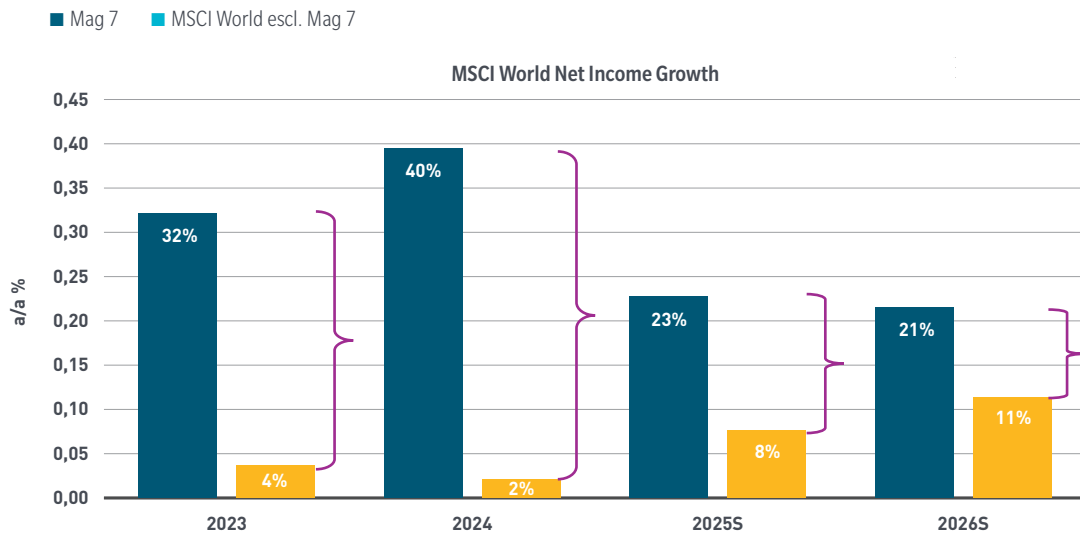
Figura 9: La qualità ha perso terreno nel 2025

■ Indice S&P 500 Quality e indice S&P 500 ■ Indice MSCI EAFE Quality e indice MSCI EAFE



Fonte: Dati giornalieri Bloomberg dal 1° gennaio 2025 al 31 dicembre 2025. Rapporti P/E relativi ribasati a 100.

Prevediamo un ampliamento della partecipazione agli utili nel 2026, con una riduzione degli scarti straordinari tra i leader mega-cap e il resto del mercato. I fondamentali del settore sanitario e di quello dei beni di prima necessità mostrano segnali di stabilizzazione, mentre i ciclici orientati alla qualità nei settori industriali, in alcune aree della finanza e in alcuni rami della tecnologia appaiono meglio posizionati man mano che le aspettative vengono ricalibrate (Figura 10).

Figura 10: Il primato dei Magnifici 7 in termini di crescita degli utili dovrebbe ridursi

Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Stime degli utili al 31 dicembre 2025. I dati sugli utili annuali utilizzano la variazione annuale dei risultati degli utili effettivi e stimati per l'anno solare. Mag 7 ("Magnifici Sette") = Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla.

I rischi macroeconomici generano dispersione, avvantaggiando la qualità

Anche il contesto macroeconomico più ampio merita un'attenzione particolare. Fattori quali le politiche fiscali espansive, le tensioni geopolitiche, le divisioni politiche interne, la riorganizzazione delle filiere produttive e la persistente volatilità dell'inflazione hanno creato una gamma molto ampia di possibili scenari, che potrebbe non essere pienamente riflessa nelle valutazioni correnti o nella ridotta volatilità dei mercati azionari. Queste condizioni introducono asimmetrie rilevanti nei mercati e riducono il margine di errore per i modelli di business privi di bilanci solidi o di pricing power.

L'andamento dell'oro nell'ultimo anno illustra chiaramente questa tensione: la sua forza, in parallelo alla vitalità degli asset rischiosi, segnala una continua domanda di protezione contro shock sistemici o geopolitici, anche in una fase in cui i mercati azionari sembrano incorporare nei prezzi uno scenario meno accidentato. Questa discrepanza fa capire perché gli investitori non devono dare per scontato che la calma recente implichi una riduzione del rischio.

Le implicazioni per il posizionamento

Il percorso che ci attende difficilmente sarà lineare, e le politiche fiscali e monetarie procicliche potrebbero prolungare l'attuale fase di leadership ciclica; questi effetti tendono a svanire con il miglioramento dell'ampiezza degli utili e la normalizzazione delle valutazioni. Quando i fattori di traino del mercato si ampliano, il contesto diventa più equilibrato. I differenziali di valutazione sono compressi e le aspettative si stanno riassetando: ciò crea le condizioni affinché la leadership possa estendersi oltre una ristretta cerchia di aziende.

Con l'attenuarsi delle misure pubbliche di sostegno, riteniamo che la differenziazione dovrebbe essere determinata maggiormente dai fondamentali piuttosto che dai regimi guidati dalla liquidità. Il venir meno degli impulsi ciclici consente a una gamma più ampia di modelli di business di contribuire ai rendimenti.

Qualità: ostacoli transitori, forza duratura

Gli investimenti orientati alla qualità rimangono ancorati a fattori di traino duraturi. A nostro avviso, la sottoperformance del 2025 è da ascrivere a un regime di mercato caratterizzato da tassi in calo, utili in accelerazione, spread creditizi ridotti, propensione al rischio elevata e leadership ristretta, non a un indebolimento dei fondamentali sottostanti delle società di alta qualità. Sebbene la redditività sia stata una delle fonti di rendimento più affidabili per la qualità nel lungo periodo, anche questo segnale ha subito una temporanea inversione nel 2025, amplificando le pressioni create dall'incostanza degli utili e degli indicatori della leva finanziaria. Queste dinamiche segnalano un regime di natura ciclica, piuttosto che un cedimento strutturale del premio associato alla qualità.

Oggi che le valutazioni sono diventate più ragionevoli, l'ampiezza degli utili è migliorata e i settori difensivi si sono stabilizzati, il quadro di mercato sta diventando più equilibrato. Nonostante le recenti difficoltà, riteniamo che la rilevanza di lungo periodo della qualità resti invariata. Visto l'ampliarsi dei fattori di traino di mercato e l'aumento della dispersione, l'attuale disallineamento rappresenta a nostro avviso una valida opportunità per tornare a focalizzarsi sui punti di forza duraturi della qualità come stile d'investimento e sul valore di lungo termine che intende intercettare.

Nota

¹ Bloomberg: European Quality Trade Suffered Historic Defeat: Equity Insight, di Jan-Patrick Barnert e Michael Msika

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy and Insights Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da:

Stati Uniti – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; Membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.à r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM).** In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate. Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** – Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica. Massachusetts Financial Services, Inc.®