



Financement aéronautique : Une perspective positive dans un monde post-COVID

Juin 2021

Alors que la fin de la pandémie mondiale approche, nous pensons qu'une opportunité intéressante se présente dans le domaine du financement aéronautique, susceptible de retenir l'attention d'investisseurs à la recherche de rendements attractifs, stables et non corrélés à d'autres classes d'actifs.

Le financement aéronautique est une classe d'actifs alternative qui se concentre sur l'offre de capitaux pour financer l'achat ou la location d'un avion. C'est la classe d'actifs qui a conduit à la mondialisation en reliant le monde au cours des 50 dernières années. Le secteur est dominé par des marques de renom telles que Cathay, British Airways, American Airlines, Virgin Atlantic, Boeing, Airbus, EasyJet et Ryanair, dont beaucoup sont devenues des noms familiers.

Sur le plan historique, le financement aéronautique est une classe d'actifs stable, génératrice de revenus, offrant aux investisseurs des rendements potentiellement attractifs sur une base ajustée du risque. Il vise à offrir aux investisseurs une protection contre le risque de baisse grâce à la double sécurité du crédit et des actifs. Il existe également des sous-classes d'actifs au sein du financement aéronautique qui peuvent offrir des profils rendement/risque très différents aux investisseurs. Par exemple, selon nous, le rendement offert pour des financements *senior secured* d'avions sur les marchés privés paraît attractif en termes de valeur relative par rapport aux obligations comparables de qualité *investment grade* (bien que les prix se soient resserrés après le déploiement mondial des vaccins et en prévision de la reprise économique mondiale).

VIEWPOINT



Alok Wadhawan,
Head of Aviation Finance

Alok a rejoint Muzinich en février 2020 et a plus de 20 ans d'expérience dans le domaine des financements structurés. Avant de rejoindre Muzinich, il était responsable du financement aéronautique chez Investec, une banque d'investissement du FTSE 250, où il a été l'un des membres fondateurs de l'activité de financement aéronautique. Il a contribué à la création de leur plateforme de fonds de financement aéronautique et a également créé des fonds de dette aéronautique pour les investisseurs institutionnels. Alok entretient des relations fortes avec des institutions financières, des sociétés de crédit-bail, des fabricants et des compagnies aériennes et intervient régulièrement lors de conférences sur l'aéronautique. Il est titulaire d'une licence en commerce (avec mention) de l'université de Calcutta, d'un diplôme d'expert-comptable et d'un MBA (finance).

Opportunités potentielles d'investissement dans l'aéronautique

Dans un monde post-COVID, nous pensons que les sources traditionnelles de financement des avions ont une capacité limitée. Les marchés des capitaux ne semblent ouverts qu'aux plus grands noms (généralement les 3 ou 4 premières compagnies aériennes américaines, et certains bailleurs de qualité *investment grade*). Le marché des titres adossés à des actifs (ABS) commence à se rouvrir aux nouvelles émissions, mais sur une base très sélective. Les banques, quant à elles, ne sont ouvertes que pour leurs principaux clients, ou lorsqu'il existe une motivation locale/régionale pour fournir un soutien. De nombreuses banques gèrent leurs expositions existantes et soutiennent les compagnies aériennes et les sociétés de crédit-bail en reportant les intérêts. Cela laisse un vide financier sur le marché qui, selon nous, peut être comblé par les prêteurs privés.

Il existe plusieurs façons d'investir dans le financement aéronautique : par le biais de cessions-bails avec des compagnies aériennes de premier plan afin de leur permettre de générer des liquidités et d'accroître ainsi la flexibilité de leur flotte, par le financement de la dette pour les compagnies aériennes et les bailleurs avec une exposition à des crédits de haute qualité, et par des actifs dit « *distressed* » sur le marché secondaire, notamment des dettes adossées à des avions via le marché des ABS ou d'autres canaux privés.

Compagnies aériennes et bailleurs

Les compagnies aériennes recherchent des liquidités en raison des restrictions mondiales sur les voyages aériens introduites en réponse à la pandémie de COVID-19. Les 25 plus grandes compagnies aériennes qui ont pu accéder aux banques locales/marchés des capitaux ont retiré toutes les liquidités accessibles et les compagnies championnes nationales ont également déjà accepté l'offre de soutien du gouvernement¹. Nous pensons que les autres compagnies aériennes se tournent également vers leurs sources de financement existantes pour obtenir un soutien (report de loyer et suspension ponctuelle d'intérêts).

Les bailleurs, quant à eux, n'ont bénéficié d'aucun soutien de la part des gouvernements et sont coincés entre l'acceptation de reports de loyer de la part des compagnies aériennes et le maintien de leurs obligations envers les prêteurs. Ceux qui disposent de liquidités et n'ont pas investi au cours des deux ou trois dernières années sont en mesure d'investir et de soutenir les compagnies aériennes. La plupart se concentrent sur la gestion des risques et cherchent à obtenir le soutien des fournisseurs de dette.

Selon nous, dans ce segment, les investisseurs devraient se concentrer sur de bons fondamentaux de crédit, une rentabilité historique et des niveaux élevés de liquidité et de capitalisation (par exemple, des emprunteurs qui étaient auparavant *investment grade*). Il s'agit généralement de compagnies aériennes occupant une position dominante sur le marché ou bénéficiant d'un soutien gouvernemental explicite ou implicite. L'accent doit être mis sur les investissements dans les actifs « *core* » de la flotte d'une compagnie aérienne, en privilégiant les types d'appareils qui ne risquent pas d'être retirés du

service au cours des prochaines années. Les avions plus anciens (voir figure 2 ci-dessous) ont été plus lents à être remis en service ou ont été abandonnés, ce qui signifie qu'ils sont affectés de manière disproportionnée en termes de valeur actuelle. Nous nous concentrons sur les appareils plus jeunes qui, selon nous, seront remis en service plus rapidement, avec un impact moins négatif sur le prix. Ces appareils sont également les plus économes en carburant et sont rentables pour l'industrie.

Dettes adossées à des avions « *distressed* »

La dette aéronautique « *distressed* » comprend des opportunités sur le marché des ABS adossés à des avions ou l'acquisition de portefeuilles existants de banques et de bailleurs sur les marchés privés. Dans le cas des ABS sur avions, il s'agit d'une dette de rang A (le rang le plus élevé en termes de seniorité) qui se négocie à un niveau « *distressed* », ce qui peut impliquer un rendement à deux chiffres jusqu'à l'échéance².

En ce qui concerne les marchés privés, plusieurs banques et bailleurs se sont retirés du secteur aéronautique en raison de la pandémie et cherchent à réduire ou à vendre leur portefeuille aéronautique. Bien que nous ayons commencé à voir de nouveaux acteurs comme Apollo, Blackstone et KKR entrer dans ce secteur pour profiter de cette dislocation, il y a toujours un déséquilibre entre la demande et l'offre de capital.

La dislocation du marché crée un point d'entrée attractif

Lorsque la pandémie a frappé le monde occidental en février 2020, nous avons assisté à une chute spectaculaire de la demande de trafic aérien. Cependant, selon nous, les répercussions de la COVID-19 sur le financement aéronautique ont créé une opportunité unique, en particulier pour les nouveaux entrants qui cherchent à investir à plus long terme et les acteurs qui ont sous-pondéré le secteur. Récemment, le plus ancien bailleur aéronautique, General Electric, a vendu sa plateforme de leasing aéronautique à 0,7 fois la valeur de l'actif nette (NAV)³. À titre de comparaison, les transactions effectuées avant la pandémie se faisaient généralement entre 1,25 et 1,5 fois la NAV, selon nos estimations.

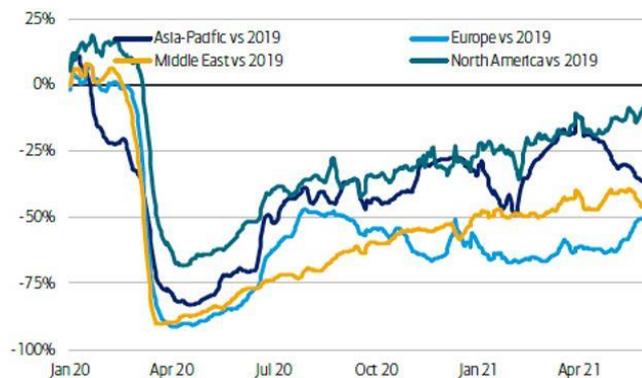
Comme la demande de trafic aérien devrait s'améliorer et refléter la croissance progressive du PIB mondial au cours des prochains mois, nous pensons que les fondamentaux à long terme du secteur restent attractifs. Nos perspectives positives pour le secteur sont étayées par les thèmes clés suivants.

La demande de transport aérien se redresse

Depuis le début du mois de mars 2021, la demande de transport aérien montre des signes de reprise à l'échelle mondiale, sous l'impulsion de l'Amérique du Nord et de la région Asie-Pacifique (dominée par les marchés intérieurs de la Chine et de l'Inde, l'Inde se remettant à nouveau de la récente baisse enregistrée en avril-mai en raison d'un nouveau variant du virus). L'Europe reste à la traîne en raison des restrictions relativement élevées imposées par les gouvernements et, sur le plan géographique, de l'absence de grands marchés intérieurs susceptibles de stimuler la demande.

La reprise européenne plus lente domine actuellement l'actualité. Le déploiement du vaccin s'est accéléré dans plusieurs pays et constitue clairement la " lumière au bout du tunnel " pour le retour du transport aérien. Le déploiement inégal des vaccins dans le monde, centré sur les nations les plus riches, correspond également aux marchés les plus importants du transport aérien, ce qui laisse entrevoir la possibilité d'une forte reprise à court terme de la demande de transport de passagers, car les consommateurs vaccinés sont également des personnes qui ont une forte demande refoulée et une propension à voyager.

Graph. 1 - Reprise du transport aérien par région



Source : BofA Commercial Aerospace Tracker, au 15 juin 2021.

Il convient d'évaluer en priorité les plus grands marchés aériens pour analyser la reprise. Alors qu'historiquement, l'Amérique du Nord était le plus grand marché du transport aérien, en 2020, elle a été dépassée par la Chine.⁴ Nous avons constaté que la Chine avait retrouvé les niveaux d'activité et d'utilisation des avions pre-COVID-19 et que le nombre de vols des compagnies aériennes locales se redressait sur les plus grands marchés intérieurs d'Asie.

Pendant ce temps, les États-Unis sont proches de 80 % de leur niveau d'activité par rapport à 2019, certaines des compagnies low-cost proposant actuellement plus de vols quotidiens qu'en 2019.⁵

La poursuite de la reprise mondiale, mais surtout celle des marchés européens "domestiques" et des voyages intercontinentaux, dépendra de la réouverture des frontières, qui est principalement liée au déploiement des vaccins. Selon nous, la réussite de ce déploiement en Europe devrait stimuler la demande mondiale de transport aérien.

Types d'avions - Les avions jeunes et plus avancés technologiquement sont performants

Les avions sont très différents les uns des autres en termes de technologie et de durée de vie, certains types d'avions étant plus touchés par la pandémie que d'autres. Le graphique 2 donne un aperçu des différents appareils Boeing et Airbus en circulation aujourd'hui.

Graph. 2 - Avions en circulation à l'échelle mondiale

Type	Narrowbody	
Manufactured	>10 years	<10 years
Aircraft	A319ceo, A320ceo, A321ceo, 737-700, 737-800, 737-900ER	A319ceo, A320ceo, A321ceo, 737-700, 737-800, 737-900ER, A320neo, A321neo, 737 MAX

Type	Widebody	
Manufactured	>10 years	<10 years
Aircraft	A330-200, A330-300, 777-200, 777-300ER, 767-300	A380, A350-900, A350-100, 787-8, 787-9, 787-10

Source : Vues et avis de Muzinich en mars 2021

La pandémie a touché certains types d'avions plus que d'autres. Par exemple, les anciens avions et les types de technologies plus anciennes (en rouge) ont mis plus de temps à être remis en service et ont été retirés ou stockés par les compagnies aériennes. Par conséquent, ces types d'avions ont été touchés de manière disproportionnée en termes de valeur actuelle.

À l'inverse, les types d'avions les plus jeunes et les plus récents, qui consomment peu de carburant (en vert) et devraient être utilisés pendant une bonne partie de la prochaine décennie, ont pour la plupart été remis en service et leur valeur est donc moins affectée.

L'impact sur la valeur des avions doit être pris en compte par les investisseurs. Les spécialistes du secteur reconnaissent généralement que certains types d'avions ont été plus touchés que d'autres par la pandémie, ce qui est intuitif si l'on considère l'utilité des actifs sous-jacents.

En outre, l'offre d'avions disponibles pour le financement a été contrôlée, car les compagnies aériennes ont retiré les anciennes flottes et les fabricants d'équipement d'origine (OEM - Original Equipment Manufacturers) ont réduit les taux de production des nouveaux types d'avions, ce qui a soutenu les valeurs des types d'avions de dernière technologie récemment livrés.

Risque lié aux compagnies aériennes - Une émergence claire de gagnants et de perdants

Le secteur des compagnies aériennes a été durement touché par le COVID-19, et la pandémie a créé une divergence dans la qualité du crédit des compagnies aériennes. Nous pensons qu'une sélection de groupes de compagnies aériennes sortira gagnante de la crise en raison de leur position systémique sur le marché, du soutien solide du gouvernement ou des actionnaires et de l'accès à diverses sources de capitaux grâce à leur qualité de crédit historique.

Les compagnies aériennes ont reçu le soutien des gouvernements mondiaux qui, à ce jour, ont investi 174 milliards de dollars US sous diverses formes de financement.⁶ Cependant, ce financement a été limité à certaines juridictions et donc à certains groupes de compagnies aériennes. Par exemple, le gouvernement américain a fourni 25 milliards de dollars US à son secteur aérien, l'Allemagne 9 milliards d'euros uniquement à Lufthansa et les gouvernements français et néerlandais 13 milliards d'euros à Air France/KLM.⁷

Nous estimons que ces 174 milliards de dollars US de financement sont allés à des compagnies aériennes qui sont systémiques et qui sortiront probablement de cette crise en bonne position.

Qu'en est-il des autres ? Actuellement, il y a plus de 500 compagnies aériennes dans le monde, dont 38 sont, selon nous, actuellement solvables et en bonne position pour sortir de cette pandémie comparativement à leurs pairs.⁸ Les autres se tournent vers leurs actionnaires ou leurs bailleurs de fonds

actuels pour obtenir un soutien afin de surmonter la reprise et nous devons attendre et les analyser au fur et à mesure que la situation deviendra plus claire.

Marché du financement des avions - Concurrence réduite

Nous constatons qu'il y a actuellement une réduction significative de la concurrence pour les transactions dans le secteur du financement et de la location. Les marchés traditionnels des prêts bancaires et des bailleurs d'avions sont en grande partie fermés, ce qui signifie que le marché des capitaux institutionnels est le seul marché actif ouvert pour l'émission de titres de créance de *qualité investment grade* et se limite principalement aux compagnies aériennes nord-américaines et aux sociétés de crédit-bail.

En ce qui concerne la location, le marché est passé d'un nombre élevé d'acteurs disposant de capitaux importants à déployer avant la pandémie à un nombre réduit aujourd'hui.

Il existe plus de 150 sociétés de crédit-bail. Avant la pandémie, nous estimons qu'il y avait plus de 75 bailleurs pour de nouveaux contrats de cession-bail avec des compagnies aériennes, ainsi que dans l'acquisition de portefeuilles par d'autres bailleurs sur le marché secondaire. Aujourd'hui, nous estimons que ce nombre a été réduit à 10-12 sociétés. Les autres gèrent d'une part l'exposition à leur portefeuille existant et d'autre part leurs engagements. Nous ne pensons pas que ces dernières retrouveront des niveaux d'activité similaires en 2021 et 2022.

Graph. 3 - Marché de la location d'avions

Lessors	No. of Lessors	No. of Aircraft	Value of Portfolios (US\$ billions)	Today's status
Top 50	50	10,440	289	10-12 active / Managing Portfolios
Top 20	20	7,779	223	5-6 active / Managing Portfolios
Lessors with Orderbooks	10	4,860	147	Focused on Placing Orderbook
Chinese Focused Lessors	10	1,623	56	Focused on Mainland Chinese airline deals
Lessors looking to Trade	18	6,353	184	Need to trade 2021 - onwards
Lessors with Available Capital	10	2,006	68	Bidding on transactions

Source : Cirium Fleets au 8 mars 2021 et vues et avis de Muzinich.

Comme le montre le graphique 3, les 18 bailleurs qui, selon nous, cherchent à négocier des actifs, peuvent constituer un solide canal d'origination pour les investisseurs au cours des 24 prochains mois. Nous pensons que ces sociétés devront procéder à des opérations pour gérer leurs bilans et réduire leur endettement.

Les 10 bailleurs disposant de capitaux disponibles ont des caractéristiques communes. Ce sont soit de grands bailleurs soutenus par des banques asiatiques (et donc un coût de financement faible et disponible), soit des bailleurs soutenus par des institutions qui n'ont pas investi massivement au cours des 3 ou 4 dernières années et qui disposent de liquidités à déployer.

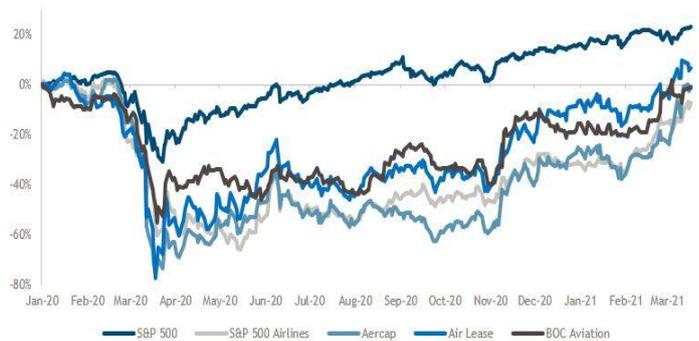
Ces 10 bailleurs souhaitent également investir dans des opérations similaires à celles des investisseurs privés (technologie plus récente, qualité de crédit plus importante), mais le nombre total de concurrents est considérablement réduit par rapport à l'année dernière, et nous pensons que l'offre telle qu'elle est décrite est suffisante. En raison de cette réduction de la concurrence,

les prix auxquels les transactions sont exécutées sont devenus ce que nous pensons être relativement attractifs.

Les marchés privés sont en retard sur la reprise des marchés publics

Les investisseurs disposent d'un nombre limité de points d'entrée pour s'exposer à l'aéronautique. Selon nous, les marchés privés peuvent offrir une valeur attractive par rapport aux marchés publics qui ont déjà retrouvé les niveaux d'avant la crise du COVID-19. Les cours des actions des sociétés de crédit-bail et des compagnies aériennes, même s'ils ne se sont pas redressés aussi fortement que le marché au sens large (en utilisant l'indice S&P 500 comme référence), ont récupéré la quasi-totalité de leurs pertes et, dans certains cas, ont même dépassé les valeurs d'il y a un an, ce qui, selon nous, indique qu'une reprise du secteur est déjà intégrée.

Graph. 4 - Performance de l'indice S&P 500 par rapport à celle des compagnies aériennes et des bailleurs cotés de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg du 1er janvier 2020 au 17 mars 2021. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en compte lors du choix d'un produit ou d'une stratégie. Aercap, Air Lease et BOC Air sont les trois seuls bailleurs cotés. La performance de l'indice n'est donnée qu'à titre d'exemple. Vous ne pouvez pas investir directement dans l'indice.

Il en va de même pour les émissions d'obligations publiques en 2021 jusqu'à présent, de nombreuses sociétés de crédit-bail et compagnies aériennes obtenant ce que nous considérons être des coupons "pre-COVID-19".

Graph 5 : Coupons obtenus des bailleurs et des compagnies aériennes

Issuer	Type	Date	Size	Tenor	Issuance Yield
DAE Capital	Unsecured	Q1 2021	US\$ 1,250m	4/7 yrs	2.625% / 3.375%
Avolon	Unsecured	Q1 2021	US\$ 1,500m	5/7 yrs	2.125% / 2.75%
AerCap	Unsecured	Q1 2021	US\$ 1,000m	6 yrs	1.75%
ACG	Unsecured	Q1 2021	US\$ 750m	6 yrs	1.95%
Air Lease	Unsecured	Q1 2021	US\$ 750m	4 yrs	0.70%
Aircastle	Unsecured	Q1 2021	US\$ 750m	8 yrs	~3% yield
BOC Aviation	Unsecured	Q1 2021	US\$ 500m	6 yrs	1.75%
Wizz Air	Unsecured	Q1 2021	EUR 500m	3 yrs	1.35%
Singapore Airlines	Unsecured	Q1 2021	US\$ 500m	5.5 yrs	3.00%

Source : Données Bloomberg en mars 2021. Comprend toutes les nouvelles émissions des bailleurs et des compagnies aériennes au 1er trimestre 2021. Ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une invitation à s'engager dans une quelconque activité d'investissement.

Les marchés publics ne sont accessibles qu'à un nombre restreint de compagnies aériennes et de sociétés de crédit-bail, qui sont principalement basées en Amérique du Nord. Il ne s'agit donc pas d'un véritable reflet du marché aéronautique mondial. Cependant, selon nous, il reflète le sentiment positif actuel des investisseurs.

En raison de l'offre limitée de capitaux, les marchés privés sont toujours nettement à la traîne des marchés publics. Cela se traduit par des prêts bancaires limités et une activité réduite des bailleurs.

Pour illustrer cette tendance, on peut noter la récente annonce d'acquisition par AerCap du portefeuille d'avions de GECAS, composé de plus de 1000 avions, à 0,70x la valeur nette comptable, soit environ 31 milliards de dollars US.⁹ GECAS était une partie " non essentielle " de l'activité de General Electric (GE) et, bien que cela ait été une motivation pour GE de vendre, nous pensons que le prix est intéressant. Le prix d'achat indique qu'il existe une valeur potentielle en acquérant des actifs sous-jacents et des contrats de location auprès des bailleurs et des compagnies aériennes, car il s'agissait d'une décote d'environ 10% par rapport à la valeur comptable des actifs dans les livres de GE.

Une chance de participer à la relance mondiale

Alors que nous sortons des confinements mondiaux et que les programmes de vaccination entrent en vigueur, les voyages aériens devraient à nouveau reprendre. Nous avons déjà assisté à une reprise sur certains marchés et d'autres devraient suivre au fil du temps. Pourtant, le secteur continuera à avoir besoin de financements pour se redresser. De nombreuses sources traditionnelles de financement de l'aéronautique sont désormais indisponibles depuis la COVID, les banques et les marchés de capitaux ne pouvant travailler qu'avec un nombre limité de transporteurs, voire pas du tout. Dans le même temps, la concurrence au sein de la communauté financière privée s'est considérablement réduite et cela devrait rester le cas pour les deux prochaines années. Par conséquent, nous pensons que les 12 à 24 prochains mois offrent aux investisseurs un point d'entrée privilégié dans l'investissement dans l'aéronautique, avec un degré élevé de confiance et une marge de sécurité pour ces investissements. Des risques subsistent toutefois et il est important que les investisseurs se concentrent sur les actifs de la plus haute qualité les moins susceptibles d'être retirés, c'est-à-dire les avions plus jeunes, et les compagnies aériennes dans certaines juridictions bénéficiant d'un soutien gouvernemental ciblé. Selon nous, le financement aéronautique représente une opportunité pour les investisseurs grâce au double niveau de sécurité offert comprenant une qualité de crédit solide et des actifs dotés des dernières technologies. Selon nous, le financement aéronautique peut générer des rendements robustes, stables et non corrélés aux classes d'actifs traditionnelles et à d'autres investissements alternatifs.

1. Revue interne de Muzinich des mesures de soutien aux compagnies aériennes pour 2020-2021
2. Niveau de « distressed » défini lorsque la dette de la tranche A se négocie à 90 % de la valeur comptable ou moins.
3. Source : Annonces de la société AerCap, BofA Research au 11 mars 2021.
4. Source : CAPA, avril 2020. China becomes the largest Aviation Market in the world
5. Source : BofA Commercial Aerospace Tracker, 13 avril 2021.
6. Economie de l'IATA, mars 2021
7. IBID
8. Flottes Cirium au 8 mars 2021
9. Source : Annonces de la société AerCap, recherche BofA au 11 mars 2021.

Information importante

Les références à « Muzinich & Co », « Muzinich » et/ou « Société » ici sont définis comme Muzinich & Co., Inc. et ses sociétés affiliées. Le présent document a été produit à titre d'information uniquement et n'est pas destiné à constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'achat de titres ou d'autres instruments financiers. Les avis sont valables à la date de leur publication et peuvent être modifiés sans référence ni notification. Les résultats passés ne garantissent pas les performances futures. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser comme augmenter et ne sont pas garantis. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer la totalité du montant investi. Toute recherche contenue dans ce document a été obtenue et peut avoir été utilisée par Muzinich pour ses propres besoins. Les résultats de ces recherches sont mis à disposition à titre d'information et aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude. Les opinions et déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont basées sur les conditions du marché constituent notre jugement à la date de ce document. Ils sont considérés comme exacts au moment de la rédaction, mais aucune garantie d'exactitude n'est donnée et aucune responsabilité n'est acceptée en ce qui concerne toute erreur ou omission. Certaines informations contenues dans ce document constituent des déclarations prospectives ; en raison de divers risques et incertitudes, les événements réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives. Aucun élément contenu dans ce document ne peut être considéré comme une garantie, une promesse, une assurance ou une représentation quant à l'avenir. Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie. La gestion des risques comprend un effort de contrôle et de gestion des risques, mais n'implique pas un risque faible ou nul. Publié dans l'Union Européenne par Muzinich & Co. (Dublin) Limited, qui est autorisé et réglementé par la Banque centrale d'Irlande. Enregistré en Irlande sous le numéro 625717. Adresse de domiciliation : 16 Fitzwilliam Street Upper, Dublin 2, D02Y221, Ireland. Publié en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Enregistré en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Adresse du siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Emis à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Enregistrée à Singapour sous le numéro 201624477K. Adresse enregistrée : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Publié dans toutes les autres juridictions (à l'exception des États-Unis) par Muzinich & Co. Limited, qui est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Domicilié en Angleterre et aux Pays de Galles sous le numéro 3852444. Adresse de domiciliation : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ. Muzinich & Co. Ltd. est une filiale de Muzinich & Co., Inc., enregistré en tant que conseiller en investissement auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission. Muzinich & Co., Inc. étant un conseiller en placement inscrit auprès de la SEC, cela n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation ou toute autorisation ou approbation de la SEC.