

OBBLIGAZIONI

10 ragioni per una gestione attiva
delle obbligazioni



INDICE

Introduzione	2
Sfasamento temporale – rischio di duration	3
Gli indici sono sbilanciati verso l'indebitamento	3
Sfasamento temporale - rischio di credito	4
Le variazioni dell'indice creano l'effetto gregge	4
Divergenza di performance	5
Nuove emissioni	5
Mercato OTC e relativo valore	6
Asimmetria dei rendimenti e rischio idiosincratco	6
Fattori ESG	7
Caveat emptor	7
Sintesi	8

Introduzione

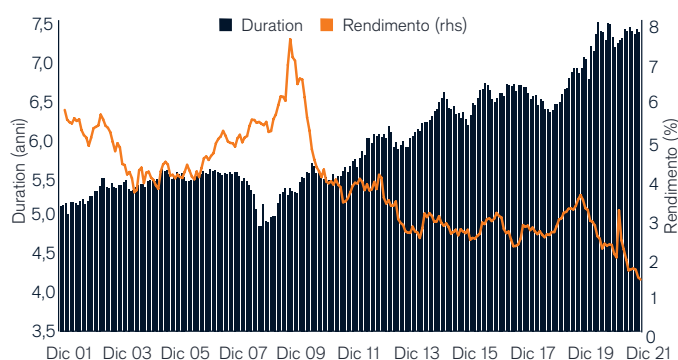
La gestione attiva cerca di ottenere rendimenti più elevati nel tempo rispetto a uno specifico benchmark, di solito attraverso la scelta di titoli nel settore dei beni voluttuari. Per contro, la gestione passiva mira a tracciare i rendimenti dell'indice, solitamente titoli in linea con la loro ponderazione costitutiva all'interno di un indice. Non sono ancora chiare le implicazioni degli investimenti passivi nel mercato mobiliare in termini di correlazione dei rendimenti e la potenziale riduzione delle informazioni specifiche per titolo desumibili dai prezzi. Con questo studio, tuttavia, intendiamo indicare dieci ragioni per cui riteniamo che la gestione attiva sia preferibile nell'ambito dei fondi obbligazionari. Questo studio si suddivide in due parti:

- ▶ nelle prime cinque ragioni saranno esaminati alcuni dei problemi inerenti che possono sussistere all'interno degli indici e, per estensione, dei portafogli che seguono passivamente un indice.
- ▶ nelle altre cinque ragioni esamineremo certe distinte opportunità alfa che possono sussistere nei mercati obbligazionari.

1. Sfasamento temporale – rischio di duration degli indici

Coloro che concedono e coloro che ricevono prestiti (gli investitori) hanno spesso desideri confliggenti per quanto riguarda i rendimenti pagati sulle obbligazioni. Gli investitori desiderano un rendimento elevato, mentre chi ottiene il prestito desidera ridurre al minimo il suo costo del capitale, per cui tende a emettere obbligazioni a lungo termine quando i tassi (rendimenti) sono bassi e a breve termine quando i rendimenti sono elevati. Questo contribuisce alla maggiore duration (sensibilità ai cambiamenti dei tassi d'interesse) quando i rendimenti sono bassi.

Figura 1: L'esposizione alla duration aumenta quando i rendimenti sono meno allettanti



Fonte: Refinitiv Datastream, ICE BofA Merrill Lynch Global Corporate Index, duration effettiva e rendimento effettivo, dal 31 dicembre 2001 al 31 dicembre 2021.

Gli indici, pertanto, tendono a mostrare un rischio di duration che si adatta più all'emittente delle obbligazioni che all'investitore che concede il prestito. Investire alla leggera nell'indice, senza tenere conto delle sue caratteristiche costitutive, può avere i suoi svantaggi. È probabile che il rischio di duration abbia un'importanza sempre maggiore man mano che le banche centrali si allontaneranno da una politica monetaria fortemente accomodante.

- La gestione attiva consente di gestire la duration invece di vincolarla alla costruzione di un indice, in modo tale da tenere conto dei rischi di interesse assunti in un portafoglio attivo.

2. Gli indici sono sbilanciati verso l'indebitamento

L'ironia degli indici è che, mentre gli indici azionari mostrano una survivorship bias e riflettono società di successo, gli indici relativi alle obbligazioni corporate sono infarciti delle società maggiormente indebitate.

In sé, questo non dovrebbe essere un problema. Il debito è in generale fiscalmente efficiente (gli interessi passivi sono spesso deducibili fiscalmente) e sono un'utile fonte di capitale. La maggior parte delle società può assicurare il servizio del debito, per quanto più in basso si colloca nello spettro del credito, più discutibile appare questa capacità. Questo significa, tuttavia, che gli investitori devono essere consapevoli della solvibilità di un emittente e dei potenziali rischi di concentrazione quando le società più pesantemente indebitate costituiscono una quota più ampia dell'indice.

L'aumento del prezzo del petrolio all'inizio di questo decennio ha incoraggiato gli esploratori e produttori del settore dell'Energia (E&P) a indebitarsi per compiere le trivellazioni, emettendo prestiti per alleviare la ponderazione settoriale per quanto riguarda i titoli high yield. Quando il prezzo del petrolio è crollato nel 2014-15, il valore nominale delle obbligazioni del settore E&P dell'Energia presenti negli indici è schizzato in alto, per quanto il calo dei prezzi delle obbligazioni abbia spinto in basso la ponderazione settoriale del valore di mercato. Nel 2020, i titoli del settore del tempo libero affrontarono una crisi analoga, quando i ricavi crollarono, i prestiti aumentarono con emissione di debito e i downgrade da investment grade aumentarono la ponderazione settoriale.

Figura 2: I livelli di debito incidono sulla ponderazione settoriale



Fonte: Bloomberg ICE BofA US High Yield Index, prezzo WTI spot crude oil, dal 31 dicembre 2011 al 31 dicembre 2021.

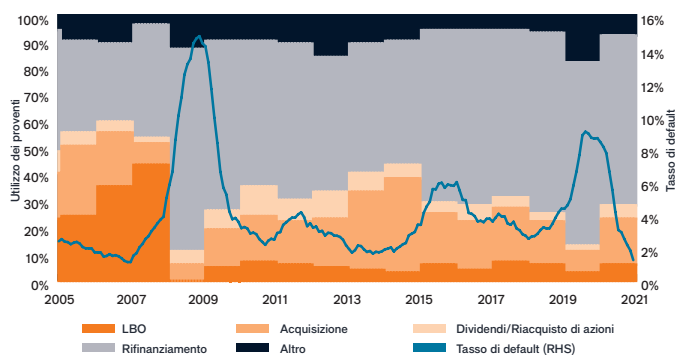
- Gli indici riflettono per loro natura il passato piuttosto che il futuro. Un approccio attivo consente di adottare azioni preventive volte a evitare rischi di ribasso, anche se una scarsa capacità decisionale potrebbe portare a una performance peggiore.

3. Sfasamento temporale – rischio di credito negli indici

Vi è uno sfasamento temporale tra quando l'emittente desidera prendere in prestito denaro e il ciclo economico. Le società tendono a ottenere prestiti per acquisire attività favorevoli agli azionisti al picco di un ciclo economico, ovvero subito prima di un calo. Inoltre, dopo periodi di prolungata espansione economica, gli operatori del mercato tendono a diventare compiacenti, per cui gli standard di concessione dei prestiti di solito si allentano e gli investitori diventano meno avversi al rischio. In questo modo viene gettato il seme di futuri default, in quanto i debitori deboli riescono a ricevere fondi ma vanno in default quando l'economia entra in crisi. Questo è quanto emerge dalla tabella seguente, in cui le attività non favorevoli agli obbligazionisti, quali i leverage buy-out e le operazioni di riacquisto di azioni (evidenziate dai colori caldi) aumentano alla fine dell'espansione del ciclo economico e contribuiscono a successivi default.

L'aumento del tasso di default nel 2020 è stato insolito, in quanto era stato scatenato da un fattore esogeno, la pandemia di coronavirus. Inoltre, il supporto di emergenza dei governi e delle banche centrali ha consentito – per non dire incoraggiato – debitori corporate redditizi a rifinanziarsi, mentre l'improvvisa perdita di ricavi ha mandato società meno redditizie in default. Questo ha distorto il tipico schema del ciclo del credito.

Figura 3: Obbligazioni high yield in USA - utilizzo dei proventi e tasso di default (%)



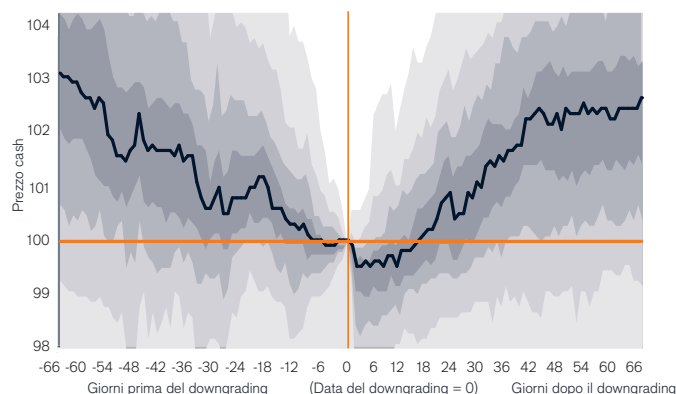
Fonte: Morgan Stanley, S&P LCB, uso dei proventi dell'emissione di titoli high yield USA, Moody's US - tasso di default delle società sub investment grade (high yield), dal dicembre 2005 al dicembre 2021.

- L'approccio di gestione attiva offre la possibilità di individuare in anticipo i problemi di un emittente in quanto vi è spesso un intervallo di tempo tra il deterioramento dei fondamentali e il momento in cui questo viene rilevato dal mercato in generale.

4. Le variazioni dell'indice creano l'effetto gregge

Gli approcci passivi che replicano l'indice risentiranno probabilmente dell'effetto gregge. Questo perché quando le obbligazioni entrano o escono dall'indice gli investitori corrono a cercare di compiere la stessa operazione. Per esempio, quando un'obbligazione investment grade subisce un downgrading a sub-investment grade, diventando quindi un angelo caduto, potrebbe uscire da un indice investment grade, costringendo i replicator a vendere questo titolo. I dati storici suggeriscono che il momento peggiore per vendere è subito dopo un downgrading, come si vede nella tabella seguente.

Figura 4: Performance dei prezzi delle obbligazioni dopo un downgrading (2003-2016)



Fonte: Morgan Stanley Research, Bloomberg, Markit, febbraio 2016. Nota: Ogni fascia di colore rappresenta un decile; la linea scura rappresenta la mediana. In base a un complesso di 89 emittenti - angeli caduti a partire dal 2003.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Per contro, i gestori di portafoglio attivi possono prevedere questi movimenti e vendere prima dell'evento (prima che un'obbligazione diventi sub-investment grade) o riconoscere i trend positivi e investire prima dell'upgrading di un titolo.

- I gestori attivi possono adottare azioni preventive prima delle variazioni di rating per approfittarne o evitare perdite connesse ai downgrading.

5. La divergenza di performance nei fondi passivi

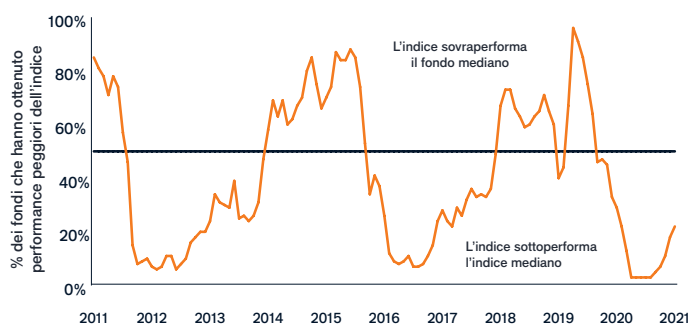
Le commissioni associate alle attività di tracciamento dell'indice rendono pressoché matematicamente impossibile che chi investe in un fondo che replica passivamente un indice possa ottenere gli stessi risultati dell'indice stesso. Nel tempo, è probabile che la divergenza di performance tra il fondo che replica l'indice e l'indice stesso aumenti con l'aumentare dei costi cumulativi. Tra i fattori che faranno sì che il fondo passivo diverga dall'indice vi sono:

- i costi di transazione relativi alla compravendita dei titoli sottostanti
- la maturazione degli oneri correnti a favore del gestore passivo
- l'efficiente gestione del cash flow in entrata e in uscita dal veicolo passivo

Approcci semi-passivi che incorporano elementi di gestione attiva potrebbero superare il benchmark.

La questione più rilevante è se sia opportuno tracciare il benchmark. La tabella seguente mette a confronto il Bloomberg US Aggregate Total Return Index con un peer group che comprende i fondi Intermediate Core Bond e Core Bond Plus gestiti attivamente, con rendimenti su 12 mesi mobili. Sono esclusi i fondi indicizzati. La linea arancione indica la percentuale di fondi attivi che ha avuto performance inferiori all'indice. Negli ultimi dieci anni il fondo attivo mediano ha superato l'indice il 59% delle volte.

Figura 5: Percentuale dei fondi superati dall'indice nel peer group Intermediate Core Bond & Core Bond Plus



Fonte: Morningstar, Janus Henderson Investors; il peer group è costituito da Intermediate Core Bond & Core Bond Plus Morningstar Categories, classe di azioni istituzionale, fondi indicizzati esclusi; l'indice è il Bloomberg US Aggregate Total Return Index; datapoint mensili, basati sui rendimenti totali su 12 mesi mobili, USD, dal 31 dicembre 2011 al 31 dicembre 2021.

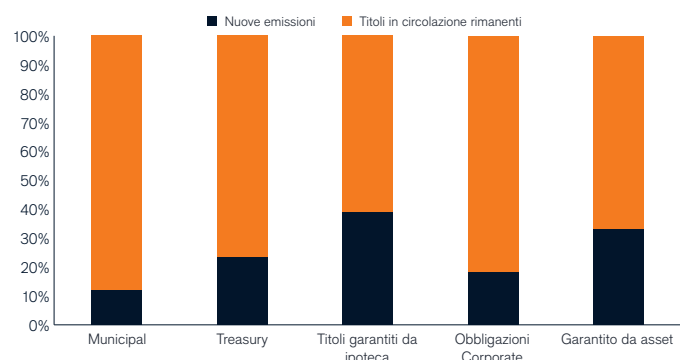
Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

- Un approccio gestionale attivo offre l'opportunità di avere gli stessi risultati o risultati migliori dell'indice. Un approccio attivo comporta però maggiori rischi, in quanto decisioni di investimento mediocri potrebbero portare a sottoperformare

6. Le nuove emissioni sono parte integrante degli investimenti obbligazionari

Il mercato obbligazionario è pesantemente influenzato dalle nuove emissioni, in quanto molti bond hanno scadenze determinate e quindi devono essere sostituiti periodicamente. Considerando, ad esempio, il mercato USA, la tabella seguente mostra che non è insolito che le nuove emissioni rappresentino un quinto del mercato.

Figura 6: Le nuove emissioni di solito rappresentano una quota elevata del mercato obbligazionario USA totale (12 mesi al T3 2021)



12 mesi al T3 2021	Municipal	Treasury	Titoli garantiti da ipoteca	Obbligazioni Corporate	Titoli garantiti da asset
In essere	4036	21873	11906	10010	1476
Nuove emissioni	492	5072	4756	1904	498

Fonte: Dati SIFMA, interpretazione della tabella Janus Henderson, il grigio rappresenta le nuove emissioni mentre l'arancione rappresenta l'importo complessivo in circolazione al T3 2021 meno l'ammontare delle nuove emissioni in quattro trimestri al T3 2021 (compreso). I Treasury rappresentano solo i titoli a lungo termine. Dati al 28 febbraio 2022.

Le nuove obbligazioni sono di solito emesse con un lieve disaggio (ovvero con un maggiore spread creditizio) rispetto alle emissioni in circolazione, così da attirare investitori, e le allocazioni sono ottenute tramite le negoziazioni. Sapere quando e a quali livelli entrare può offrire a un investitore attivo un potenziale vantaggio su un gestore passivo.

- L'analisi del credito dei gestori attivi e il loro rapporto con gli intermediari emittenti può contribuire a massimizzare il valore delle nuove emissioni.

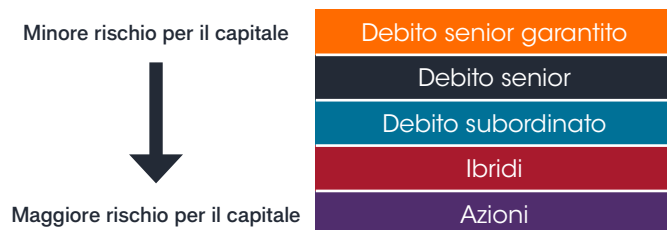
7. Il mercato OTC e la varietà creano opportunità di valore relativo

A differenza del mercato azionario, in cui il trading è in gran parte fondato sugli scambi, una gran parte degli investimenti obbligazionari, in particolare nel settore corporate, avviene over-the-counter (OTC), con prezzi che spesso riflettono certe negoziazioni tra acquirente e compratore. Questo avviene per tre ragioni: la gran mole di operazioni (che hanno di solito rilevanza istituzionale), la minor frequenza degli scambi e l'enorme varietà e numero dei bond. Si consideri una società come Vodafone. Ha una categoria di azioni ordinarie quotate nel mercato primario (anche se in varie borse valori) ma 64 bond diversi. Per le banche è ancora più complicato. Per esempio, HSBC ha più di 1.300 bond in circolazione (dati forniti da Bloomberg al 28 febbraio 2022).

La varietà di obbligazioni riflette i requisiti di capitale e il contesto di mercato al momento dell'emissione, e questo porta di solito a differenti cedole e scadenze e a diverse decisioni in merito al fatto che i bond siano senior o subordinati nella struttura del capitale. Spesso gli emittenti emettono obbligazioni in valute diverse anche per avere accesso alla liquidità in altri mercati o allineare le passività con le valute in cui sono ottenuti i ricavi.

Questo crea spesso valore relativo all'interno della struttura del capitale di un determinato emittente, in modo tale che titoli con seniority o scadenza diversa possono sovraperformare in qualsiasi momento.

Figura 7: Esempi di struttura del capitale corporate



Fonte: Janus Henderson Investors, 28 febbraio 2022. A fini puramente illustrativi.

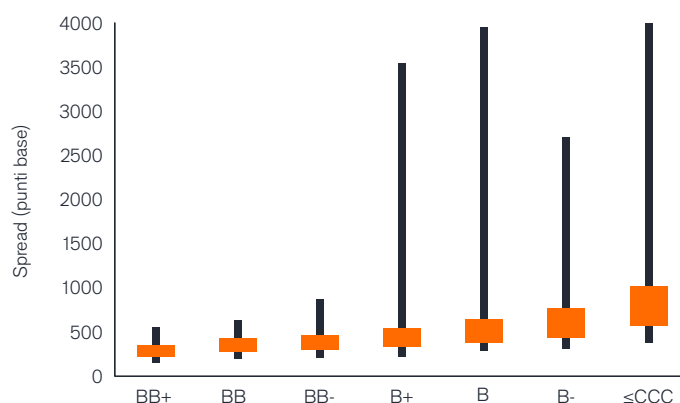
- La natura del mercato indica che un investitore attivo può essere in una posizione migliore per sfruttare il valore relativo nella struttura del capitale.

8. Asimmetria dei rendimenti e rischio idiosincratico

A differenza dei mercati azionari, in cui un aspetto chiave degli investimenti è costituito dal capital gain, i mercati obbligazionari sono maggiormente focalizzati sulla sostenibilità del reddito e sulla protezione del capitale. Un obiettivo chiave dei gestori obbligazionari è evitare i default, considerati i limitati vantaggi di investire in un'obbligazione oltre al rischio di completa perdita del capitale in caso di default e al fatto che non offre alcun recupero di valore.

Il rischio idiosincratico è particolarmente rilevante nelle obbligazioni corporate, e a maggior ragione nelle obbligazioni corporate high yield. Una solida analisi del credito può consentire di penetrare in queste idiosincrasie e cercare di individuare i vincenti tra i perdenti. A causa dell'asimmetria di rendimento, un portafoglio attivo può talvolta trarre maggiormente vantaggio dal fatto di non detenere un emittente in difficoltà rispetto a quello di detenere obbligazioni emesse da una società che sta generando un forte cash flow. Le grandi differenze tra emittenti che condividono lo stesso rating creditizio è indicata dal delta degli spread riportati nella tabella seguente. L'intervallo insolitamente elevato del percentile tra obbligazioni con rating B+ e B può essere spiegato dal rapido allontanamento degli spread tra le obbligazioni emesse da varie società immobiliari cinesi.

Figura 8: Il range degli spread offre opportunità



Fonte: Bloomberg, al 28 febbraio 2022. Nota: ICE BofA Global High Yield Index. Il grafico mostra lo scarto interquartile (fascia arancione) e i percentili dal 5° al 95° per categoria di rating (linea grigia).

- Un approccio attivo consente la selettività, che, se applicata con successo, dovrebbe aiutare a ridurre i rischi di calo e raccogliere i rendimenti.

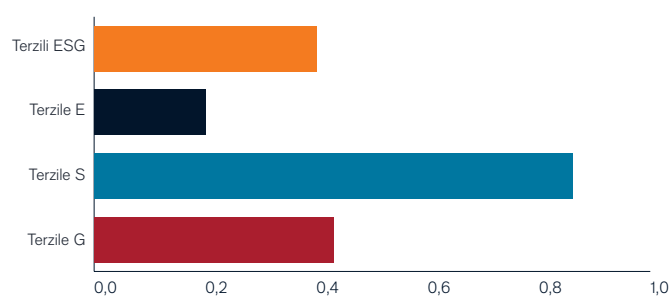
9. Fattori ambientali, sociali e di governance (ESG):

Investire in modo etico e sostenibile sta diventando sempre più importante per gli investitori nella scelta dei gestori patrimoniali. Si potrebbe sostenere che l'ESG è molto ben visto in un'ottica di investimento obbligazionario per due ragioni. In primo luogo, la maggior parte dei fattori di sostenibilità e di governance che possono consentire a un emittente obbligazionario di ottenere una valutazione migliore in termini di ESG sono fattori che possono contribuire a un rating elevato nell'analisi del credito, per quanto i fattori ESG e creditizi siano a loro volta distinti. In secondo luogo, l'accento posto di frequente da un approccio ESG sull'identificazione e isolamento di rischi di calo richiama l'importanza di evitare i default quando si investe in obbligazioni.

Di regola, gli investimenti passivi ESG implicano uno screening negativo, ovvero l'eliminazione dei titoli che non soddisfano i criteri ESG. Riteniamo che la gestione attiva abbia il vantaggio di poter essere più dinamica e rivolta a futuro, identificando emittenti obbligazionari che hanno intrapreso un percorso di miglioramento dal punto di vista ESG.

Ricerche condotte da MSCI nel 2020 hanno messo in evidenza come i fattori ESG abbiano contribuito a rendimenti positivi in eccesso tra i titoli ESG dei terzili più alti e più bassi. I terzili erano composti da obbligazioni corporate degli indici MSCI Investment Grade e High Yield Corporate Bond per il dollaro USA e l'euro. Il terzile superiore (T3) riflette il terzo migliore degli emittenti con rating MSCI ESG relativamente alti, mentre il terzile inferiore (T1) riflette il terzo con i rating peggiori.

Figura 9: Spread dei rendimenti in eccesso (% annualizzata) tra i terzili ESF alti (T3) e bassi (T1)



Fonte: MSCI, "What ESG Ratings tell us about corporate bonds", R Mendriatta, H Varseni, G Giese, novembre 2020. Media dei rendimenti in eccesso con pari ponderazione tra i terzili con punteggio ESG alto (T3) e basso (T1) e i terzili con punteggio ESG rettificato per settore tra gennaio 2014 e luglio 2020.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

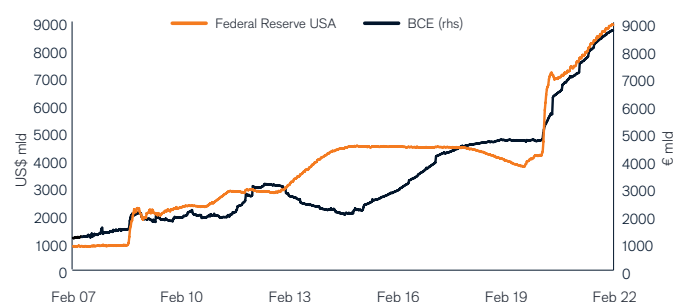
- I gestori attivi possono integrare i fattori ESG nelle loro analisi del credito in fase di selezione di singoli investimenti per i loro portafogli, ponendo un'attenzione potenzialmente maggiore sui fattori qualitativi e rivolti al futuro.

10. Caveat emptor – fine di un'era?

Gli investitori obbligazionari sono stati abituati ad oltre trent'anni di tassi d'interessi in calo, abbinati alla storia recente dell'espansione del bilancio delle banche centrali attraverso l'acquisto di bond. Questo ha portato ad un prolungato periodo di forti rendimenti obbligazionari.

Avere molti acquirenti insensibili ai prezzi che sostengono il mercato obbligazionario è stato utile per ridurre la volatilità. Le banche centrali e altri operatori continueranno ad acquistare e a vendere nel mercato obbligazionario per ragioni diverse dalla massimizzazione del rendimento totale; tuttavia, la liquidazione del quantitative easing, unita all'aumento dei tassi d'interesse e al passaggio al quantitative tightening, porterà probabilmente a un aumento della volatilità in futuro. Un'inflazione elevata aggiungerà probabilmente incertezza all'azione delle banche centrali, favorendo un approccio agile agli investimenti.

Figura 10: Attivo totale di bilancio delle banche centrali



Fonte: Refinitiv Datastream, Federal Reserve USA, BCE, al 28 febbraio 2022.

- La capacità dei gestori attivi di essere proattivi consente loro di sfruttare potenzialmente la volatilità e di riposizionare un portafoglio laddove sia evidente un cambiamento strutturale. Questo presuppone che i gestori attivi prendano buone decisioni – decisioni mediocri portano a performance peggiori rispetto all'indice.

L'investimento ESG o sostenibile considera fattori non compresi nell'analisi finanziaria tradizionale. Per effetto di tali considerazioni gli investimenti disponibili potrebbero essere limitati e la performance e l'esposizione potrebbero scostarsi da quelle del mercato nel suo complesso e concentrarsi in determinate aree.

Sintesi – cosa dobbiamo aspettarci per il futuro?

Anche se riteniamo che vi sarà sempre posto per la gestione attiva, riconosciamo che gli approcci passivi possono avere una loro rilevanza. Per gli investitori che cercano di replicare un indice e che sono meno preoccupati di superarlo, un approccio passivo può offrire un'esposizione con un buon rapporto costi/benefici. Il lancio di fondi obbligazionari negoziati in borsa (exchange traded funds (ETF)) style-led e gestiti attivamente sta anche aprendo altri percorsi di asset allocation per gli investitori. La presenza di approcci passivi, tuttavia, crea opportunità per i gestori attivi, e prevediamo che gli investitori continueranno ad apprezzare il valore dell'avvalersi di gestori che possono creare alfa e strutturare esposizioni beta attraverso la gestione attiva.

Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono diminuire oltre che aumentare e un investitore potrebbe non recuperare l'importo inizialmente investito.

PER ULTERIORI INFORMAZIONI CONSULTARE IL SITO
WWW.JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson
INVESTORS

Informazioni importanti

Le opinioni riportate sono aggiornate alla data di pubblicazione. Hanno scopo unicamente informativo e non devono essere usate o interpretate come una consulenza fiscale, legale o di investimento né come un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta d'acquisto o una raccomandazione di acquisto, vendita o detenzione di qualsivoglia titolo, strategia di investimento o segmento di mercato. Nessuna parte del presente materiale deve essere considerata una prestazione diretta o indiretta di servizi di gestione degli investimenti specifici per le esigenze di un determinato cliente. Le opinioni e gli esempi sono proposti a illustrazione di tematiche più ampie e non rappresentano un'indicazione sulle operazioni da eseguire, sono soggetti a variazioni e potrebbero non riflettere l'opinione di altri soggetti dell'entità. Non si intende suggerire, in modo implicito o esplicito, che le opinioni o gli esempi forniti siano o siano stati inseriti in un qualsiasi portafoglio. Non è possibile garantire che le previsioni siano corrette e che le informazioni fornite siano complete o tempestive, né si offrono garanzie in merito ai risultati derivanti dal loro utilizzo. Salvo quanto altrimenti indicato, Janus Henderson Investors è la fonte dei dati e ritiene di poter fare affidamento sulle informazioni e sui dati ottenuti da terzi. **Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale e la fluttuazione del valore.**

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. Il presente materiale e le informazioni in esso contenute possono essere soggetti a vincoli di legge e potrebbe non essere consentito riprodurli o farvi riferimento senza espresso consenso scritto o utilizzarli in una giurisdizione o in determinate circostanze in cui tale utilizzo non sia legale. Janus Henderson non è responsabile di eventuali distribuzioni non consentite dalla legge del presente materiale o di parte di esso a soggetti terzi. I contenuti non sono stati approvati né autorizzati da alcun ente normativo.

Janus Henderson Investors è la denominazione con cui vengono forniti prodotti e servizi di investimento nelle seguenti giurisdizioni dalle società indicate: (a) **Europa** da Janus Capital International Limited (reg. n. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. n. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. n. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. n. 2606646), (ciascuno registrato in Inghilterra e Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE e regolamentato dalla Financial Conduct Authority) e Henderson Management S.A. (reg. n. B22848 all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier) (b) **USA** da consulenti degli investimenti registrati presso la SEC controllati da Janus Henderson Group plc, (c) **Canada** tramite Janus Henderson Investors US LLC esclusivamente per investitori istituzionali in certe giurisdizioni, (d) **Singapore** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (registrazione aziendale n. 199700782N). Questo messaggio o pubblicazione non è stata revisionata dall'Autorità monetaria di Singapore; (e) **Hong Kong** da Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Questo documento non è stato rivisto dalla Securities and Futures Commission of Hong Kong; (f) **Taiwan R.O.C** da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, (operante indipendentemente), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, n. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tel: (02) 8101-1001. Numero di licenza 023 SICE approvata, emessa nel 2018 dalla Financial Supervisory Commission; (g) **Corea del Sud** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited solo per Investitori professionisti qualificati (come definiti dal Financial Investment Services and Capital Market Act e dai suoi regolamenti secondari); (h) **Giappone** da Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regolamentato dall'Agenzia per i Servizi Finanziari e registrato come Financial Instruments Firm che si occupa di Investment Management Business, Investment Advisory e Agency Business e Type II Financial Instruments Business; (i) **Australia e Nuova Zelanda** da Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) e dai suoi organismi correlati, inclusi Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) e Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (j) **Medio Oriente** da Janus Capital International Limited, regolamentato dall'Autorità dei Servizi Finanziari di Dubai come ufficio di rappresentanza. Non si effettuano transazioni in Medio Oriente, per qualsiasi informazione in merito si prega di contattare Janus Henderson. Le conversazioni telefoniche potrebbero essere registrate a fini di reciproca tutela, per migliorare il servizio offerto ai clienti e per finalità normative di conservazione della documentazione.

Al di fuori degli Stati Uniti: Riservato agli investitori istituzionali, professionali, qualificati e sofisticati, ai distributori qualificati, agli investitori all'ingrosso e ai clienti all'ingrosso come definiti dalla giurisdizione applicabile. Non destinato alla distribuzione né alla consultazione da parte del pubblico. Comunicazione di marketing.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Knowledge Shared and Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc.