

# TITRES ADOSSÉS À DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES COMMERCIALES (CMBS)

---

Abécédaire des produits titrisés



# QUE SONT LES TITRES ADOSSÉS À DES CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES COMMERCIALES ?



**Les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS)** sont un ensemble de **Prêts hypothécaires commerciaux** qui sont regroupés, ou **titrisés**, et vendus aux investisseurs. Les structures CMBS permettent de faire le lien entre les besoins de financement des acquéreurs de biens immobiliers et les capitaux des investisseurs.



**Les prêts hypothécaires commerciaux** sont des prêts émis par des banques, des assureurs et d'autres établissements de crédit pour financer l'achat de biens immobiliers commerciaux, tels que des bureaux, des bâtiments industriels, des bâtiments commerciaux, des établissements hôteliers et des logements collectifs.



**Les titrisations** sont des instruments financiers (obligations) créés grâce au regroupement de dettes contractuelles, comme les prêts hypothécaires, bancaires ou automobiles. Ces « paquets » de prêts sont reconditionnés en tranches présentant des qualités de crédit différentes puis sont revendus aux investisseurs. Les investisseurs reçoivent les flux de trésorerie des prêts sous-jacents (sous la forme de paiements d'intérêts et de capital) en guise de rémunération.

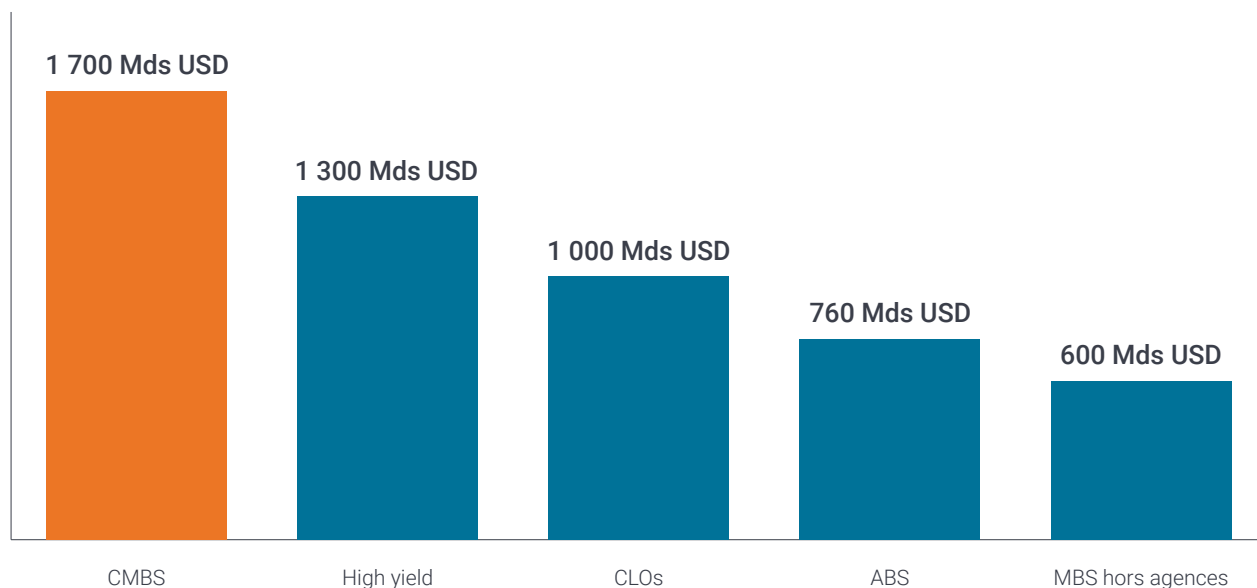
## MARCHÉ AMÉRICAIN DE LA TITRISATION

|                                                                         |                                                                             |                                                              |                                               |                                                                            |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| <br><b>MBS d'agences</b><br>Titres adossés à des créances hypothécaires | <br><b>CMBS</b><br>Titres adossés à des créances hypothécaires commerciales | <br><b>CLO</b><br>Titres adossés à des prêts aux entreprises | <br><b>ABS</b><br>Titres adossés à des actifs | <br><b>MBS hors agences</b><br>Titres adossés à des créances hypothécaires |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|

## Taille du marché américain des CMBS

Le marché américain des CMBS est un marché vaste et bien établi qui a vu le jour au début des années 1990. Avec une capitalisation boursière d'environ 1 700 milliards de dollars, les CMBS pèsent davantage que le marché américain du high yield et constituent le deuxième plus grand marché titrisé aux États-Unis derrière les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) d'agences.

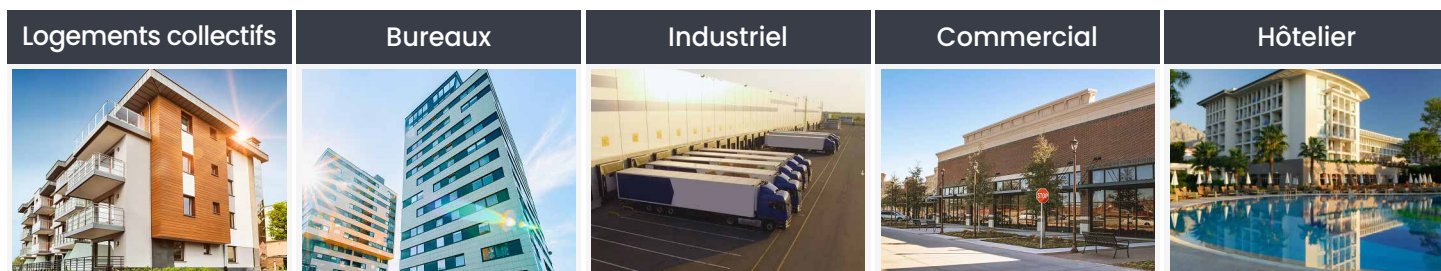
### Taille d'une sélection de marchés obligataires américains



Source : Bank of America, le 31 décembre 2023. Définitions des classes d'actifs indiquées à la note de bas de page 1 de la page 8.

## Composition du marché américain des CMBS

Le marché américain des CMBS est composé de cinq sous-secteurs principaux : logements collectifs (appartements, maisons préfabriquées, ...), bureaux, bâtiments industriels (entrepôts, centres de données, ...), bâtiments commerciaux et établissements hôteliers (hôtels, casinos, locations en temps partagé, ...).



Comme les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (RMBS), les CMBS peuvent être classés comme agence ou non-agence, selon qu'ils sont garantis ou non par un organisme gouvernemental.

**Les CMBS d'agence** sont généralement émis sur les logements collectifs par l'une des agences gouvernementales Fannie Mae ou Freddie Mac. Ils affichent la notation de crédit AA+ du gouvernement américain.

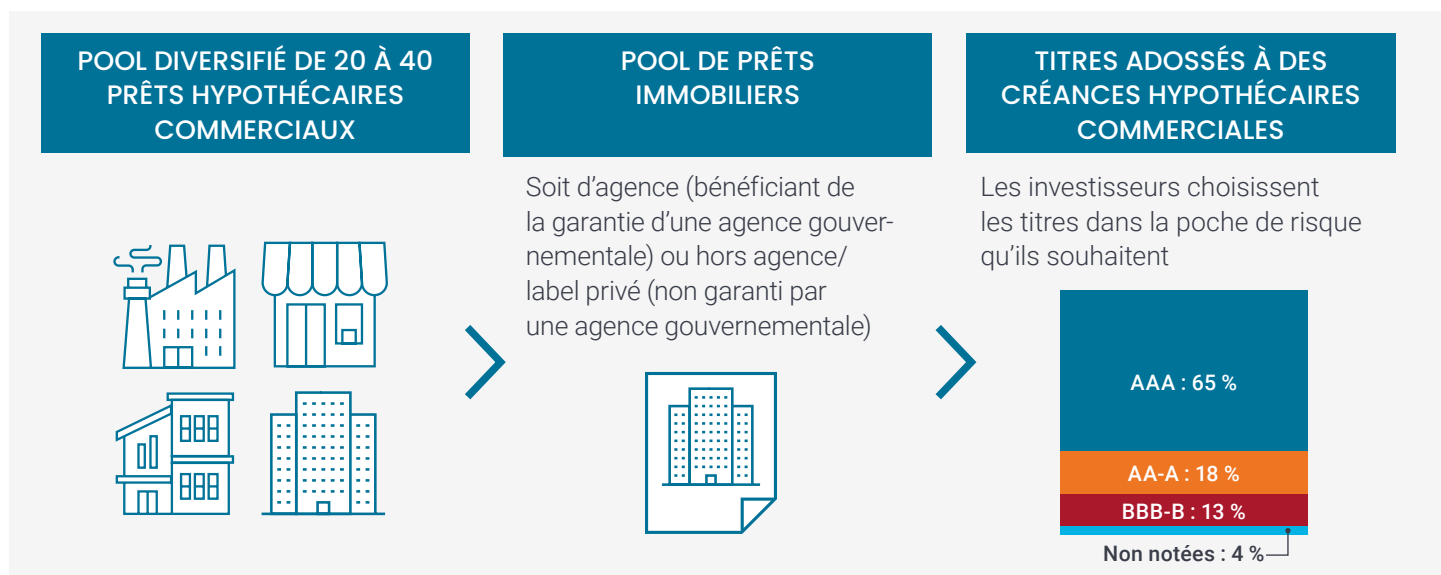
**Les CMBS non garantis par une agence** sont émis par des institutions financières privées sur un large éventail de biens commerciaux. Ils sont divisés en tranches de notation allant de AAA à B, plus une tranche non notée ou tranche « equity ».

Les CMBS non garantis par une agence peuvent être séparés en deux catégories : les titres dits « conduits » ou les titres dits « SASB » (single asset, single borrower, c'est-à-dire un seul actif avec un unique emprunteur).

- **Les CMBS conduits** sont adossés à un pool diversifié de 20 à 60 prêts hypothécaires. Les prêts sont généralement à taux fixe. Les CMBS conduits peuvent offrir aux investisseurs une exposition large et diversifiée au marché de la dette immobilière commerciale.
- **Les CMBS SASB** sont adossés soit à un seul bien immobilier, soit à un portefeuille de biens immobiliers détenus par le même emprunteur. Les prêts peuvent être à taux fixe ou variable. Les CMBS SASB offrent aux investisseurs la possibilité de cibler leurs investissements par type de biens et par secteur spécifiques, ou par exposition à taux fixe ou variable.

## Fonctionnement des CMBS

### Rapprocher les acheteurs de biens immobiliers et les capitaux des investisseurs



## MBS d'agences vs. bons du Trésor américain

En raison de la garantie accordée par le gouvernement, tous les MBS d'agences bénéficient de la notation de crédit AA+ de l'État américain. Le risque de perte de capital est donc quasi-nul.

Bien qu'ils puissent avoir des notations équivalentes, les MBS d'agences et les bons du Trésor sont des instruments obligataires différents à plusieurs égards.

Chaque mois, le principal et les intérêts perçus du pool de prêts sont versés aux investisseurs, en commençant par la tranche AAA et en descendant l'échelle des notations. Cette structure de paiement séquentielle est parfois appelée « structure en cascade ».

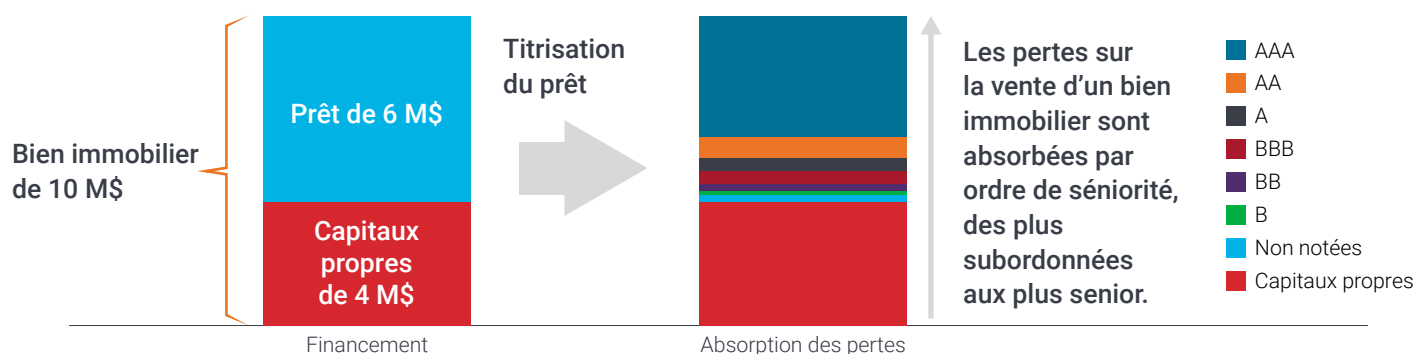
En cas d'insuffisance des flux de liquidité des emprunteurs, la tranche la moins bien notée subira des pertes en premier, les pertes cumulées remontant alors l'échelle des notations. De cette façon, les obligations moins bien notées constituent des niveaux de protection successifs, ou de rehaussement de crédit, pour les obligations mieux notées.

## Le pouvoir du rehaussement de crédit

L'exemple suivant illustre l'effet de rehaussement de crédit pour une transaction CMBS SASB typique. Un investisseur immobilier achète un bâtiment industriel pour 10 millions de dollars. L'acheteur finance l'achat à 40 % avec ses propres capitaux et garantit un prêt hypothécaire pour les 60 % restants, soit 6 millions de dollars. Le prêt est titrisé, divisé en tranches et vendu aux investisseurs.

Dans le cas où l'acheteur ne rembourse pas le prêt et que l'immeuble est repris et vendu, l'acheteur subira des pertes jusqu'à la première tranche de 4 millions de dollars lors de la vente du bien. Ce n'est que lorsque le prix de vente de l'immeuble descend en dessous de 6 millions de dollars que les tranches de CMBS commencent à subir des pertes, en commençant par les tranches les moins bien notées. La tranche AAA ne commencera à subir des pertes que si l'immeuble est vendu pour moins de 4 millions de dollars ; même dans ce cas, le prix du bâtiment devrait tomber à zéro pour que les détenteurs de titres AAA n'obtiennent aucun remboursement du principal.

### Un exemple d'opération de financement via CMBS



En raison du rehaussement de crédit, les défauts des CMBS n'ont eu d'impact sur la tranche AAA que deux fois sur les 28 dernières années : 2009 et 2010 après la crise financière mondiale. Et même dans ce contexte, les taux de défaut étaient de 0,2 % (2009) et de 0,07 % (2010), à une époque où d'autres secteurs obligataires enregistraient des taux de défaut élevés à un et deux chiffres.<sup>2</sup>

## RMBS vs. CMBS

Bien que les RMBS et les CMBS soient similaires dans le fait qu'ils permettent aux investisseurs d'accéder à des instruments adossés à des créances hypothécaires, ils présentent des différences importantes.

|                                                                    | RMBS                                                                           | CMBS                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Type de bien                                                       | Maisons d'habitation individuelles                                             | Variété de propriétés commerciales                                                                            |
| Durée habituelle du prêt                                           | 15 à 30 ans                                                                    | 5 à 10 ans                                                                                                    |
| Taux fixe / variable                                               | Taux fixe                                                                      | Taux fixe ou variable                                                                                         |
| Amortissement                                                      | Amortissement complet sur la durée de vie du prêt                              | Amortissement partiel, ou intérêts seulement, avec paiement forfaitaire ou libératoire à la fin de la période |
| Risque de remboursement anticipé pour les détenteurs d'obligations | Oui, les emprunteurs sont incités pour se refinancer en cas de baisse des taux | Risque très faible dû aux pénalités de remboursement anticipé des prêts pour les emprunteurs                  |
| Type de prêt                                                       | Recours (l'emprunteur peut être tenu personnellement responsable du prêt)      | Sans recours (seuls les biens saisis peuvent servir de collatéral)                                            |

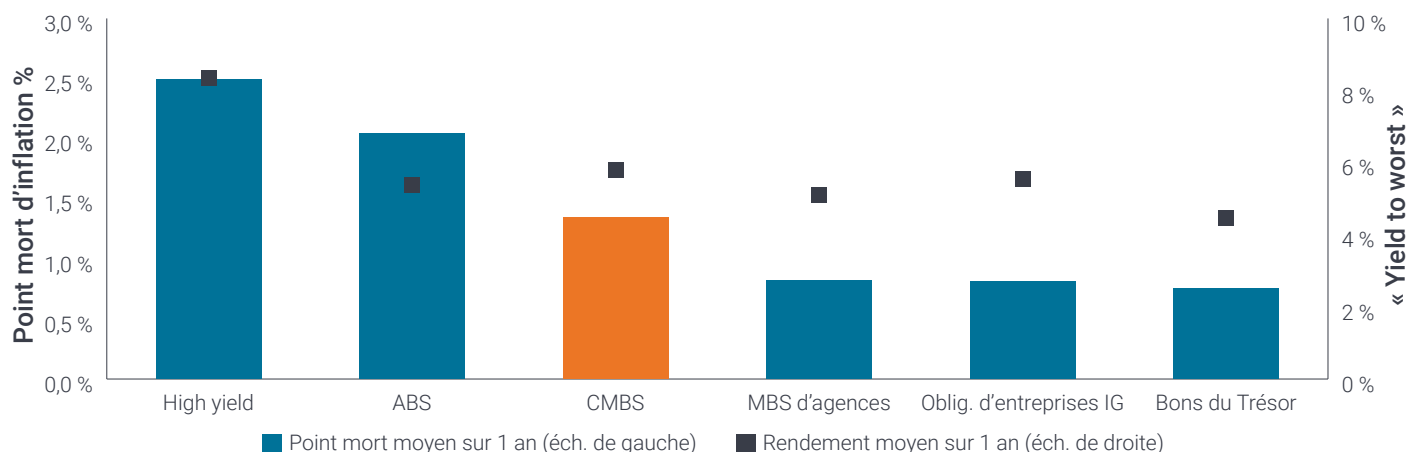
## Opportunités pour les investisseurs

Le marché des CMBS peut offrir un éventail d'opportunités unique aux investisseurs obligataires :

- 1. Diversifier les expositions aux facteurs de risque :** Le secteur donne accès au marché de la dette immobilière commerciale sans les minimums d'investissement élevés, le risque de concentration ni les contraintes de liquidité de l'investissement direct.
- 2. Des notations de crédit élevées :** Les CMBS peuvent contribuer à améliorer la qualité de crédit globale d'un portefeuille en raison de la disponibilité de tranches présentant de solides notations de crédit.
- 3. Dispositions relatives à des prêt favorables aux investisseurs :** Les pénalités de remboursement anticipé pour les emprunteurs garantissent que le risque de remboursement anticipé dans les CMBS reste très faible. En cas de remboursements anticipés, les investisseurs peuvent recevoir une compensation de la part de l'emprunteur.
- 4. Optionnalité des taux d'intérêt :** Les CMBS peuvent permettre aux investisseurs de diversifier l'exposition aux taux d'intérêt de leur portefeuille au moyen de titres à taux variable et à taux fixe.
- 5. Des opportunités de rendement convaincantes :** Les CMBS offrent des rendements et des points morts d'inflation intéressants par rapport aux autres secteurs obligataires. Le point mort d'inflation (rendement / durée) mesure le pourcentage d'augmentation des taux nécessaire pour que la baisse des prix des obligations n'affecte les revenus d'intérêts de l'obligation, entraînant ainsi une perte en capital. Un point mort plus élevé implique un montant de revenu par unité de risque de taux d'intérêt plus élevé.

### Points morts d'inflation et yield-to-worst pour différentes classes d'actifs obligataire

Les CMBS affichent des points morts d'inflation parmi les plus élevés du marché obligataire américain.



Source : Bloomberg, Janus Henderson Investors, au 30 avril 2024. Indices représentant les classes d'actifs, cf. note 3 de la page 8. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

## Risques potentiels

Les CMBS sont également exposés à certains risques dont les investisseurs doivent être conscients :

- 1. Risque de crédit :** Comme les autres titres obligataires, les CMBS sont exposés au risque de défaut. Si un emprunteur fait défaut sur son prêt, les investisseurs peuvent subir la perte du futur revenu attendu, ainsi que des pertes en capital potentielles si la valeur du collatéral n'est pas suffisante pour couvrir le montant du prêt en cours.
- 2. Risque d'extension :** Si un prêt CMBS arrive à échéance dans un environnement de refinancement difficile, l'organisme de gestion peut modifier ou prolonger le prêt au lieu de le saisir. Dans de tels cas, les investisseurs pourraient recouvrer leur capital plus tard que prévu.
- 3. Risque de recouvrement :** Contrairement aux prêts immobiliers résidentiels, les prêts hypothécaires commerciaux sont des prêts sans recours, ce qui signifie que seule la propriété saisie peut servir de collatéral. Cela peut se traduire par des taux de recouvrement (le pourcentage de dette ayant fait défaut qui peut être recouvert par un investisseur) plus faibles pour les CMBS par rapport aux RMBS.

L'importance de la gestion active

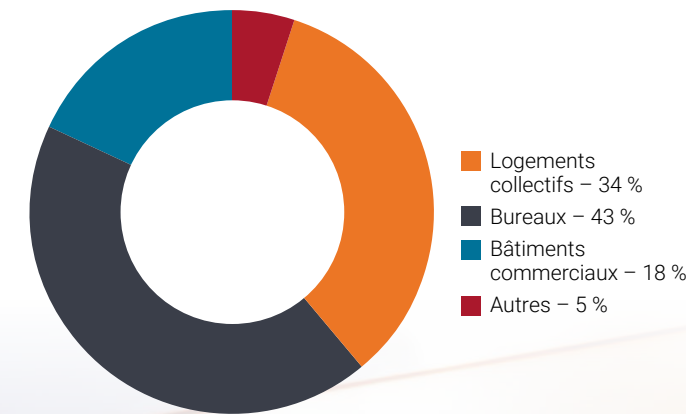
Selon nous, les CMBS constituent une classe d'actifs bien adaptée à la gestion active, pour les raisons suivantes :

| Double compétence                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Recherche approfondie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Analyse des tendances                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Les investisseurs en CMBS doivent maîtriser à la fois l'immobilier et l'univers obligataire, car le véhicule d'investissement est une obligation mais l'actif sous-jacent est un bien immobilier. La performance des CMBS étant fortement dépendante des biens immobiliers sous-jacents, il est essentiel que les investisseurs aient une bonne compréhension des fondamentaux de chaque prêt. | Les prêts CMBS ne sont pas homogènes et, par conséquent, l'investissement dans la classe d'actifs nécessite une recherche et une analyse détaillées. Par exemple, il est essentiel d'effectuer un exercice de due diligence concernant le propriétaire et le plan stratégique d'un bien immobilier spécifique. Un propriétaire engagé qui investira des capitaux supplémentaires si la valeur de la propriété baisse est plus favorable aux investisseurs qu'un propriétaire qui a le profil d'un « touriste » dans l'univers de l'immobilier commercial et rendra les clés si le prêt présente un danger. | Les tendances économiques et démographiques sont en constante évolution. Par exemple, certains pans du secteur de l'immobilier de bureaux ont connu des difficultés post-COVID, car de plus en plus de personnes adoptent des modèles de travail hybrides. En revanche, l'essor de l'intelligence artificielle a accru le besoin de centres de données. Une approche active permet aux gérants de positionner le portefeuille de manière à tirer parti de ces tendances, ainsi que d'autres. |

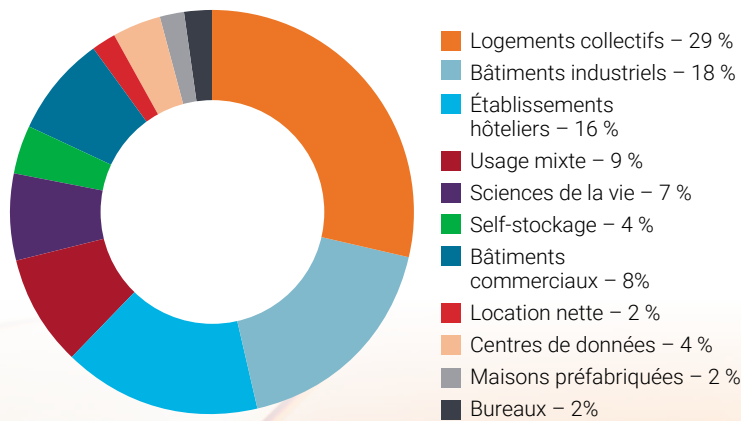
Un portefeuille géré activement peut offrir une meilleure diversification que les indices de référence CMBS passifs. Ces derniers affichent un biais important en faveur des logements collectifs et des bureaux mais sont faiblement exposés aux secteurs susceptibles d'offrir de meilleurs fondamentaux et un potentiel de croissance à long terme.

Indice CMBS vs. exemple de portefeuille de CMBS géré activement

Indice ICE BofA U.S. Fixed Rate CMBS



Exemple de portefeuille géré activement



Source : Bank of America, Janus Henderson Investors, au 30 avril 2024. L'exemple du portefeuille géré activement est basé sur hypothèse représentant une approche diversifiée de l'investissement dans les CMBS qui tient compte des conditions économiques et des fondamentaux actuels. Les allocations sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

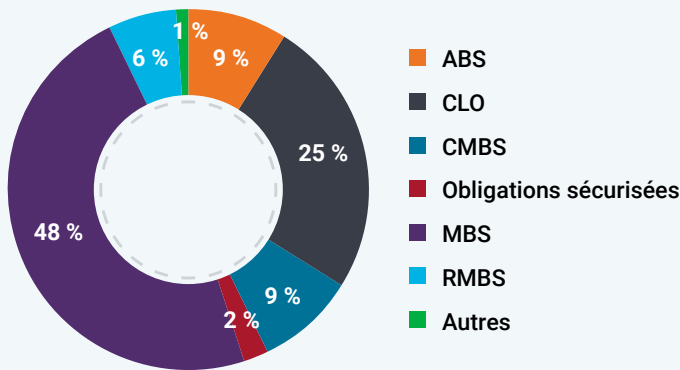
# JANUS HENDERSON : SPÉCIALISTES DES PRODUITS TITRISATION

Selon nous, c'est la sélection des titres qui assure l'essentiel de la valeur générée par la gestion active des actifs obligataires. Les caractéristiques des titres individuels peuvent varier considérablement, et c'est le rôle de la société de gestion - qui possède idéalement plusieurs décennies d'expérience et bénéficie d'outils d'analyse sophistiqués - de choisir les titres offrant le meilleur profil risque-performance et de les combiner dans un portefeuille en respectant les objectifs de rendement et de risque des investisseurs.

Nous offrons un accès au marché croissant et complexe de la titrisation via des produits mono-sectoriels et couvrant tous les secteurs.

## Dette titrisée – Janus Henderson

► 26,8 Mds USD  
d'actifs titrisés



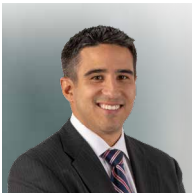
Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, Morningstar, au 31 décembre 2023.  
Remarque : Les actifs, à l'échelle de l'entreprise, comprennent des produits titrisés qui peuvent ne pas être disponibles dans toutes les régions et des portefeuilles titrisés d'autres stratégies obligataires.

## Une expertise dédiée aux CMBS



**John Kerschner, CFA**

- Responsable Produits titrisés - États-Unis, gérant de portefeuille
- 33 années d'expérience dans le secteur



**Jason Brooks**

- Gérant de portefeuille
- 22 années d'expérience dans le secteur

### PLATEFORME MONDIALE DE TITRISATION

| 6 gérants de portefeuille                         | 9 analystes                                       |
|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 23 ans d'expérience en moyenne au sein du secteur | 13 ans d'expérience en moyenne au sein du secteur |

### PRINCIPAUX PARTENAIRES D'INVESTISSEMENT

| Recherche quantitative                        | Recherche crédit mondiale                      | Trading obligataire                          | Recherche actions                              | Gestion du risque                             |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 4 analystes<br>12 années d'expérience moyenne | 20 analystes<br>17 années d'expérience moyenne | 15 traders<br>23 années d'expérience moyenne | 35 analystes<br>17 années d'expérience moyenne | 8 analystes<br>15 années d'expérience moyenne |

<sup>1</sup> Description des classes d'actifs : CMBS = Titres adossés à des créances hypothécaires commerciales aux États-Unis, High yield = obligations d'entreprises américaines à haut rendement, CLO = Collateralized loan (Titres adossés à des prêts aux entreprises) aux États-Unis. ABS = titres adossés à des actifs américains, MBS hors agences = titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis, et non garantis par des agences.

<sup>2</sup> Recherche S&P Global Ratings.

<sup>3</sup> Indices utilisés pour représenter les classes d'actifs : High yield = indice Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond, ABS = indice Bloomberg U.S. Aggregate Asset-Backed Securities, CMBS = indice Bloomberg CMBS Investment-Grade, MBS d'agences = indice Bloomberg Mortgage-Backed Securities, obligations d'entreprises IG = indice Bloomberg U.S. Corporate Bond ; bons du Trésor = indice Bloomberg U.S. Treasuries.

## NOTES

## NOTES

POUR PLUS D'INFORMATIONS, VEUILLEZ CONSULTER LE SITE JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson  
INVESTORS

**Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.**

L'indice **ICE BofA US Fixed Rate CMBS** suit la performance des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales à taux fixe, Investment grade, libellés en dollars et émis publiquement sur le marché domestique américain.

L'indice **Bloomberg U.S. Aggregate Asset-Backed Securities (ABS)** est un indice de référence du marché des obligations Investment grade imposables à taux fixe et libellées en dollars. L'indice ne comprend que des titres ABS.

L'indice **Bloomberg U.S. Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) Investment Grade** mesure la valeur du marché investment grade des transactions sur CMBS émis par des agences américaines ou non, d'une taille minimale de 300 millions de dollars.

L'indice **Bloomberg U.S. Corporate Bond** mesure la valeur du marché des obligations d'entreprises investment grade, libellées en dollars américains et à taux fixe et imposables. Il englobe les titres libellés en USD émis sur les marchés publics par des émetteurs américains ou non appartenant aux secteurs de l'industrie, des services aux collectivités et de la finance.

L'indice **Bloomberg U.S. Corporate High Yield Bond** mesure la valeur du marché des obligations d'entreprises à taux fixe de la catégorie à haut rendement et libellées en dollar. Les titres sont classés dans la catégorie à haut rendement si la notation moyenne de Moody's, Fitch et S&P est égale ou inférieure à Ba1/BB+/BB+.

L'indice **Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities (MBS)** réplique l'évolution des titres pass-through à taux fixe adossés à des créances hypothécaires garantis par Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC).

**Les titres obligataires** sont soumis aux risques de taux d'intérêt, d'inflation, de crédit et de défaut. Le marché obligataire est volatil. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, le prix des obligations baisse généralement, et vice versa. Le remboursement du capital n'est pas garanti et les prix peuvent baisser si un émetteur n'honore pas ses paiements en temps voulu ou si sa solidité financière se détériore.

**Les produits titrisés**, tels que les titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs, sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, présentent un risque d'extension et de remboursement anticipé et sont soumis à des risques de crédit, de valorisation et de liquidité plus importants que les autres titres obligataires.

**Les titres immobiliers** sont sensibles aux variations de la valeur des biens immobiliers et des revenus locatifs, des impôts fonciers, des taux d'intérêt, des exigences fiscales et réglementaires, de l'offre et de la demande, ainsi qu'aux compétences de gestion et à la solvabilité de l'entreprise.

**Rendements à taux variable** : Le rendement des titres à taux variable augmente et diminue en fonction du taux d'intérêt en vigueur, ce qui rend leur prix moins sensible aux variations de taux.

**Titres investment - grade** : Titres émis généralement par des États ou des entreprises dont le risque de défaut est jugé relativement faible. La qualité élevée de ces obligations se reflète dans leurs notations de crédit plus élevées par rapport aux obligations dont le risque de défaut est jugé plus élevé, comme que les obligations à haut rendement.

**Les obligations high yield** ou « obligations spéculatives » impliquent un plus grand risque de défaut et de volatilité des prix. Elles peuvent connaître des variations de prix soudaines et brutales.

**Tranche** : Pour les produits titrisés comme les CLO, une tranche correspond à une catégorie de titres connexes proposés dans le cadre d'une même transaction. Chacune représente un degré de risque différent et est assortie d'une notation de crédit correspondante.

**La qualité de crédit** est mesurée selon une échelle qui va généralement de AAA (la plus élevée) à D (la plus basse).

**Les investissements concentrés** dans un seul secteur, une seule industrie ou une seule région seront plus sensibles aux facteurs affectant ce groupe et peuvent être plus volatils que les investissements moins concentrés ou le marché dans son ensemble.

**La diversification** est une stratégie d'investissement courante qui consiste à acheter différents types d'investissements afin de réduire le risque de volatilité du marché.

**Les produits dérivés** peuvent être plus volatils et plus sensibles aux fluctuations économiques ou de marché que d'autres investissements, ce qui peut entraîner des pertes supérieures à l'investissement initial, qui peuvent être amplifiées par l'effet de levier.

**Le Yield to worst (YTW)** est une mesure financière qui aide les investisseurs à évaluer le rendement minimal qu'ils peuvent attendre d'une obligation dans divers scénarios. Il tient compte du rendement de l'obligation dans le pire des cas, en tenant compte de facteurs tels que les provisions pour remboursement, les remboursements anticipés et d'autres caractéristiques susceptibles d'affecter les flux de trésorerie de l'obligation.

**CMBS à actif unique et emprunteur unique (« SASB »)** – Un type de CMBS généralement constitué d'un prêt unique ou d'un portefeuille d'immeubles titrisés et vendus sur le marché secondaire.

**Des portefeuilles à gestion active** peuvent ne pas générer les résultats escomptés. Aucune stratégie d'investissement ne peut garantir un bénéfice ou éliminer le risque de perte.

La performance d'un indice ne reflète pas les frais de gestion d'un portefeuille, un indice n'étant ni géré ni disponible à l'investissement direct.

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document ne constitue une offre directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, peuvent être modifié(e)s à tout moment et peuvent ne pas refléter les opinions des autres collaborateurs de la société. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(e)s est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et a des raisons suffisantes de croire que les informations et les données provenant de tiers qu'il utilise sont fiables. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce document ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance où leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation.

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en Europe par Janus Henderson Investors International Limited (n° d'enregistrement 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (n° 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (n° 2678531), (tous enregistrés en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE et réglementés par la Financial Conduct Authority) et Janus Henderson Investors Europe S.A (n° d'enregistrement B22848 au 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementés par la Commission de Surveillance du Secteur Financier) ; (b) aux États-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC, qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc ; au Canada par Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions ; (d) à Singapour par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (n°199700782N). Cette communication ou publication n'a pas été révisée par l'Autorité monétaire de Singapour, (e) à Hong Kong par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été revu par la Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme de Hong Kong ; (f) en Corée du Sud ce document est publié par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited à l'usage exclusif des investisseurs professionnels qualifiés (tels que définis dans la loi relative aux services d'investissements et aux marchés financiers et dans ses dispositions) ; (g) au Japon par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementée par la Financial Services Agency et enregistrée comme une société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement, d'intermédiaire et de gestion d'instruments financiers de type II ; (h) en Australie et en Nouvelle-Zélande par Janus Henderson Investors (Australia) Limited ABN 47 124 279 518 et ses sociétés affiliées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268) (i) au Moyen-Orient par Janus Henderson Investors International Limited, réglementée par la Dubai Financial Services Authority en tant que bureau de représentation. Ce document concerne un produit financier qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'autorisation de l'Autorité des services financiers de Dubaï (« DFSA »). La DFSA ne saurait assumer la responsabilité de l'examen ou de la vérification de tout prospectus ou autre document en rapport avec ce produit financier. De ce fait, la DFSA n'a pas approuvé ce document ou tout autre document annexe. Elle n'a pris aucune mesure pour vérifier les informations contenues dans ce document et n'a aucune responsabilité à cet égard. Le produit financier concerné par ce document peut être illiquide et/ou soumis à des restrictions de revente. Les acheteurs potentiels doivent effectuer leur propre due diligence du produit financier. En cas d'incompréhension du contenu de ce document, veuillez consulter un conseiller financier agréé. Aucune transaction ne sera réalisée au Moyen-Orient et toute demande doit être adressée à Janus Henderson. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

En dehors des États-Unis : À l'usage exclusif des investisseurs institutionnels, professionnels, qualifiés et avertis, des distributeurs qualifiés, des investisseurs et des clients wholesale, tels que définis par le territoire applicable. Document non destiné à être communiqué ou distribué au grand public. Communication à caractère promotionnel.

Janus Henderson est une marque déposée de Janus Henderson Group plc ou de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.