



La macro conta anche per i mercati azionari

Come investire nei mercati azionari più volatili?

Abstract

- Rilocalizzazione e ritorno dell'inflazione segnano la fine dell'eccezione dei tassi zero. Sebbene permangano prospettive di rendimento solido delle azioni, il costo del rischio è aumentato in modo duraturo e la protezione offerta dalle obbligazioni è più aleatoria. Pertanto, l'interesse direzionale per l'asset class è diminuito.
- D'altra parte, la straordinaria dispersione settoriale in Europa offre buone opportunità.
- I settori del Lusso e della Tecnologia, i cui utili sono stati promossi dalla globalizzazione e dai tassi zero e le cui quotazioni sono state sostenute dagli investitori, hanno triplicato o quadruplicato i profitti dal 2010 mentre la loro valutazione è raddoppiata.
- Al contrario, la crescente pressione delle normative e l'orientamento degli investimenti verso la transizione energetica hanno sottratto capitali a certi settori ciclici, come banche, case automobilistiche, energia e risorse naturali, determinando una forte svalutazione.
- Le condizioni alla base di tale eccesso sono radicalmente cambiate. Il rimpatrio di certe produzioni strategiche e il ritorno dell'inflazione nell'equazione delle banche centrali stanno invertendo i fattori in modo duraturo. Il divario di valutazione è destinato a colmarsi.
- Lusso e Tecnologia sono rientrati nei ranghi, mostrando più volatilità e performance azzerate negli ultimi 3 anni. Invece, i settori ciclici svalutati continuano a essere ampiamente ignorati dagli investitori, sebbene offrano solide performance, rischi minimi e bassa correlazione con gli asset rischiosi.
- Queste caratteristiche, che uniscono azioni e obbligazioni, li rendono asset di elezione in un contesto di asset allocation tornato a essere più volatile.

Volatilità e inflazione: la nuova realtà dei mercati azionari

Le azioni hanno attraversato un periodo d'oro negli ultimi 15 anni, con la fine della grande crisi. Sotto l'impulso dell'espansione del commercio mondiale e di politiche monetarie estremamente accomodanti, hanno registrato rendimenti dell'8,5% all'anno in Europa, ossia 4 volte superiori all'inflazione, e del 14% negli Stati Uniti, con una volatilità quasi a livelli obbligazionari e banche centrali pronte a intervenire per un nonnulla. Una situazione così ideale si era vista in rarissime occasioni e mai per così tanto tempo.

Eppure, pur essendo cari, i mercati non sono in bolla e i *fundamentals* – elevati margini aziendali, domanda globale sempre stabile, assenza di squilibri del settore privato – si mantengono solidi. Indicizzate alla crescita nominale, le azioni sono, inoltre, relativamente immuni al rischio dell'inflazione. All'inizio di un ciclo generale di calo dei tassi di interesse, le prospettive di rendimento restano attrattive.

Ma il costo del rischio delle azioni è aumentato. Oltre a essere più costose, soprattutto negli Stati Uniti, sono diventate intrinsecamente più rischiose. Sono anche tornate a essere molto frequentemente volatili. La crisi del Covid non è stato un semplice incidente di percorso.

Se lo shock era per sua natura imprevedibile, le condizioni che ne hanno determinato l'impatto sul mercato sono tuttora presenti. La pressione della volatilità giornaliera colpisce una crescente maggioranza di investitori e la natura standardizzata del fenomeno comporta inevitabilmente una concentrazione dei flussi che non può essere assorbita dalla scarsa intermediazione bancaria, mentre il trasferimento di capitali alla gestione passiva non fa altro che amplificare il fenomeno. **Finché permarranno queste condizioni, il rischio di forti turbolenze resterà elevato.**

La crisi del Covid ci aiuta a capire il fenomeno. Se lo shock iniziale ha giustificato gli interventi correttivi, le prime reazioni delle banche centrali – riduzione dei tassi, riscatto di asset – erano sufficienti per evitare il fallimento delle

aziende e ridare stabilità all'economia. Come avevamo scritto all'epoca, interruzione, non distruzione, con il corollario di una rapida ripresa economica subito dopo la riapertura. Il mercato avrebbe dovuto recepire questi *fundamentals*.

Ma, nonostante la buona terapia, il malato ha continuato a farsi prendere dal panico sotto la pressione dei modelli di rischio e l'atteggiamento delle banche, che si erano messe sulla difensiva non essendo pronte ad assumersi il rischio al suo posto.

È stato necessario che la *Federal Reserve* aggiungesse "illimitato" al suo sostegno affinché il mercato si stabilizzasse, due settimane dopo e con un calo del 15%. Una volta superata la soglia critica della volatilità, la ripresa dell'economia reale non basta più a contenere la spirale meccanica dei flussi in uscita. Ci vuole un intervento esterno, illimitato.

Benché ci siamo lasciati la crisi alle spalle, le condizioni di questo meccanismo si fanno ancora sentire. Anche di più, in quanto **il ritorno dell'inflazione provocato dalla massiccia iniezione di liquidità nell'economia obbliga ora le banche centrali a portare avanti una gestione simmetrica del loro mandato.**

Considerando i bilanci del settore privato e il rischio di recrudescenza dell'inflazione, questa simmetria è destinata a durare almeno qualche anno. Il settore privato non mostra più squilibri tali da mettere in ginocchio il sistema. L'indebitamento delle famiglie e delle imprese è ai livelli più bassi degli ultimi 20 anni sia negli Stati Uniti che in Europa (grafico 1). Il costo di questo debito resta modesto, nonostante l'aumento dei tassi di interesse (grafico 2). I mercati azionari e immobiliari, talvolta cari, sono lungi dall'essere speculativi. Il bisogno dei tassi zero è scomparso per un po'.

Dall'altro lato della medaglia, l'inflazione ha tirato fuori gli artigiani per 2 anni. Consentire l'emergere di una seconda ondata non farebbe che amplificarne gli effetti: previsioni degli

USA e UE: Indebitamento delle famiglie

Percentuale del PIL

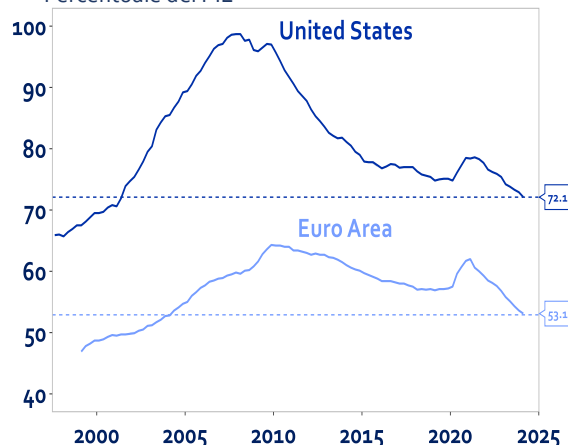


Grafico 1 (fonti: H2O AM, Macrobond (T1 2024))

USA: Rapporto del servizio del debito delle famiglie

Percentuale del reddito disponibile

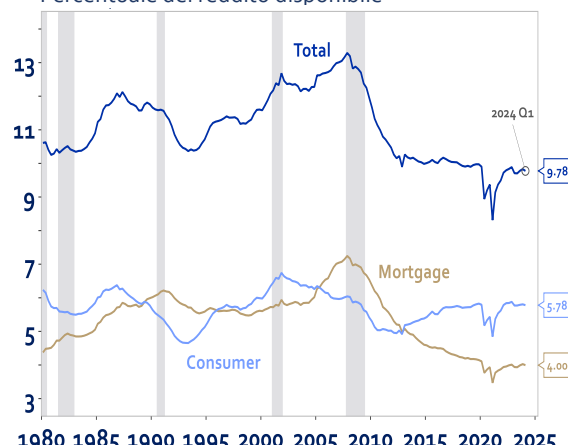


Grafico 2 (fonti: H2O AM, Macrobond (TQ1 2024))

agenti radicate a lungo termine, corsa al mantenimento dei profitti che alimenta l'accelerazione del ciclo prezzi-salari, tassi più alti rispetto all'inizio. Diventerebbe molto più complessa da tenere sotto controllo. Per le banche centrali correre questo rischio è fuori discussione. Non possono più garantire sistematicamente un sostegno incondizionato alla crescita e, di conseguenza, ai mercati.

Con due variabili non sempre ben sincronizzate, l'azione delle banche centrali diventa più imprevedibile. Cresce il rischio di stop-and-go monetario e non è più possibile garantire sistematicamente l'economia e i mercati. Il put delle banche centrali appartiene ormai al passato (si veda il box sottostante).

Infine, il ritorno dell'inflazione rende più aleatoria la protezione offerta dalle obbligazioni. La loro correlazione con le azioni, negativa nei periodi di bassa inflazione, è ora più instabile. E sarà così finché l'inflazione costituirà un pericolo. In questo contesto, è difficile contare con certezza sulle virtù di un asset allocation che unisca le due asset class.

Niente protezione e finanziamenti più costosi in un mercato a sua volta più caro uguale maggiore volatilità. Le correzioni di mercato continueranno a essere frequenti, talvolta aggressive, spesso sconnesse dalla realtà economica, come si è già visto negli ultimi tre anni. La volatilità indotta dal Covid è destinata a durare nel tempo (grafico 3). In un tale contesto, è difficile navigare a vele spiegate stando sdraiati sul ponte.

Sono molti gli investitori sensibili alla volatilità giornaliera che sono costretti a uscire ogniqualvolta arriva una grossa ondata, potendo poi reinvestire di tanto in tanto, una volta tornata la calma, spesso a livelli discutibili; quelli meno sensibili sono delusi dal minor equilibrio della loro asset allocation. A meno che si sviluppi un'improbabile maggior tolleranza alla volatilità, la quota azionaria nelle allocazioni è tendenzialmente destinata a diminuire (grafico 4).

"Niente protezione e finanziamenti più costosi in un mercato a sua volta più caro uguale maggiore volatilità"

S&P 500: Performance e Volatilità

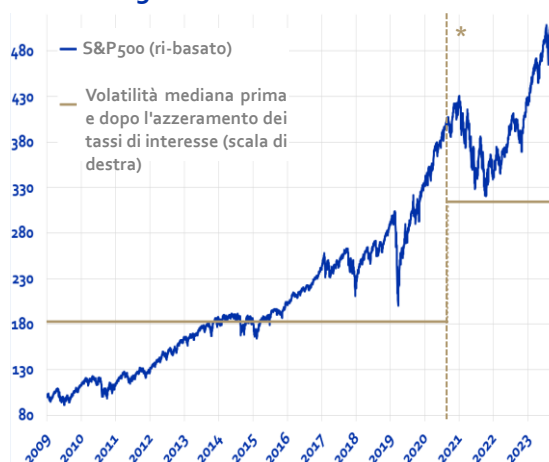


Grafico 3 (Fonti: H2O AM, Bloomberg (S1 2024))

* Annuncio della normalizzazione dei tassi d'interesse e dell'inasprimento quantitativo (Jackson Hole)

60/40 Allocazione: Volatilità and Correlazione

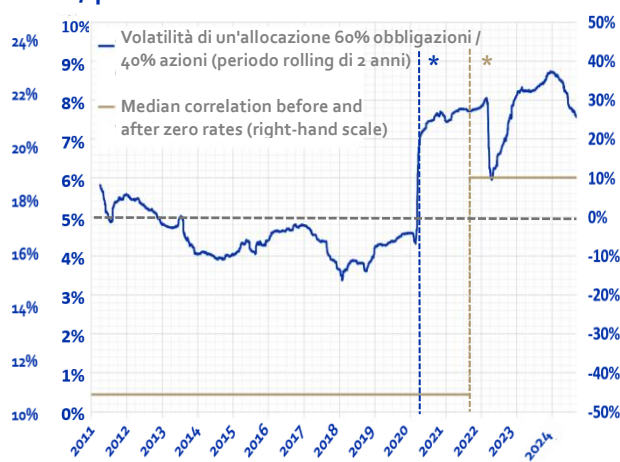


Grafico 4 (fonti: H2O AM, Bloomberg (S1 2024))

* Shock Covid, con volatilità persistente

* Fine dei tassi di interesse zero

Il Put delle banche centrali

Si riferisce alla convinzione comune secondo cui le banche centrali intervengano con gli strumenti a loro disposizione per proteggere il mercato quando i prezzi degli asset crollano troppo velocemente, impedendo così che si inneschi una spirale al ribasso che potrebbe nuocere agli operatori del mercato e, in fin dei conti, all'economia nel suo complesso. Quest'idea è generalmente associata a: i) l'intervento della Federal Reserve nella crisi finanziaria (2008-09), ii) l'intervento della Banca Centrale Europea in occasione della crisi di indebitamento dell'eurozona (2012), iii) o, più di recente, quello di tutte le banche centrali durante la crisi del Covid (2020-21).

Il termine put fa riferimento ai contratti di opzione put che danno al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di vendere il titolo sottostante a un prezzo predeterminato, offrendogli così protezione in caso di ribasso. Sebbene questa forma di assicurazione tacitamente offerta agli investitori non sia scomparsa, non è comunque più garantita a causa del ritorno dell'inflazione al centro delle considerazioni delle banche centrali nella gestione del rischio.

Sfruttare la straordinaria dispersione settoriale in Europa

Se la direzione intrapresa è meno netta e più costosa in termini di rischio, il decennio dell'eterodossia monetaria ha portato alla luce buone opportunità settoriali. Non si erano mai visti livelli così elevati di dispersione in Europa, dove il rapporto tra i settori più costosi e quelli meno costosi può essere di oltre 6 volte, contro 2-3 volte in regime corrente (grafico 5). Con la fine dei tassi zero, la dispersione è destinata a riassorbirsi e ci sono già occasioni da cogliere. A tale scopo, è necessario capire le origini della dispersione.

A. Politiche Monetarie Accomodanti

Con riferimento ai vincitori, i tassi zero e la globalizzazione hanno favorito lo sviluppo di player mondiali che si sono portati a casa tutta la vincita. Gli Stati Uniti sono stati i primi a entrare nel gioco dei tassi zero e, avendo un'economia a scarsa intermediazione, hanno potuto approfittarne prima e più degli altri. Il denaro gratuito su un mercato dei capitali accessibile e attrattivo per gli investitori ha permesso loro di conquistare tutti i nuovi settori: auto elettriche con Tesla, nuovi media con Facebook e Netflix, intelligenza artificiale con Nvidia, per citarne solo alcuni. Grazie ai tassi zero, i leader, nuovi o già affermati, hanno potuto proteggere la loro posizione acquisendo i competitor ed effettuando investimenti in attività di ricerca poco rischiosi in quanto finanziati a tassi zero. I tassi zero hanno, inoltre, comportato l'accelerazione dell'innovazione negli Stati Uniti. L'Europa, con alti livelli di intermediazione e un mercato di capitali sottosviluppato, non aveva nessuna possibilità di vincere a questo gioco.

B. Globalisation

Il Vecchio Continente ha colto più le opportunità della globalizzazione. Con l'accelerazione del commercio mondiale è emerso un nuovo consumatore che, essendosi arricchito rapidamente, aspira al riconoscimento sociale. Poco sensibile ai prezzi, afferma la sua posizione con l'ostentazione dei brand e il settore del

lusso ha saputo approfittarne aumentando i volumi. Invece, altri settori caratterizzati da marchi noti, come, ad esempio, tecnologia e sportswear, hanno colto l'occasione per incrementare i margini.

L'esclusività non ha prezzo e alimenta margini più alti che mai. Dal 2010, gli utili del settore della tecnologia si sono quadruplicati e quelli del lusso più che triplicati. Nel frattempo, tutti gli altri settori hanno registrato un aumento degli utili di poco superiori all'inflazione.

Gli investitori, che a loro volta hanno beneficiato della globalizzazione e del denaro gratuito, hanno amplificato il fenomeno offrendo un costante sostegno di capitali. Dal 2010, il valore dei titoli tecnologici si è moltiplicato quasi per 8, quello del Lusso per 6, con una crescita dei profitti raddoppiata. Quando le banche centrali hanno annunciato la fine dei tassi zero a causa dell'inflazione nel 2021, questi due settori si sono ritrovati a pagarsi più di 40 volte i profitti annui (grafico 6).

C. La Normativa

Al contrario, ci sono settori che non hanno tratto vantaggi dai tassi zero e hanno sofferto per la repressione finanziaria che ha fatto seguito alla grande crisi del 2008.

L'esempio più lampante sono le banche: all'inizio della grande crisi finanziaria, si sono viste imporre forti vincoli alle loro attività. Maggiore trasparenza, concentrazione del settore, patrimonio netto più che raddoppiato hanno considerevolmente migliorato la solidità del sistema, a prezzo di una pressione sui profitti ulteriormente amplificata dai tassi zero. Tra il 2010 e il 2021, si è registrato un calo del 40% degli utili. Come per altri settori, la pressione normativa ha inciso anche sulle passività delle banche incentivando gli investitori a spostarsi verso collocamenti meno volatili.

Dispersione settoriale del mercato europeo*

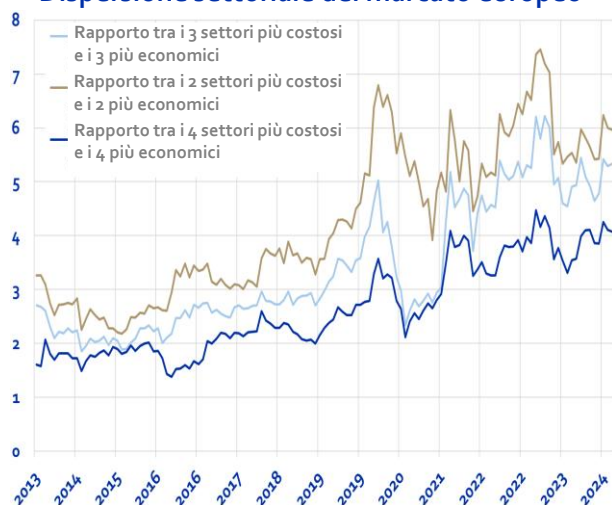


Grafico 5 (fonti: H2O AM, Bloomberg (H1 2024))

*Calculation method: The ratio of the average P/E of the most expensive sectors to the average P/E of the least expensive sectors. A company's P/E (Price Earnings) ratio corresponds to the market value of the share divided by its EPS (Earnings Per Share).

L'indicizzazione della misurazione del rischio sulla volatilità li ha resi più sensibili alle variazioni giornaliere. La standardizzazione in tutta l'industria finanziaria ha uniformato i comportamenti, causando regolarmente la concentrazione dei flussi e degli ammanchi di liquidità (cfr. [nota d'H2O AM sulla meccanizzazione dei mercati](#)). I settori più ciclici, e quindi più volatili per natura, si sono ritrovati a corto di capitali. La presenza di banche, case automobilistiche, risorse naturali ed energia è stata progressivamente ridotta, se non addirittura estromessa dalle allocazioni perché considerate troppo "costose" per i modelli di rischio.

Il dirigismo economico ha accentuato il fenomeno. L'orientamento dei capitali, incentivato o obbligato, verso gli investimenti socialmente responsabili (ISR) ha penalizzato molti titoli ciclici, spesso poco compatibili con gli obiettivi ambientali. Tecnologia e Lusso ne hanno approfittato, con un effetto di spiazzamento.

Il dirigismo e la normativa hanno inciso sulle valutazioni. Nel 2021, i settori quotati più economici, tutti ciclici, hanno reso in media 2 volte meno rispetto al 2010 (grafico 8).

Dispersione settoriale in Europa

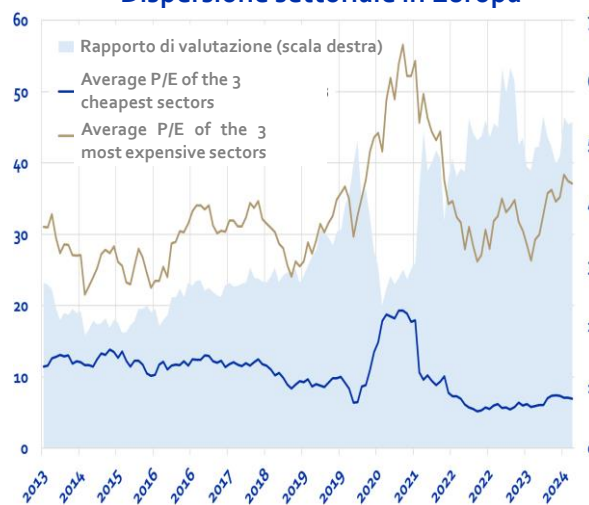


Grafico 6 (fonti: H2O AM, Bloomberg (H1 2024))

Ma l'ambiente era profondamente cambiato. Nel 2017 parte un movimento strategico di rilocalizzazione sotto l'impulso della Presidenza Trump, amplificato dalla crisi del Covid e dalle preoccupazioni derivanti sulla sicurezza e sull'autonomia medica. Da allora, il commercio mondiale subisce una battuta d'arresto (grafico 7). Sulla scia di questa crisi, i regolatori sospendono la politica repressiva e cominciano ad allentare alcuni vincoli, in particolare, per le banche, per migliorare la trasmissione monetaria. Un anno dopo, nell'agosto del 2021, la *Federal Reserve* americana prende atto della persistenza dell'inflazione e annuncia un ciclo di rialzo dei tassi interesse che trova seguito un po' ovunque.

Volume di commercio mondiale

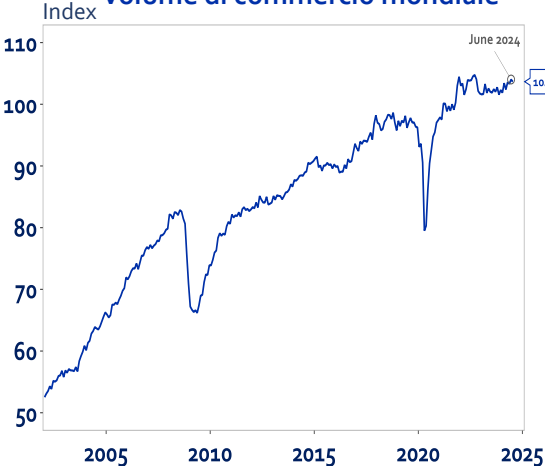


Grafico 7 (fonti: H2O AM, Macrobond (giugno 2024))

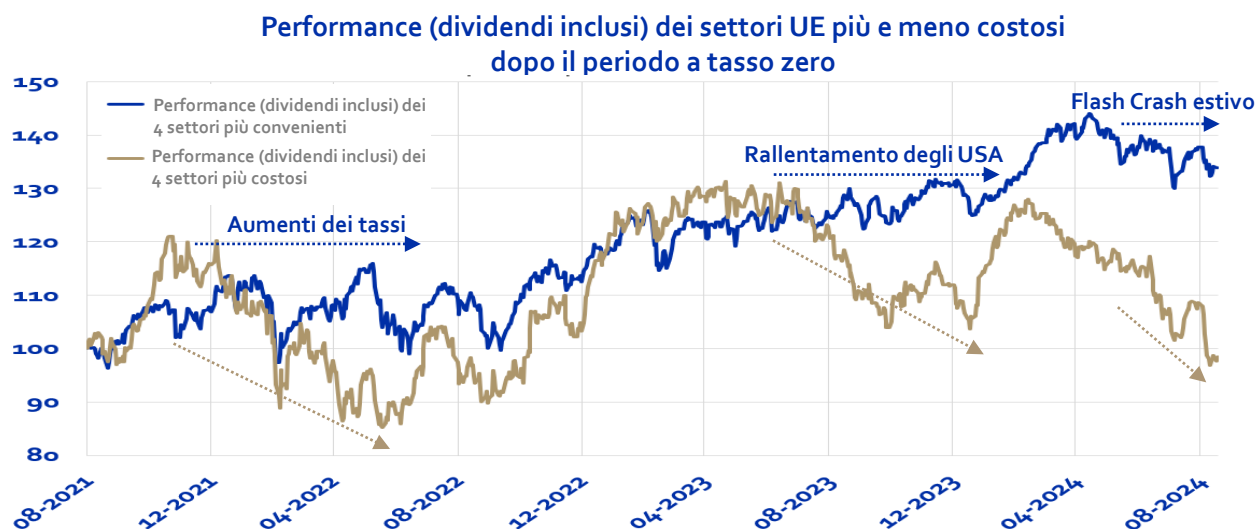


Grafico 8 (fonti: H2O AM, Bloomberg (Agosto 2024))

I 3 fattori del grande divario di valutazione – globalizzazione, normativa, politica monetaria estremamente accomodante – si invertono. Si rimescolano le carte e le valutazioni settoriali tendono a convergere.

I settori del Lusso e della Tecnologia, in grado di imporre i loro margini e di esportare a costi inferiori, avevano tratto ampiamente vantaggio dalla globalizzazione.

La rilocalizzazione e il protezionismo ivi associato riducono le loro prospettive. In Asia, i volumi del settore del Lusso ristagnano, mentre la tecnologia è progressivamente sostituita dai competitor locali. Il mercato si mantiene inizialmente fiducioso, ma cede con l'arrivo dell'inflazione e l'annuncio dei primi rialzi dei tassi. Dopo anni di rettilineo arriva la svolta dell'incertezza e non è più possibile prolungare la tendenza. Si innesca la spirale meccanica della volatilità/riduzione, con gli investitori costretti a uscire a causa del vincolo della misurazione del rischio, mentre le valutazioni crollano, nonostante i profitti continuino a crescere. In un mercato reso meccanico dalla normativa, una semplice inflessione della dinamica dei profitti è bastata per cambiare il corso della storia. Da allora la performance è scesa a zero (grafico 8). Al contrario, i settori ciclici più svalutati – banche, case automobilistiche, energia, risorse naturali – traggono vantaggio dal nuovo ambiente. Pur essendo esposti all'aumento dei tassi di interesse.

Lo stesso discorso vale anche per il settore dell'energia. Le banche hanno ridotto la leva finanziaria, più che dimezzata a perimetro costante, si sono organizzate in raggruppamenti nei Paesi più frammentati e hanno razionalizzato i franchising meno redditizi. I player più grandi hanno assorbito i più piccoli, meno redditizi, oppure si sono fusi per condividere i costi e diversificare le attività, come Stellantis nel 2021. **Questi settori, più pronti, sono meno colpiti dalla rilocalizzazione e dal ritorno all'ortodossia monetaria.**

Per quanto attiene alle passività, gli investitori si erano talmente disimpegnati nel decennio precedente che il rischio di liquidazione è sostanzialmente scomparso. La volatilità giornaliera dei settori ciclici svalutati si mantiene elevata in presenza di scarsa liquidità, ma per periodi molto più brevi e meno correlati al mercato nel suo complesso. Inoltre, la svalutazione è tale che, oggi, le aziende scelgono di riacquistare le proprie azioni, introducendo un investitore solido nel sistema e riducendo pertanto il rischio di una correlazione duratura. Il put delle banche centrali, favorevole al mercato e ai vincitori dei tassi zero, è sostituito dal put delle aziende svalutate, che trovano proprio nelle svalutazioni il mezzo di ridurre il costo del capitale e migliorare gli utili, proprio come fanno le banche che acquistano i loro titoli con uno sconto di oltre il 40% sul valore delle attività sottostanti.

I settori svalutati risultano così più protetti dal ciclo economico. La ristrutturazione a cui sono stati sottoposti ha permesso loro di resistere al violento ciclo di rialzo dei tassi nel 2022 e al rischio di recessione che il mercato ha temuto a fine 2023. Più di recente, il basso livello di quote detenute dagli investitori sensibili alla volatilità e i programmi di riacquisto di azioni hanno evitato il peggio, lo scorso agosto, quando si è verificato il flash crash del Nasdaq.

La volatilità giornaliera dei settori ciclici svalutati continua a essere elevata, ma il rischio è nettamente diminuito (grafico 8).

L'ambiente economico ci dice che sarà così ancora per qualche anno. Il rischio geopolitico, il cambiamento climatico, la guerra strategica tra Stati Uniti e Cina, la mancanza di manodopera qualificata sono tutte fonti di inflazione che non permetteranno di tornare ai tassi zero per tanto tempo e, comunque, non per lunghi periodi.

Le politiche di tutti gli schieramenti e di tutti i Paesi si dichiarano fermamente risolte a portare avanti l'impegno per la reindustrializzazione e la conseguente rilocalizzazione. Il commercio mondiale non

dovrebbe riprendere ad accelerare per un po' di tempo. Infine, il sistema finanziario è stato risanato e gli eccessi normativi cominciano a mostrare effetti perversi. È poco probabile che le autorità riprendano la strada di politiche repressive. Ci siamo lasciati alle spalle l'eccezione del periodo 2010-2020.

Ma se i vincitori del decennio dei tassi zero sono scesi dal carro, i settori ciclici svalutati restano più convenienti che mai. Le scarse prospettive di profitto non interessano a chi investe in azioni, mentre gli obbligazionisti non vi hanno accesso e devono optare preferibilmente per titoli ibridi, obbligazioni convertibili, Additional Tiers 1 e coco bonds, seppur più costosi e non necessariamente meno rischiosi¹. Ma tanto meglio! In attesa di ipotetiche plusvalenze dovute al ritorno degli investitori, offrono un rendimento di oltre 7 punti superiore a quello monetario, un rischio ragionevole e una scarsa correlazione con il mercato. Sappiamo che la combinazione azioni / obbligazioni è resa più rischiosa dall'instabilità della correlazione. Una semplice allocazione nei settori ciclici svalutati consente di ritrovare le qualità su cui si fondava il loro valore (grafici 9 e 10). E sarà così finché il mercato si rifiuterà, per costrizione o per pigrizia, di rivolgere il suo interesse a questi settori.

Settori ciclici sottovalutati e asset allocation durante/dopo il tasso di interesse zero



Grafico 9 & 10 (fonti: H2O AM, Bloomberg (Agosto 2024))

¹ Il fallimento del Crédit Suisse nel marzo del 2023 crea un utile precedente. Cosa mai accaduta prima, i detentori di debiti ibridi si sono visti azzerare completamente il credito, sebbene senior alle azioni, mentre i titoli dei detentori di azioni sono stati ripresi dall'acquirente UBS.

Pubblicato a Londra, ottobre 2024

Esclusione di responsabilità:

Il presente documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non costituisce una consulenza, un'offerta o un invito da parte di o su incarico di H2O AM ad acquistare o vendere titoli, strumenti finanziari correlati o altri prodotti, o a partecipare a strategie di trading nelle diverse giurisdizioni. Il presente documento è destinato ai clienti professionali ai sensi della Direttiva MiFID. Non può essere utilizzato per scopi diversi da quelli a cui è destinato e non può essere riprodotto, diffuso o comunicato a terzi, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto di H2O Asset Management.

Questa presentazione è stata ideata e realizzata da H2O Asset Management che ha utilizzato fonti ritenute affidabili. H2O Asset Management non potrà essere ritenuta responsabile di decisioni prese o non prese sulla base delle informazioni contenute nel presente documento, né per l'uso che ne potrebbe fare una terza parte. Le analisi e le opinioni contenute nel presente documento rappresentano il punto di vista dell'autore o degli autori citati alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. Non vi è alcuna garanzia che gli sviluppi futuri corrispondano a quelli anticipati nel presente documento.

Prima di investire in un prodotto, l'investitore deve comprendere appieno i rischi, compresi gli eventuali rischi di mercato associati all'emittente, i meriti finanziari e l'idoneità di tali prodotti e consultarsi con i propri consulenti legali, fiscali, finanziari e contabili prima di prendere una decisione in materia di investimento. L'investitore deve comprendere appieno le caratteristiche dell'operazione e, in assenza di disposizioni contrarie, deve essere finanziariamente in grado di sopportare la perdita del suo investimento ed essere disposto ad accettare tale rischio. L'investitore deve essere consapevole che il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono diminuire o aumentare e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Eventuali investimenti in uno dei prodotti descritti sono soggetti alla preventiva lettura e comprensione della documentazione del prodotto, in particolare quella che descrive in dettaglio i diritti e i doveri degli investitori e i rischi inerenti all'investimento in tali prodotti.

La documentazione legale e regolamentare dei fondi gestiti da H2O AM è disponibile gratuitamente sul sito web h2o-am.com. Il Gruppo H2O Asset Management Group comprende le seguenti entità:

H2O Asset Management L.L.P. Che è una società di gestione degli investimenti autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") e registrata al numero 529105. H2O Asset Management L.L.P. è registrata nell'English Companies Registry al numero OC356207. Il registro FCA può essere consultato sul sito <http://www.fca.org.uk/>. Nome della società e sede legale: H2O Asset Management L.L.P. 33 Cavendish Square, 6th Floor, London W1G 0PW, United Kingdom. Numero della società: OC356207.

H2O Asset Management Europe è una società di asset management autorizzata e regolamentata dall'Autorité des marchés financiers (AMF) con il numero GP-19000011. Il registro AMF può essere consultato sul sito <https://www.amf-france.org>. Nome della società e sede legale: H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Parigi, Francia. Numero della società: RCS Paris n° 843 082 538.

H2O Monaco SAM è autorizzata e regolamentata dalla Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF SAF 2017-04). Nome della società e sede legale: H2O Monaco SAM, 24 bd Princesse Charlotte 98000 Monaco. Numero della società: (RCI) 17So7498.