



**Louis Citroen**  
Analista/Gestore,  
Strategia azionaria USA di Comgest



**Justin Streeter**  
Analista/Gestore,  
Strategia azionaria USA di Comgest

## AZIONI USA

### CHI “VINCE PRENDE TUTTO” SUL MERCATO STATUNITENSE?

Nel panorama in continua evoluzione dell'economia americana il concetto “chi vince prende tutto” è stato oggetto di dibattito considerevole. Sebbene il numero di società negli Stati Uniti sia cresciuto del 50% negli ultimi 30 anni, la loro crescita non è stata uguale. Ciò può essere chiaramente osservato nell'andamento dei cosiddetti “Magnifici sette”, che dominano il mercato statunitense e sono stati protagonisti di molte delle notizie del 2023 riguardanti gli investimenti. Come illustra la *figura 1*, dagli anni '30, la quota dell'economia statunitense detenuta dalle imprese migliori (0,1%) è salita a circa l'87%, dal 47%.<sup>1</sup>



Il termine “Magnifici sette” si riferisce alle seguenti società: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla.

Tuttavia, vi sono molte altre società dinamiche da ricercare nel mercato statunitense e nella strategia azionaria USA di Comgest. Per Comgest, una caratteristica chiave della “qualità” delle società in portafoglio è la crescita visibile: i loro modelli di business sono solidi e stabili, con vantaggi competitivi e riconoscimento del marchio. Un modo per determinare se una società soddisfa i nostri criteri rigorosi è attraverso la nostra curva a S del *quality growth*, che ci consente di giudicare le società in termini di scadenza e rischio competitivo, che si riduce man mano che una società matura. Nel corso dei nostri anni di ricerca, tre importanti società in franchising – Eli Lilly, Microsoft e Cintas – hanno resistito a lungo ai nuovi attori del mercato.

### NON TUTTA LA CRESCITA È UGUALE

**Figura 1. Quota di attivi USA detenuta dalle migliori società (0,1%)**



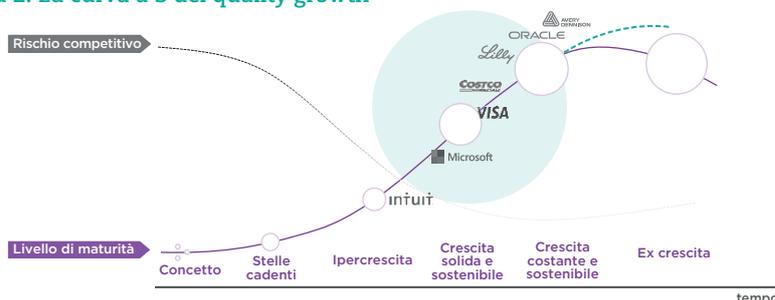
Fonte: Chicago Booth Review, “Rising Corporate Concentration Continues a 100-Year Trend”.

Nel mercato statunitense, alcune società registrano un successo esponenziale e dominano i loro settori, mentre altre faticano a prendere piede. Fattori quali l'innovazione, l'adattabilità e le dinamiche di mercato svolgono ruoli cruciali nel determinare la traiettoria di un'azienda.

Un esempio che esemplifica la natura dinamica della crescita è il gigante farmaceutico Eli Lilly, che abbiamo detenuto dal 2015. Fondata nel 1876, la società ha sviluppato insulina per trattare il diabete nel 1923 ed è rimasta un attore attivo nel settore farmaceutico innovando e adattandosi costantemente ai cambiamenti delle esigenze del mercato o dei pazienti.

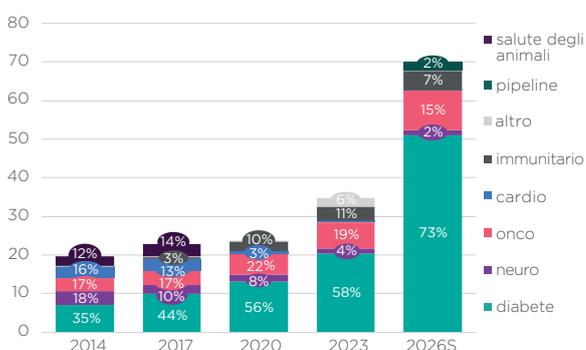
<sup>1</sup> Jacobs, Rose. *Rising Corporate Concentration Continues a 100-Year Trend (L'aumento della concentrazione societaria segue una tendenza a 100 anni)*, Chicago Booth Review, 15-Ago-2022.

Figura 2. La curva a S del quality growth



Le dimensioni delle bolle corrispondono a quelle delle aziende. Solo a scopo illustrativo. I titoli sopra menzionati hanno finalità puramente informative, sono soggetti a modifiche e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita dei titoli stessi. I titoli trattati nel presente documento potrebbero non essere detenuti in portafoglio al momento della ricezione di questa presentazione.

Figura 3. Ripartizione dei ricavi (\$ mld e %)



Fonte: Eli Lilly, Comgest, dati al 31 dicembre 2023. I titoli trattati nel presente documento potrebbero non essere detenuti in portafoglio al momento della ricezione di questa presentazione. I titoli menzionati hanno finalità puramente informative, sono soggetti a modifiche e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita dei titoli stessi. Qualsiasi previsione, proiezione od obiettivo è fornito solo a titolo indicativo e non è in alcun modo garantito.

Figura 4. Microsoft: l'investimento in R&S/in conto capitale ha dato i suoi frutti



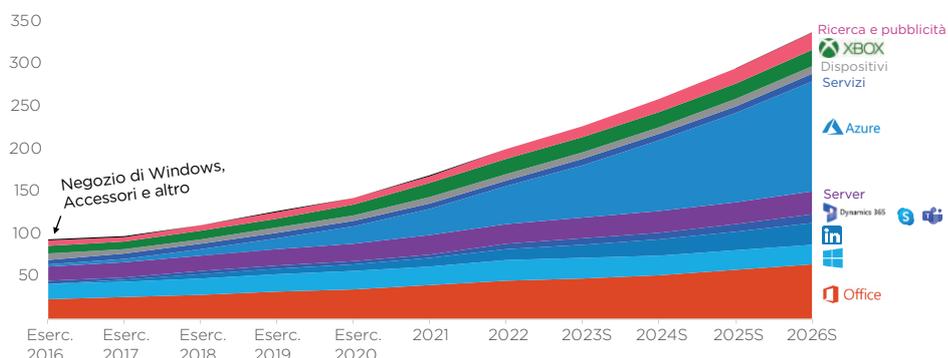
Fonte: Stime Corporate Filings e Comgest. I dati si riferiscono alla fine dell'anno, tranne se diversamente specificato. Solo a scopo illustrativo. I titoli trattati nel presente documento potrebbero non essere detenuti in portafoglio al momento della ricezione di questa presentazione. I titoli menzionati hanno finalità puramente informative, sono soggetti a modifiche e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita dei titoli stessi. Qualsiasi previsione, proiezione od obiettivo, ove previsto, è fornito solo a titolo indicativo e non è in alcun modo garantito.

Il successo dell'azienda può essere attribuito anche ai suoi elevati investimenti in ricerca e sviluppo, che hanno portato a prodotti farmaceutici innovativi volti a trattare una vasta gamma di problemi sanitari, come illustra la figura 3. Il mondo è alle prese con una crescente diffusione dell'obesità che tocca il 40% della popolazione americana, per questo Eli Lilly potrebbe trarre beneficio dal suo duopolio con Novo Nordisk nella promettente area di trattamento GLP-1. A novembre, la FDA ha approvato l'ultimo farmaco per l'obesità di Eli Lilly, Zepbound, che entrerà in concorrenza diretta con Wegovy, il popolare marchio di Novo Nordisk.<sup>2</sup>

Nel settore della tecnologia, Microsoft è cresciuta dalle sue radici nel 1975 fino a diventare una forza dominante nella fornitura di un'ampia gamma di soluzioni e servizi software. Il successo di questa società lungimirante può essere attribuito ai suoi continui investimenti in R&S e in conto capitale, che si stima ammontino a circa \$70 miliardi ciascuno per il 2024, e al riconoscimento del marchio con fidelizzazione del cliente.

I prodotti di base Office e Windows di Microsoft restano lo standard del settore per i personal computer, consolidando la posizione della società come leader del comparto. In base alla nostra curva a S, vedi figura 2, Microsoft è un'azienda matura, motivo per cui la deteniamo dal 2009. Ciò che rende Microsoft entusiasmante da una prospettiva *quality growth*, è la sua capacità di innovare e adattarsi continuamente per soddisfare le nuove esigenze dei propri clienti e di espandersi in settori tecnologici adiacenti come il gaming o i social media, come evidenziato dalla figura 5. La società non si riposa certo sugli allori: la promettente storia di crescita di Microsoft è particolarmente forte nel

<sup>2</sup> <https://www.nytimes.com/2023/11/08/health/fda-tirzepatide-obesity-zepbound-wegovy.html>

**Figura 5. Microsoft: Vendite per area prodotto (2016-2026s; \$ mld)**


Fonte: Stime Corporate Filings e Comgest. I dati si riferiscono alla fine dell'anno, tranne se diversamente specificato. Solo a scopo illustrativo. I titoli trattati nel presente documento potrebbero non essere detenuti in portafoglio al momento della ricezione di questa presentazione. I titoli menzionati hanno finalità puramente informative, sono soggetti a modifiche e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita dei titoli stessi. Qualsiasi previsione, proiezione od obiettivo, ove previsto, è fornito solo a titolo indicativo e non è in alcun modo garantito.

cloud computing (Azure), dove ora compete con Amazon, pioniere in quest'area.<sup>3</sup> La traiettoria di crescita rimane solida, soprattutto dato che un terzo della popolazione mondiale non è ancora connesso a Internet.

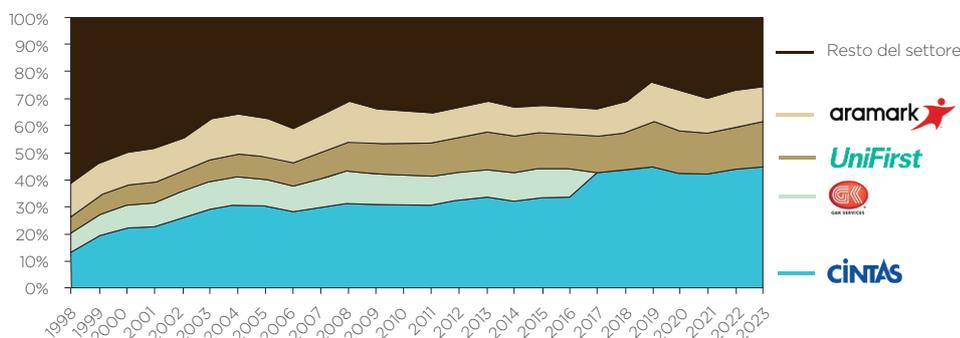
Cintas è una società a conduzione familiare centenaria, con sede a Cincinnati, le cui origini risiedono nel circo, chiuso dalla Grande Depressione. Nonostante la loro sfortuna, i fondatori Doc e Amelia Farmer videro un'opportunità di guadagno nei vecchi asciugamani gettati dalle fabbriche, che avrebbero poi riciclato e rivenduto alle aziende. Cintas, che rappresenta una posizione più recente nella strategia, da allora si è evoluta fino a diventare il leader statunitense, con una quota di mercato del 40%, per servizi di noleggio di uniformi, sviluppandosi in diverse aree come servizi infrastrutturali, prodotti per il pronto soccorso e di sicurezza.



Fonte: Sito web di Cintas, Doc e Amelia nei loro costumi da circo. Doc era un autoproclamato veterinario, un addestratore di animali e un trapezista. Amelia era la regina del circo.

Il successo di Cintas risiede nelle sue dimensioni e nella capacità di fornire servizi di pulizia che sono più economici persino se paragonati a quelli di una società che internalizza i costi di pulizia stessi. Essendo la più grande società del mercato, dispone della più ampia rete di servizi di consegna e di clienti, che le consente di generare ricavi e margini migliori. Cintas ha costruito un solido modello di business in cui ogni struttura opera come centro di profitto separato, incentivando i dipendenti attraverso un generoso programma di condivisione degli utili e della proprietà dell'azienda. Questa società fiorente continua a sottrarre quote di mercato ai concorrenti, come illustrato nella figura 6.

<sup>3</sup> <https://www.statista.com/chart/18819/worldwide-market-share-of-leading-cloud-infrastructure-service-providers/>

**Figura 6. Noleggio di uniformi – Quota di mercato stimata (Nord America)**


Fonte: Baird Equity Research, Ufficio del Censimento degli Stati Uniti d'America e dati societari. Nota: la quota di mercato globale presuppone che il mercato canadese abbia una dimensione del 10-15% rispetto a quello statunitense.

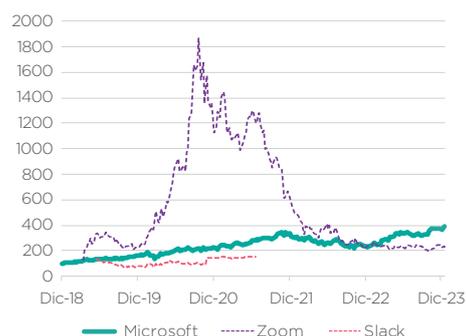
## POSIZIONE FORTE RISPETTO AI NUOVI ATTORI DEL MERCATO

Il tratto distintivo delle società all'interno del paradigma "chi vince prende tutto" è la loro capacità di resistere con forza ai nuovi attori del mercato. Questi leader del settore non solo si affermano come attori dominanti, ma creano anche formidabili barriere all'ingresso di potenziali concorrenti. Sebbene le strategie adottate da tali società possano variare, esse comportano in genere una combinazione di innovazione tecnologica, forza del marchio ed espansione in settori adiacenti.

Come attore principale nel settore farmaceutico, Eli Lilly contribuisce in modo significativo all'economia americana e all'ecosistema sanitario nazionale. Nonostante i rischi del settore farmaceutico associati ai cambiamenti normativi e alla volatilità del mercato, crediamo che i farmaci salvavita di Eli Lilly, presenti nelle aree del diabete e dell'obesità, che colpiscono ampiamente la popolazione americana, posizionino l'azienda come una potenza economica e un attore chiave nell'affrontare le sfide della salute pubblica.

L'influenza di Microsoft sull'economia americana è poliedrica in quanto i suoi prodotti e servizi sono parte integrante di vari settori, dai servizi di personal computing ai servizi di cloud. Con il suo modello "come servizio", Microsoft oggi sta alimentando la produttività per i clienti e le esigenze che prima non poteva soddisfare, dai lavoratori di prima linea ai pesanti carichi informatici di back-office.

La crescita di Cintas da piccola società a conduzione familiare a leader del settore dei servizi di noleggio di uniformi svolge un ruolo cruciale nel sostegno ad altre attività. Fornendo servizi essenziali come il noleggio delle uniformi, i servizi infrastrutturali e i prodotti di sicurezza, l'azienda contribuisce al regolare funzionamento di un'ampia gamma di settori. Il modello di business della società si è evoluto per combinare prodotti fisici e offerte di servizi, posizionando meglio i suoi vantaggi competitivi.

**Figura 7. Microsoft contro Zoom e Slack: performance relativa su 5 anni.**


Fonte: Factset, Comgest, dati al 31 dicembre 2023. I titoli sopra menzionati hanno finalità puramente informative, sono soggetti a modifiche e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita dei titoli stessi. I titoli trattati nel presente documento potrebbero non essere detenuti in portafoglio al momento della ricezione di questa presentazione.

## CONCLUSIONE

Il concetto di “chi vince prende tutto” vale per alcune società che non solo sono sopravvissute, ma hanno prosperato di fronte alla concorrenza. Le storie di Eli Lilly, Microsoft e Cintas evidenziano la natura sfaccettata del successo: un mix di innovazione, adattabilità e visione strategica.

Mentre società come i “Magnifici sette” dominano i rispettivi settori, il panorama non è del tutto privo di opportunità per i nuovi attori del mercato. La chiave sta nel capire che non tutta la crescita viene creata allo stesso modo. Il successo non consiste solo nell’entrare nel mercato, ma anche nell’evolversi continuamente per soddisfare le mutevoli esigenze dei consumatori.

**Grafico 8: Esposizione ai Magnifici sette: Strategia azionaria USA di Comgest rispetto all’Indice S&P 500**



Fonte: Dati e analisi finanziarie di Comgest/FactSet, salvo altrimenti indicato. Dati al 31 dicembre 2023, espressi in USD. Le performance passate non sono indicative di rendimenti futuri. Comgest gestisce un sistema di contributi buy-and-hold che effettua analisi basate sulle partecipazioni utilizzando le ponderazioni di inizio periodo dei titoli e i loro rendimenti per calcolare i contributi. I rendimenti non sono pertanto derivati dal rendimento effettivo del portafoglio e possono non essere riconciliati con il calcolo della performance basato sul valore patrimoniale netto (NAV). Il rendimento del prezzo è calcolato tenendo conto della data di entrata o di uscita di un titolo nel periodo, se pertinente.

Poiché gli investitori navigano nel mercato azionario, la performance di società come Eli Lilly, Microsoft e Cintas può fornire preziose informazioni. Il vincitore può conquistare una quota significativa, ma il mercato stesso rimane un ecosistema vivace in cui sia i nuovi che i vecchi attori possono lasciare il segno con la giusta miscela di innovazione e pensiero strategico.

Ecco perché il portafoglio Azioni USA di Comgest è investito in diversi settori e in una gamma di società a piccola, media e grande capitalizzazione che sostengono la crescita dell’economia statunitense. Come si vede nella figura 8, nell’arco di tre anni, la performance dei Magnifici sette è appena un quarto della nostra performance grazie alla diversificazione. Storicamente, è questa diversità che ci ha aiutato a ridurre la volatilità e a essere resilienti in un contesto di mercato volatile.

## RISCHI PRINCIPALI

- L’investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita di capitale.
- Il valore di tutti gli investimenti e del reddito da questi derivante è soggetto a oscillazioni al ribasso e al rialzo.
- Le variazioni dei tassi di cambio possono avere un impatto negativo sia sul valore dell’investimento, sia sul livello di reddito percepito.
- I portafogli Comgest investono in un numero limitato di titoli e, pertanto, possono comportare rischi più elevati rispetto ai portafogli con una maggiore diversificazione degli investimenti.

**Louis Citroën**

Analista/Gestore,  
Strategia azionaria USA di Comgest

**Louis Citroën** è entrato in Comgest nel 2019 ed è analista e gestore di portafoglio, specializzato in azioni USA. Citroën co-dirige la gestione della strategia azionaria USA e contribuisce fortemente alla generazione di idee, ricercando società statunitensi in un'ampia gamma di settori. Prima di entrare in Comgest, è stato per cinque anni analista azionario, occupandosi di titoli dei settori delle telecomunicazioni e dei media presso Arete Research a Londra. Citroën ha precedentemente lavorato dal 2011 come Small Cap Equity Analyst presso la Financière de l'Echiquier e ha iniziato la sua carriera nel 2009 come consulente di gestione presso Oliver Wyman a Parigi. Ha conseguito un master in gestione presso la ESCP Business School (Francia, Regno Unito, Germania) ed è analista finanziario certificato (CFA®).

**Justin Streeter**

Analista/Gestore,  
Strategia azionaria USA di Comgest

**Justin Streeter** è entrato in Comgest nel 2015 ed è analista e gestore di portafoglio, specializzato in azioni USA. Streeter co-dirige la gestione della strategia azionaria USA e contribuisce fortemente alla generazione di idee, ricercando società statunitensi in un'ampia gamma di settori. In passato ha lavorato presso J. P. Morgan a San Francisco nel 2013, come M&A Healthcare Analyst e, in precedenza, presso la sede londinese di J.P. Morgan ricopre un ruolo analogo. Streeter ha iniziato la sua carriera in Macquarie Capital Partners (Londra) e Société Générale (Parigi). Si è laureato alla Emlyon Business School (Francia) con un master in Management and Corporate Finance. È inoltre analista finanziario certificato (CFA®).

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

Il presente documento è rivolto soltanto agli investitori professionali/qualificati ed è a loro riservato.

### **Il presente documento non costituisce una consulenza di investimento**

Il presente commento ha scopo meramente informativo e non costituisce una consulenza in materia di investimenti. Non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto o un'offerta di vendita di un titolo. Non prende in considerazione gli obiettivi di investimento, le strategie, la situazione fiscale o l'orizzonte di investimento di un determinato investitore. È da considerarsi incompleto senza le informazioni fornite a voce dai rappresentanti di Comgest.

### **Il presente documento non è una raccomandazione di investimento**

Nessuna citazione di specifiche società deve essere considerata una raccomandazione di acquisto o vendita di un particolare titolo o investimento. Le società citate non rappresentano tutti gli investimenti passati. Non si deve presumere che gli investimenti citati siano stati o saranno redditizi, né che le raccomandazioni o le decisioni adottate in futuro saranno redditizie.

Comgest non fornisce consulenza fiscale o legale ai propri clienti e tutti gli investitori sono vivamente invitati a rivolgersi ai propri consulenti fiscali o legali in merito a qualsiasi potenziale investimento.

### **Il presente documento non è una ricerca in materia di investimenti**

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non consistono in una "ricerca in materia di investimenti" e sono classificate come "comunicazione di marketing" ai sensi della direttiva MIFID II. Ciò significa che la presente comunicazione di marketing (a) non è stata redatta in conformità ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

### **Esclusione di responsabilità riguardo ai risultati**

I rendimenti storici non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. Le affermazioni prospettiche, i dati o le previsioni possono non avverarsi.

### **Esclusione di responsabilità relativa a marchi e indici**

I nomi dei prodotti, i nomi delle aziende e i loghi qui citati sono marchi o marchi registrati dei rispettivi proprietari.

S&P Dow Jones Indices LLC ("SPDJI"). S&P è un marchio registrato di S&P Global ("S&P"); Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Questi marchi sono stati concessi in licenza d'uso da SPDJI e in sublicenza per determinate finalità da Comgest. Il fondo di Comgest non è sponsorizzato, approvato, venduto o promosso da SPDJI, Dow Jones e S&P, dalle loro affiliate e nessuna di tali parti rilascia alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire nel fondo né è responsabile di eventuali errori, omissioni o interruzioni dell'indice.

I dati MSCI possono essere utilizzati soltanto per uso interno, non possono essere riprodotti o ridiffusi in qualsiasi forma e non possono essere utilizzati come base per componenti di strumenti, prodotti o indici finanziari. Nessuna delle informazioni di MSCI è destinata a costituire una consulenza in materia di investimenti o una raccomandazione a prendere (o ad astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi, previsione o annuncio di risultati futuri. Le informazioni MSCI sono fornite "così come sono" e l'utente di queste informazioni si assume l'intero rischio di qualsiasi utilizzo delle stesse.

MSCI, le sue affiliate e ogni altro soggetto coinvolto o collegato alla compilazione, elaborazione o creazione di qualsiasi informazione MSCI (collettivamente, le "Parti di MSCI") esclude espressamente tutte le garanzie (incluse, senza limitazione, le garanzie di originalità, accuratezza, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità a un particolare scopo) in relazione a tali informazioni. Fermo restando quanto precede, in nessun caso le Parti di MSCI potranno essere ritenute responsabili di qualsiasi danno diretto, indiretto, speciale, incidentale, punitivo, conseguente (incluso, senza limitazione, il mancato guadagno) o di qualsiasi altro danno. ([www.msccibarra.com](http://www.msccibarra.com)).

### **Informazioni fornite con riserva di modifiche senza preavviso**

I pareri e le stime riportati sono forniti sulla base del nostro giudizio alla data di pubblicazione del presente commento e sono soggetti a modifiche senza preavviso. Le partecipazioni in portafoglio alle quali il presente documento si riferisce potrebbero non essere detenute al momento del ricevimento della presente pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

### **Limitazioni all'uso delle informazioni**

Il presente commento e le informazioni ivi contenute non possono essere riprodotti (in tutto o in parte), ripubblicati, distribuiti, trasmessi, visualizzati o altrimenti sfruttati in alcun modo da terzi senza il previo consenso scritto di Comgest.

### **Limitazione di responsabilità**

Alcune informazioni contenute nel presente commento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma non può esserne garantita l'accuratezza. Comgest non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza o alla completezza delle informazioni.

**Informativa sulle persone giuridiche**

Comgest S.A. è una società di gestione di portafoglio regolamentata dall'*Autorité des Marchés Financiers*, con sede legale presso 17, square Edouard VII, 75009 Parigi, Francia.

Comgest Asset Management International Limited è una società di investimento regolamentata dalla Central Bank of Ireland (Banca centrale irlandese) e registrata come Consulente per gli Investimenti presso la *Securities and Exchange Commission* statunitense. La sua sede legale è presso 46 St. Stephen's Green, Dublino 2, Irlanda.

Comgest Italia è la filiale italiana di Comgest Asset Management International Limited, iscritta al Registro delle Imprese di Milano con il n. MI-2587566 e iscritta all'albo Consob con n. 191. La sua sede legale è in Via del Vecchio Politecnico 9, 20121, Milano, Italia.

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong.

Comgest Asset Management Japan Ltd. è regolamentata dalla *Financial Service Agency of Japan* (registrata presso il Kanto Local Finance Bureau (n. Kinsho 1696)).

Comgest US L.L.C. è registrata come consulente per gli investimenti presso la *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti. Comgest Singapore Pte Ltd è una società di gestione patrimoniale autorizzata e consulente finanziario esente (per investitori istituzionali ed accreditati), regolamentata dalla *Monetary Authority of Singapore*.

I professionisti degli investimenti elencati nel presente documento sono impiegati da Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

**Solo per il Regno Unito:**

Il presente commento non è distribuito, né è stato approvato ai sensi dell'articolo 21 della legge *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA) da una persona autorizzata ai sensi della suddetta legge. Il presente commento viene comunicato solo ai professionisti dell'investimento ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 5, del *Financial Services and Markets Act 2000* (*Financial Promotions Order 2005* (la FPO o Ordinanza del 2005 in materia di promozioni finanziarie che modifica la legge sui servizi e mercati finanziari del 2000)). Gli Investimenti sono disponibili soltanto per i professionisti dell'investimento e qualsiasi invito, offerta o contratto d'acquisto sarà rivolto unicamente a professionisti dell'investimento. Chiunque non sia un professionista dell'investimento non dovrebbe farvi affidamento o agire sulla base di questo commento o dei suoi contenuti. I soggetti in possesso del presente documento sono tenuti a informarsi in merito ad eventuali restrizioni applicabili. Nessuna parte del presente commento deve essere pubblicata, distribuita o altrimenti resa disponibile, in tutto o in parte, a qualsiasi altro soggetto.

**Solo per Hong Kong:**

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla *Securities and Futures Commission* di Hong Kong.

**Solo per Singapore:**

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla *Monetary Authority* di Singapore.

**Solo per l'Australia:**

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla *Securities and Futures Commission*, ai sensi della legislazione di Hong Kong, che differisce dalla legislazione australiana. Comgest Far East Limited è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari, ai sensi dell'*Australian Corporations Act*, la legge australiana sulle società, con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).

Comgest Singapore Pte. Ltd. è regolamentata dalla *Monetary Authority* di Singapore ai sensi della legislazione di Singapore, che differisce dalle leggi australiane. Comgest Singapore Pte. Ltd. è esente dall'obbligo di possedere un'autorizzazione australiana per i servizi finanziari ai sensi dell'*Australian Corporations Act* con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente commento è destinato esclusivamente ai "clienti all'ingrosso" e non è rivolto agli "investitori al dettaglio" (come definiti nell'*Australian Corporations Act*).



AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDRA	TOKYO
BRUXELLES	MILANO	VIENNA
DUBLINO	PARIGI	
DÜSSELDORF	SINGAPORE	