



ODDO BHF Asset Management

Strategia d'investimento - *L'Europa ad un bivio*

Giugno 2020

Laurent Denize – Co-CIO globale

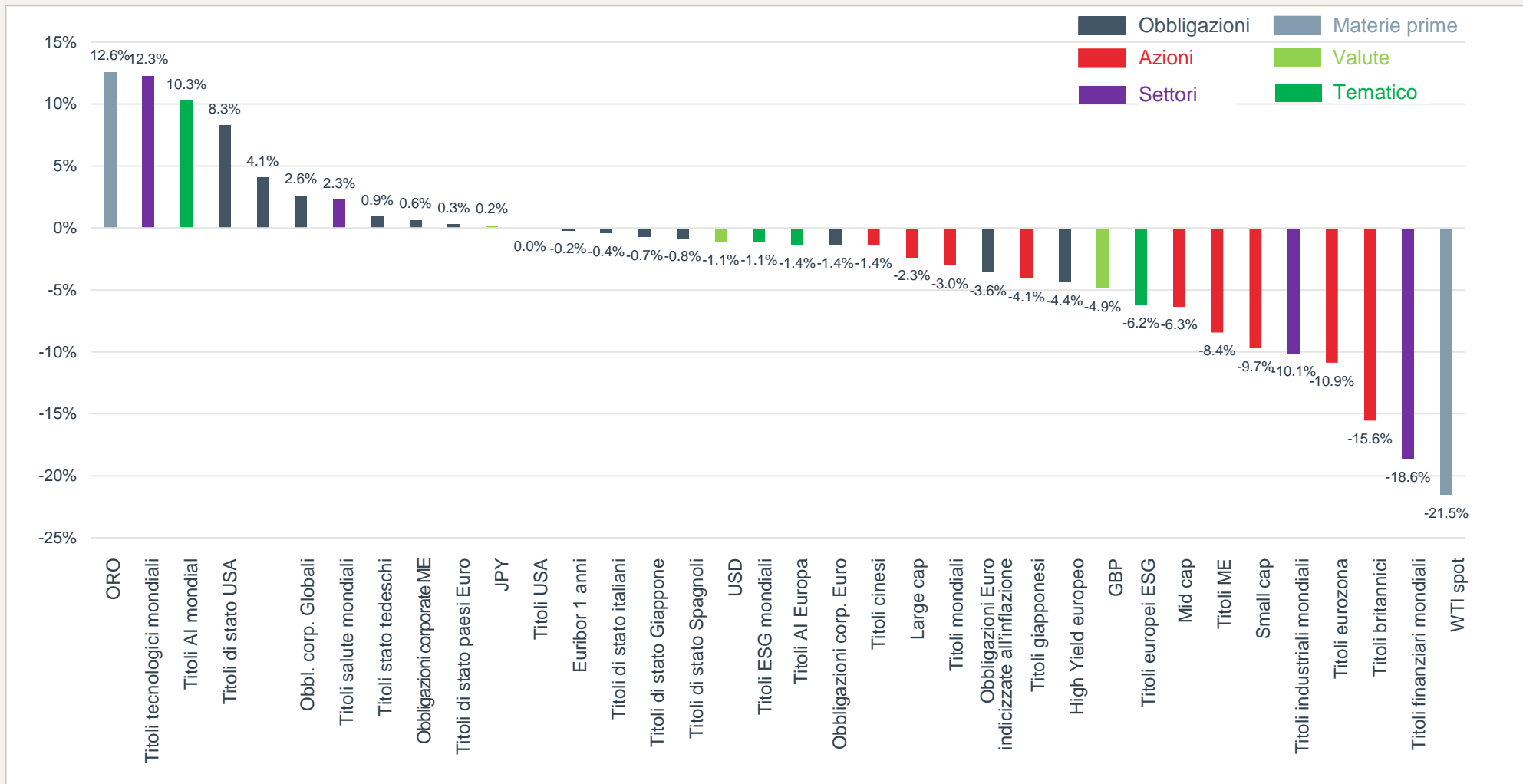


01 DOVE CI POSIZIONIAMO

Quasi tutti i mercati rischiosi hanno ritrattato almeno il 50% delle mosse dettate dalla crisi



Performance delle asset class da inizio anno

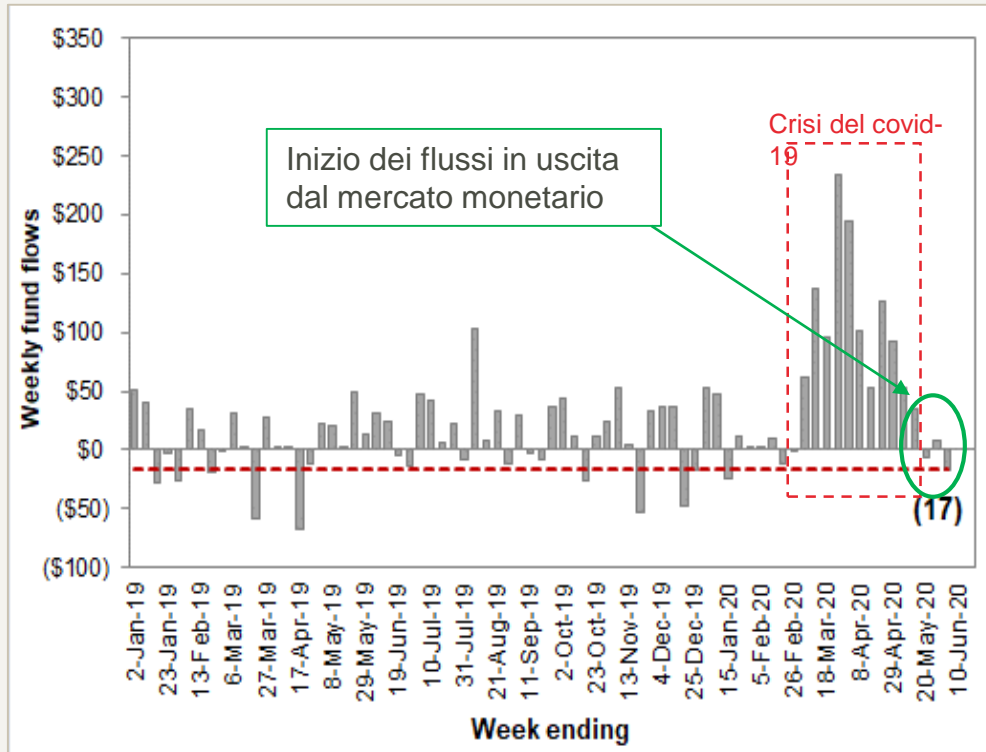


Fonte: ODDO BHF AM, Bloomberg, 06.10.2020

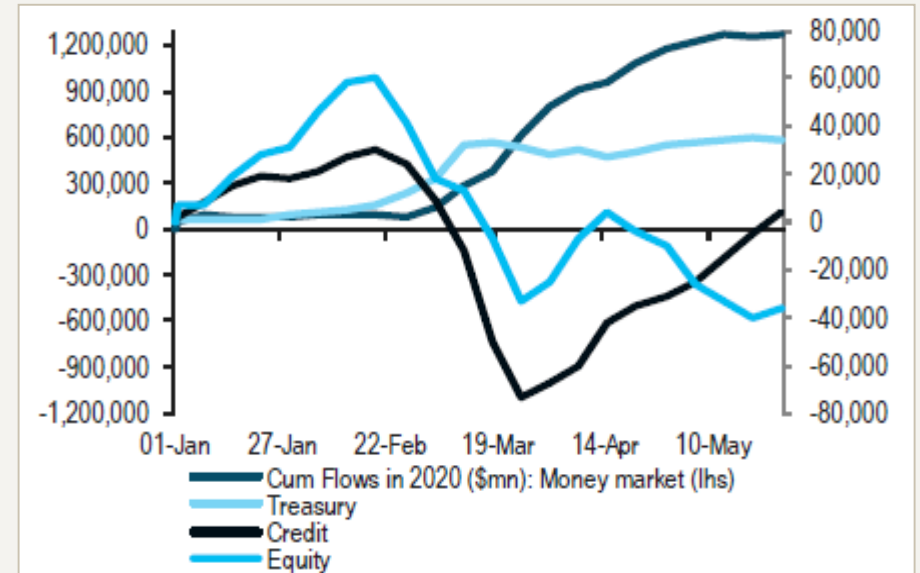
Gli investitori tornano in modalità «rischiosa»



Flussi globali nei fondi del mercato monetario, settimanali (mld di \$)



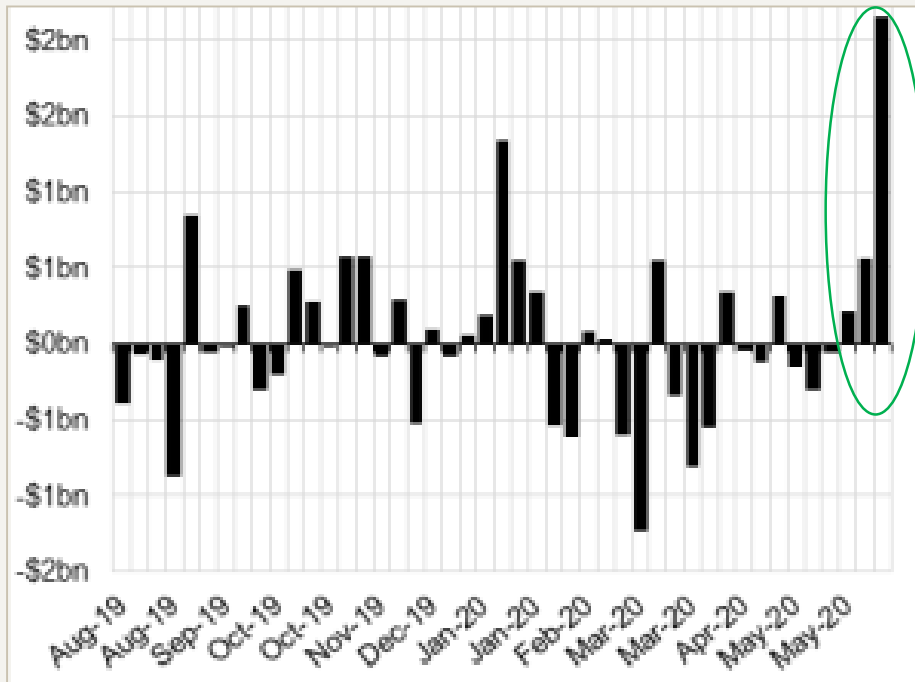
Flussi cumulativi da inizio anno per classe d'attivo



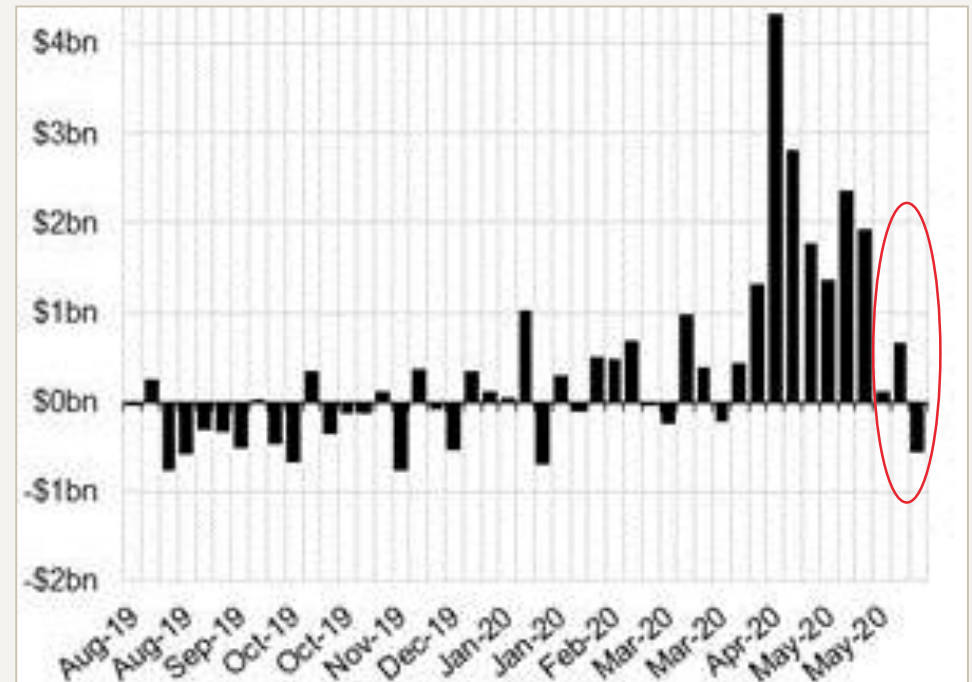
Flussi azionari: il recente appetito per i settori ciclici è una tendenza reale?



Flussi nei fondi del settore industriale



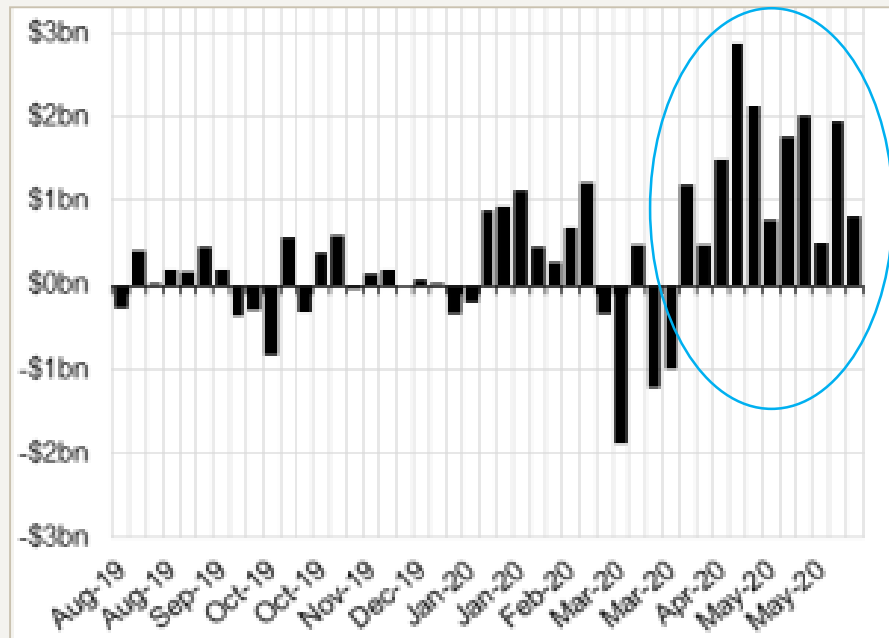
Flussi nei fondi del settore della salute



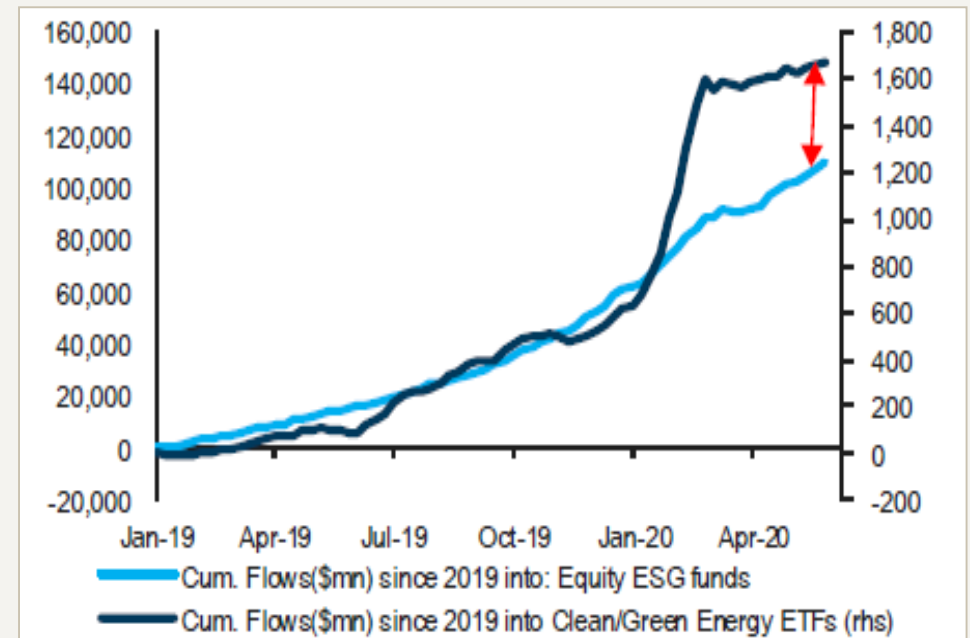
Flussi dei “settori megatrend” come Tecnologia ed ESG



Flussi nei fondi del settore tecnologico



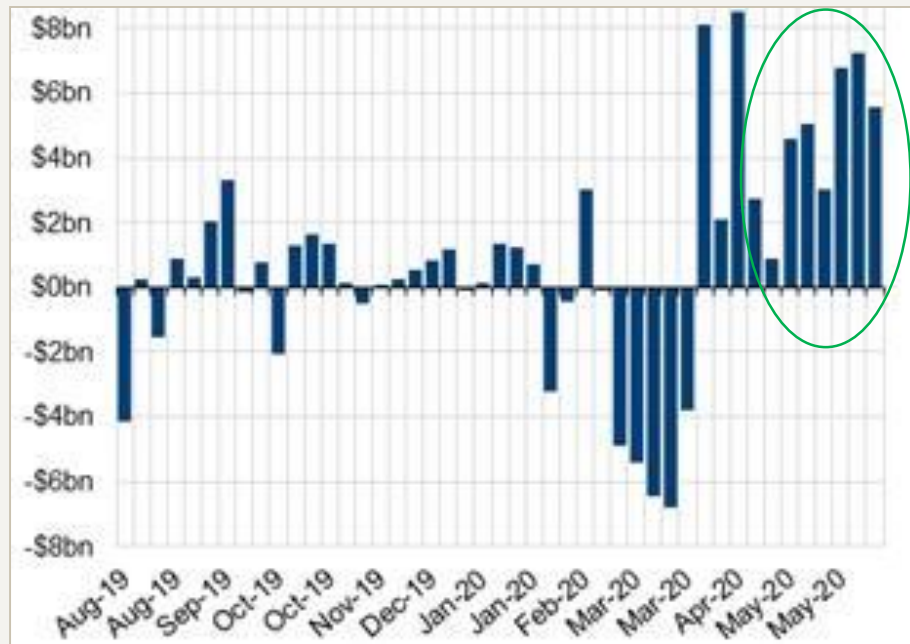
Flussi nei fondi ESG



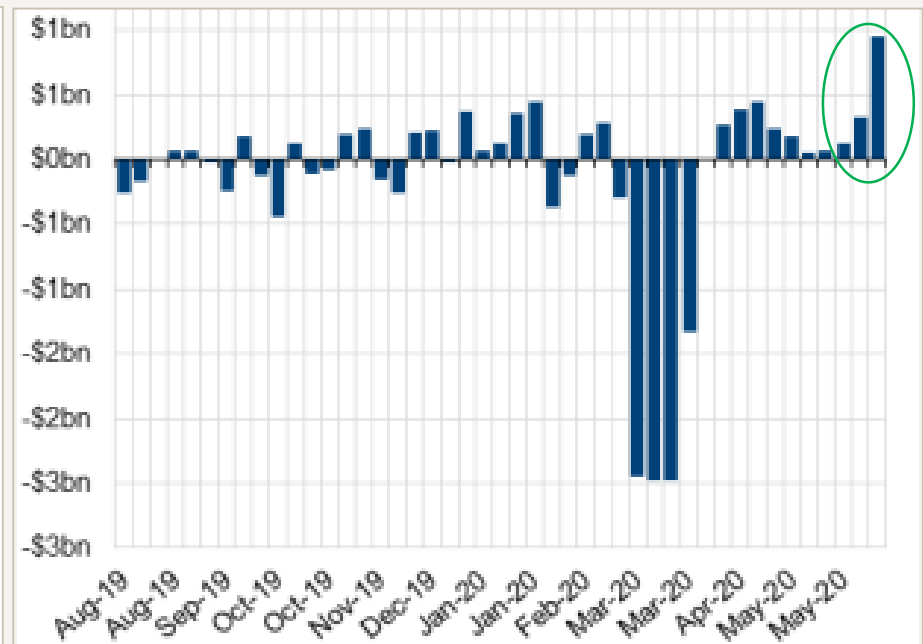
Flussi High Yield: ci fidiamo della FED, che lancia una tendenza globale verso le obbligazioni HY



Flussi nelle obbligazioni High Yield USA



Flussi nelle obbligazioni EUR High Yield





02 OUTLOOK MACROECONOMICO

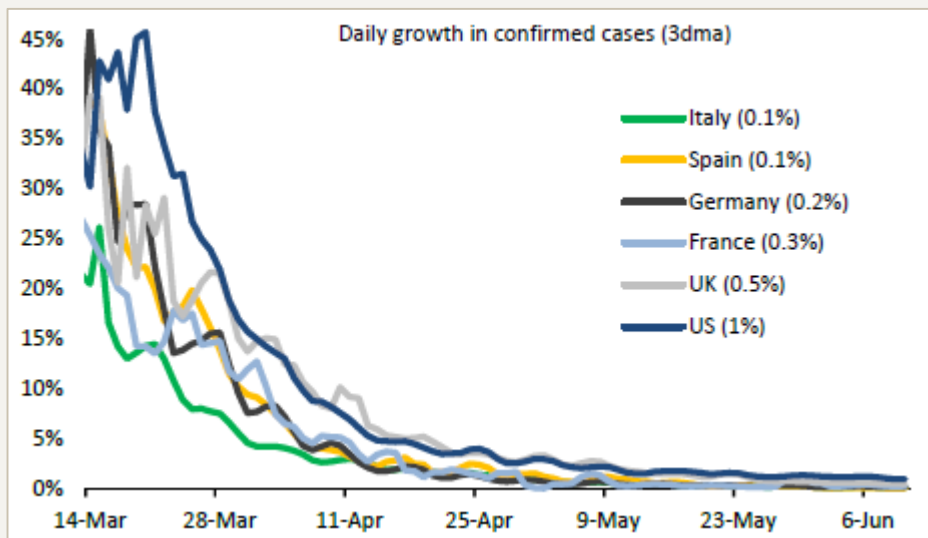


MONDO

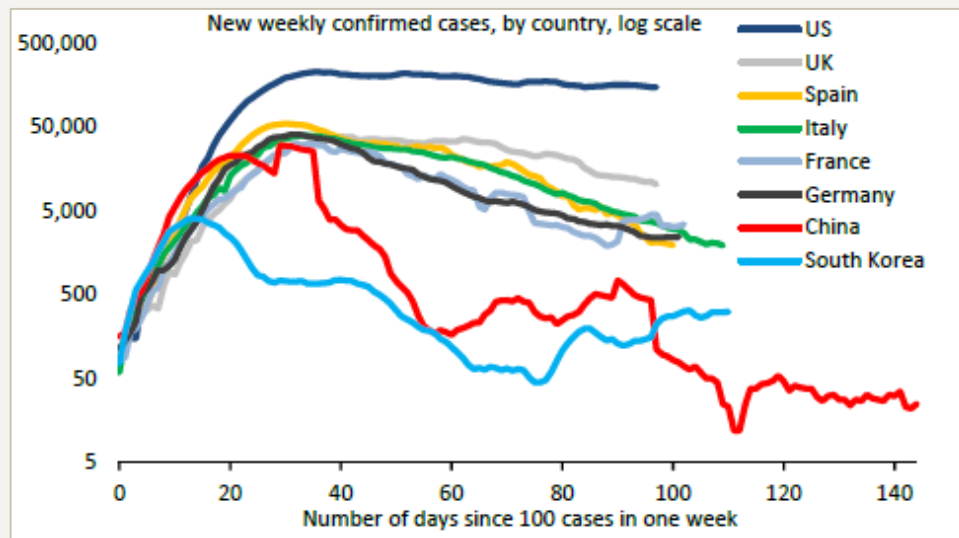




Aumento giornaliero casi confermati



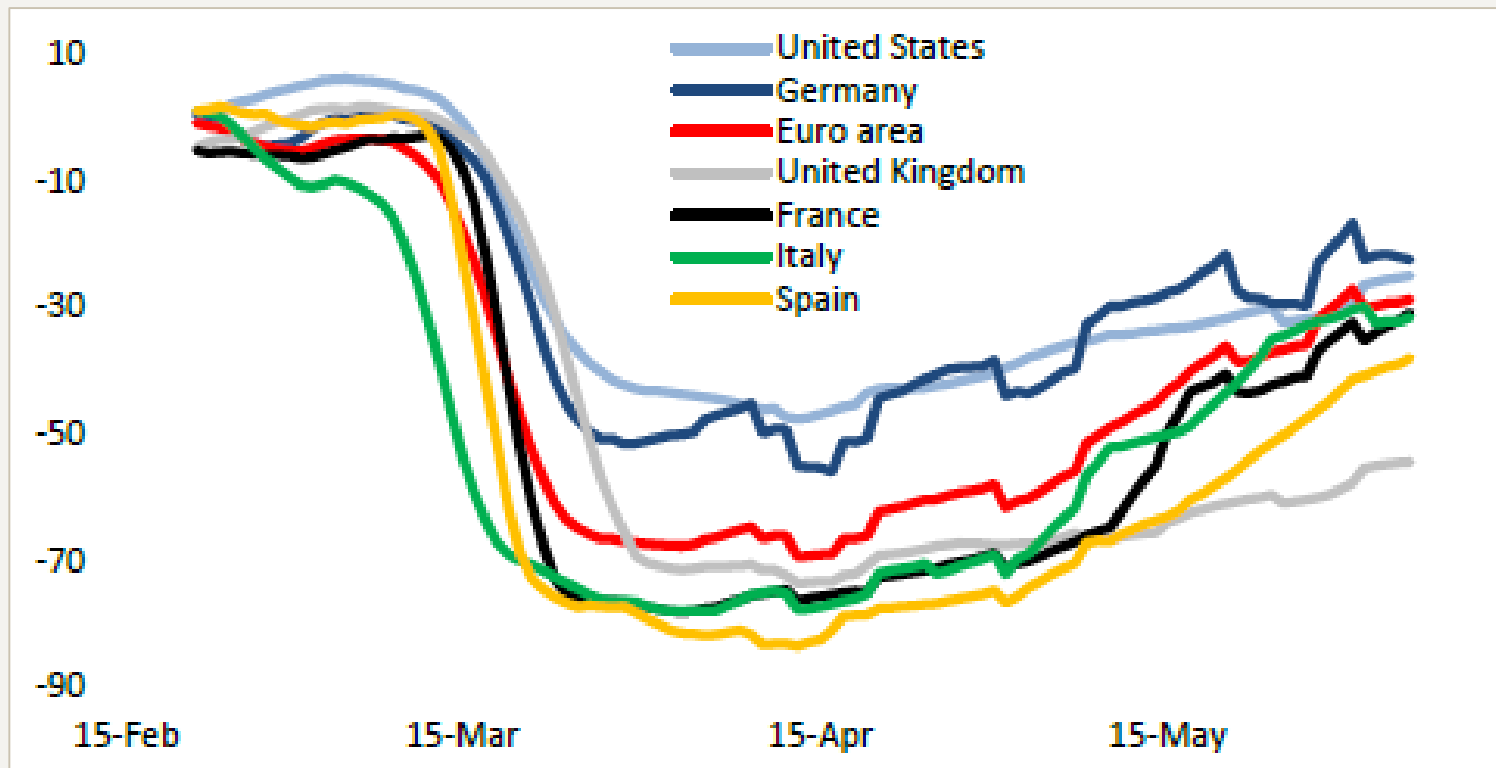
Nuovi casi confermati settimanali per paese (scala logaritmica)



La fine dell'isolamento porta ad una rapida ripresa dell'attività economica



Mobilità sul posto di lavoro, dettaglio e intrattenimento (media), cambiamento % rispetto alla baseline, 7dma

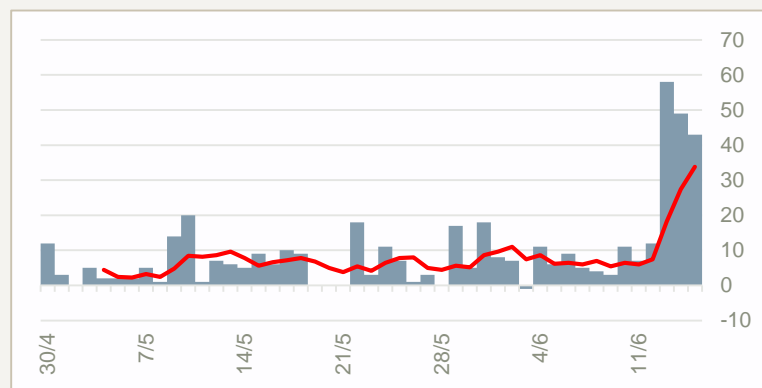




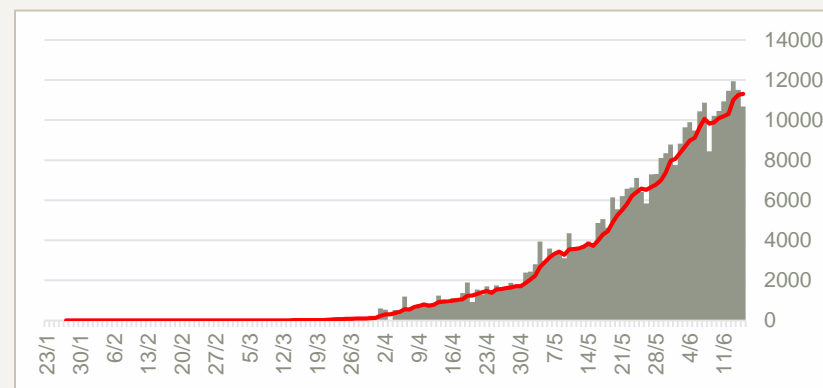
Evoluzione dei nuovi casi di covid-19 negli USA

Città	Casi % della popolazione		Casi % di tamponi	
	Maggio-14	Giugno -14	Maggio-14	Giugno -14
New York	1,8	2,0	26,4	13,1
New Jersey	1,6	1,9	31,6	15,2
California	0,2	0,4	6,8	5,4
Florida	0,2	0,4	7,1	5,4
Texas	0,2	0,3	7,1	6,8

Evoluzione dei nuovi casi di covid-19 in Cina



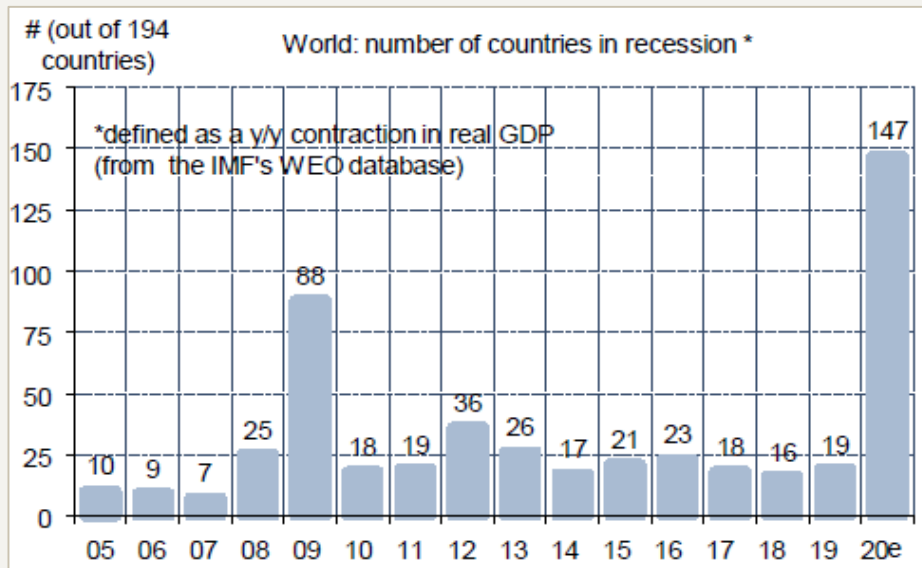
Evoluzione dei nuovi casi di covid-19 in India



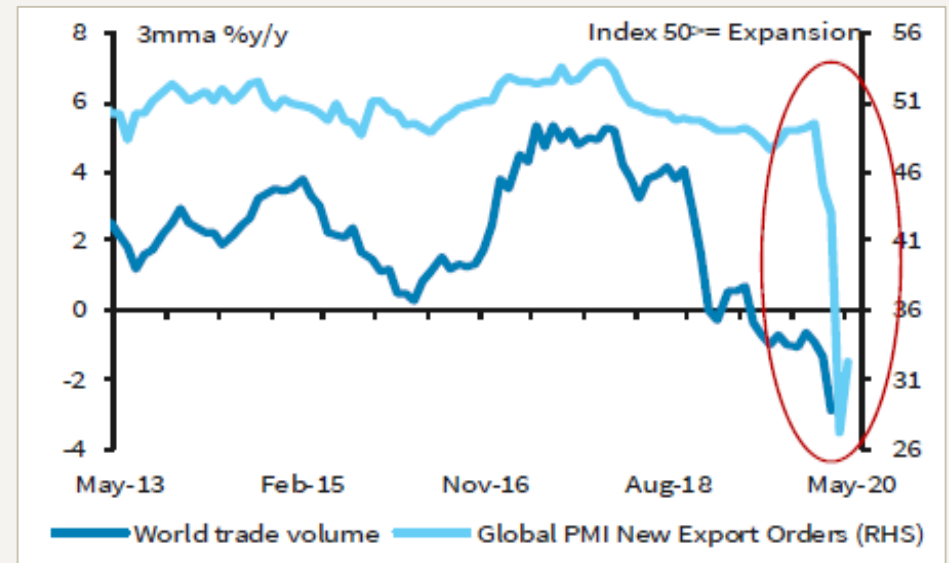
Una decisione amministrativa ha creato uno shock di magnitudo senza precedenti



Mondo: numero di paesi in recessione



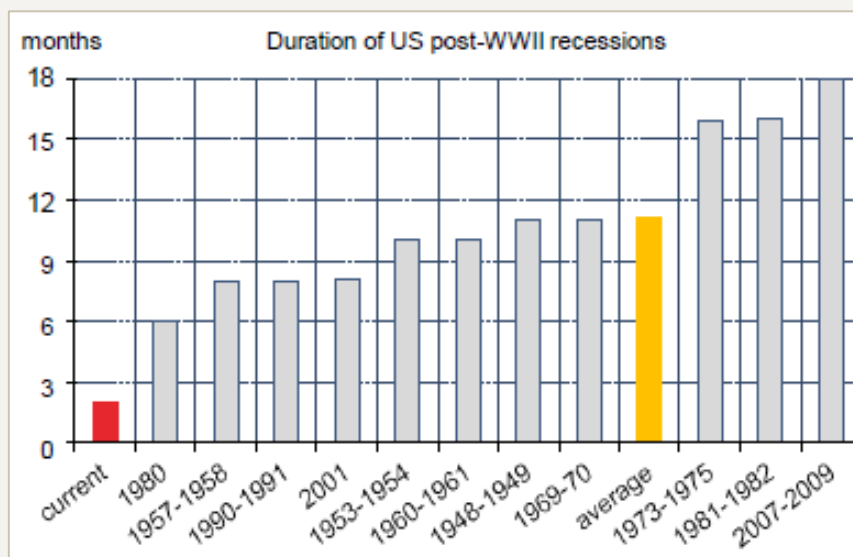
Mondo: Evoluzione dei volumi di scambio



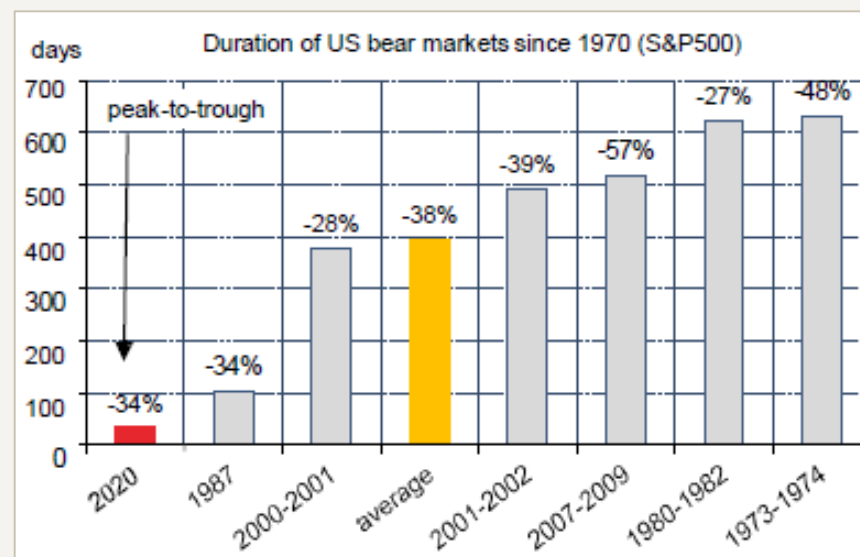
Ma forse si tratta della recessione e del bear market più brevi della storia



Durata delle recessioni negli USA

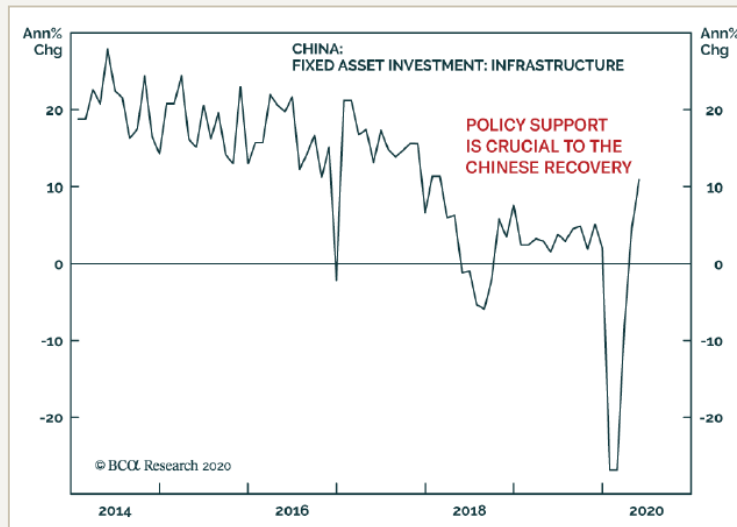


Durata dei bear market negli USA





Investimenti infrastrutturali in Cina



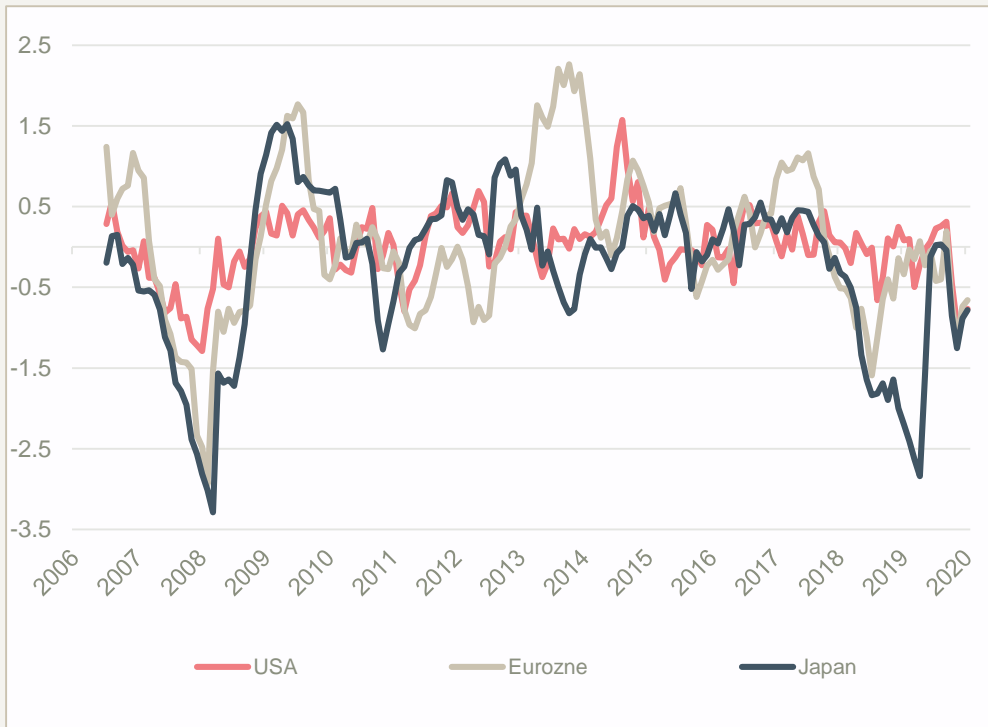
Domanda al dettaglio in Cina



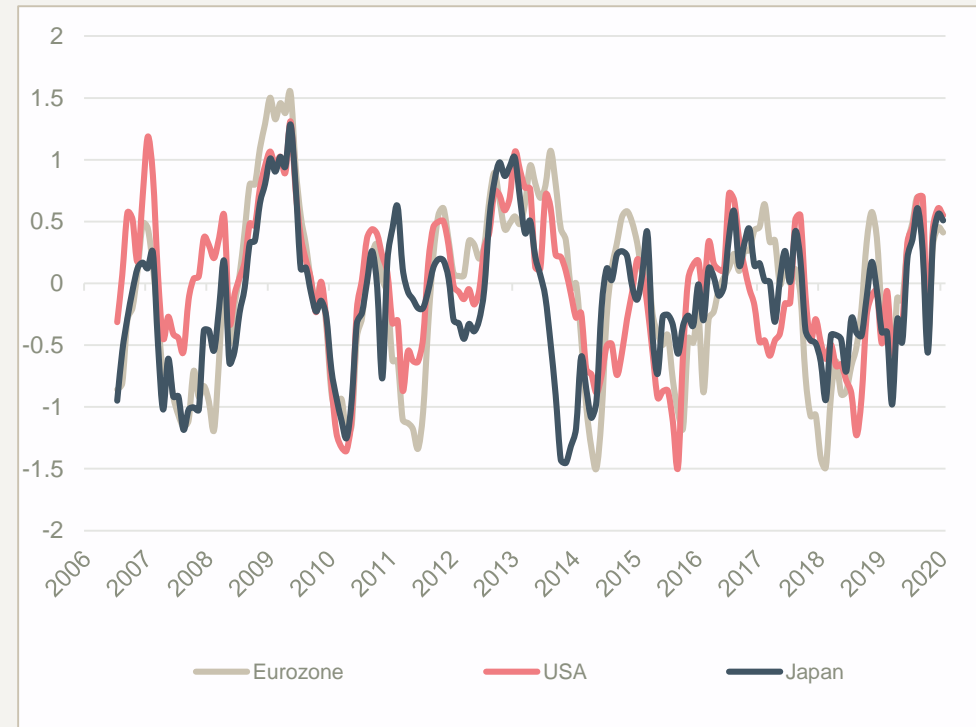
I principali indicatori svoltano in positivo



Fiducia dei consumatori – Punteggi-Z

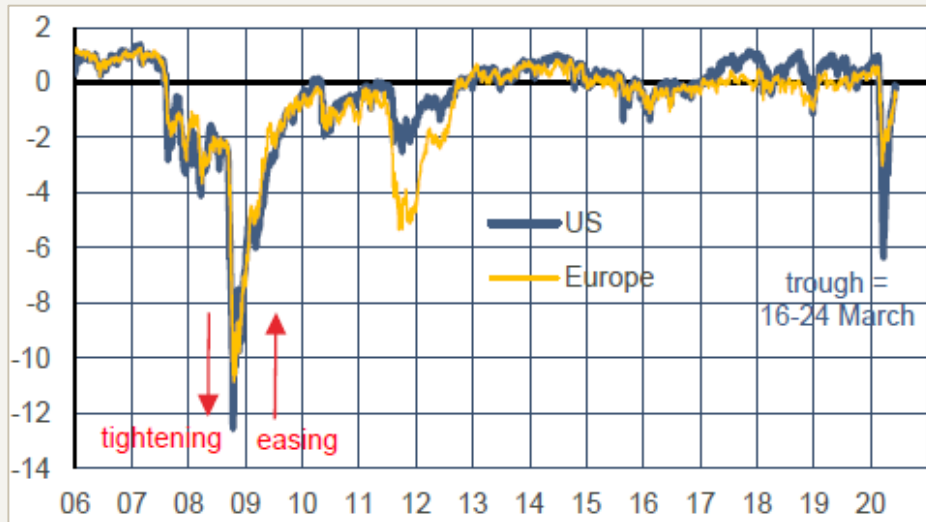


Prospettive di crescita delle aziende – Punteggi-Z

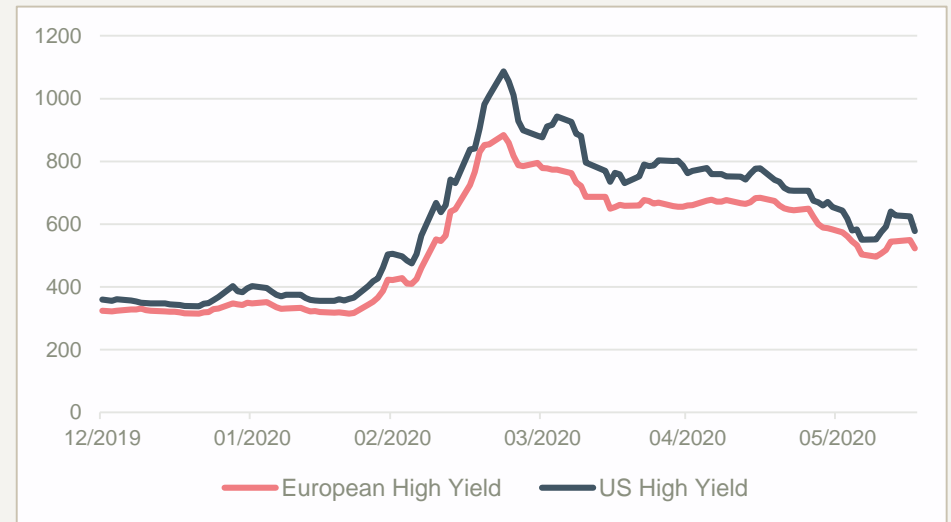




Indici delle condizioni finanziarie – punteggio-z



Evoluzione degli spread in USA & Europa





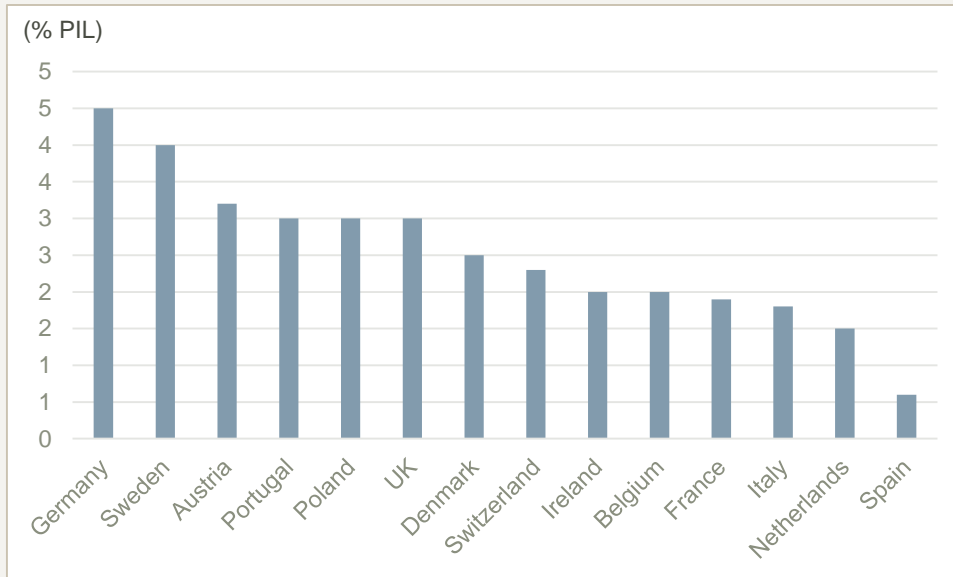
EUROPA



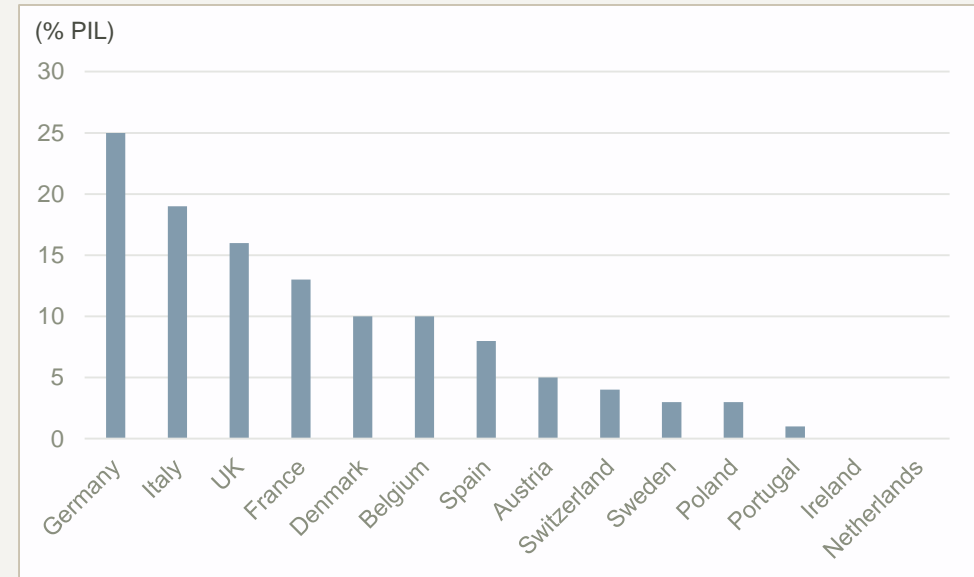
Finalmente una reazione rapida ed estesa dei governi sulle misure fiscali



Misure fiscali annunciate dai governi



Annuncio di garanzie ed assistenza alla liquidità



E...una solidarietà mai vista prima



Una proposta franco-tedesca

&

Una proposta europea



€750mld

Proposta del Fondo europeo per la ripresa

Pilastro 1

Sostegno alla ripresa degli Stati membri

- Finanziamenti: €405mld
- Prestiti: €250mld

Pilastro 2

Spinta all'economia e sostegno agli investimenti privati

- €56mld accantonati per garanzie

Pilastro 3

Imparare dalla crisi

- Finanziamenti per €39mld

Esempi dei costi/benefici indotti

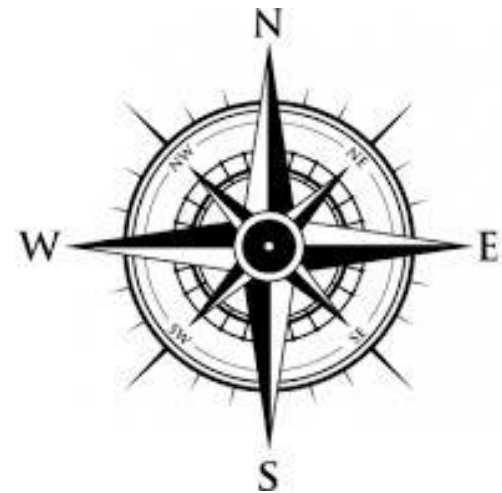
	Principali contribuenti	Perdita	% PIL
	Germania	-€89mld	-2,2%
	Francia	-€35mld	-2,6%
	Paesi Bassi	-€21mld	-2,5%



	Principali beneficiari	Guadagno	% PIL
	Spagna	+€55mld	4,4%
	Italia	+€38mld	2,1%
	Polonia	+€24mld	4,5%



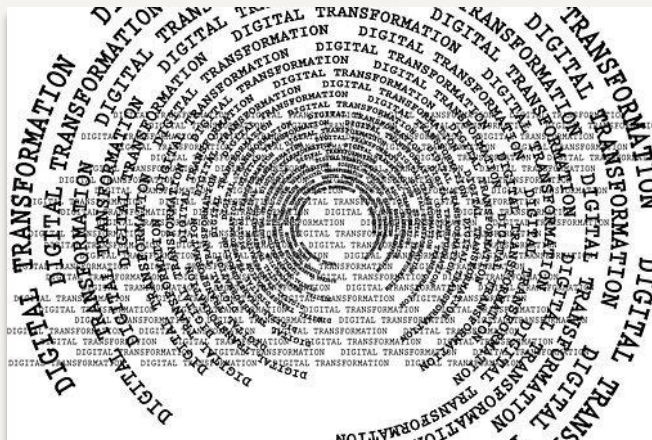
IMPLICAZIONI DI MEDIO TERMINE DELLA CRISI COVID-19





Cambiamenti climatici

—
Pianeta verde e sostenibile



Cambiamenti tecnologici

—
Intelligenza artificiale



Evoluzione demografica

—
Ascesa dei Millennials



Più tecnologia

- Digitalizzazione
- Strumenti di collaborazione online
- Infrastrutture informatiche



Più ESG

- Focus su aspetti sociali e di governance
- Infrastrutture sostenibili
- Mobilità intelligente e sostenibile

Consumi diversi

- Consegna di alimentari
- Prodotti locali
- E-commerce/acquisti alimentari online

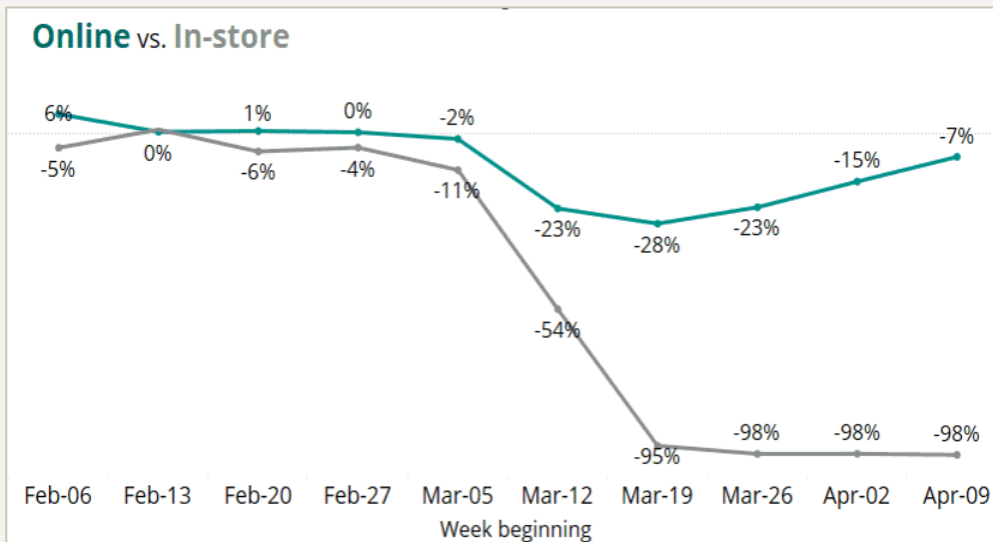


Minore globalizzazione

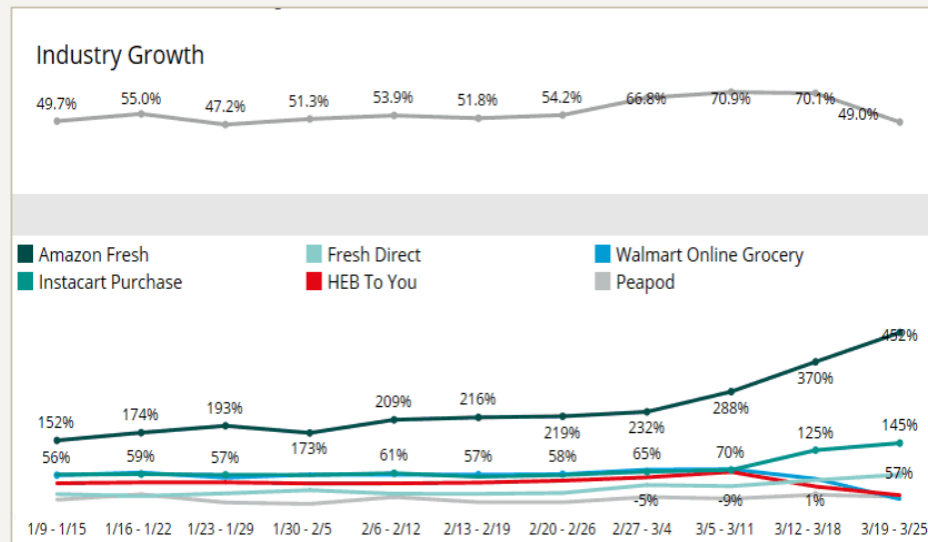
- Guerra commerciale
- Riallocazione di risorse strategiche



Aumento delle vendite al dettaglio anno su anno per canale negli USA



Acquisti alimentari online – crescita delle vendite anno su anno negli USA



Fonte: ODDO BHF AM, Earnestresearch.com

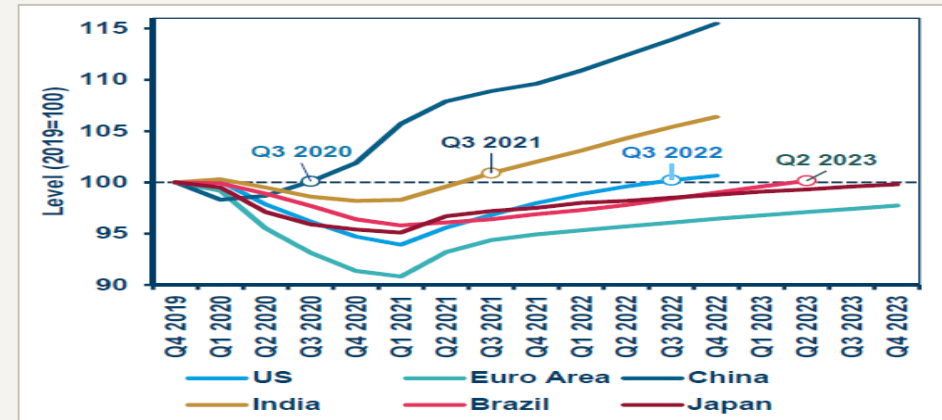
Che cosa ci aspettiamo per il 2020 e il 2021?



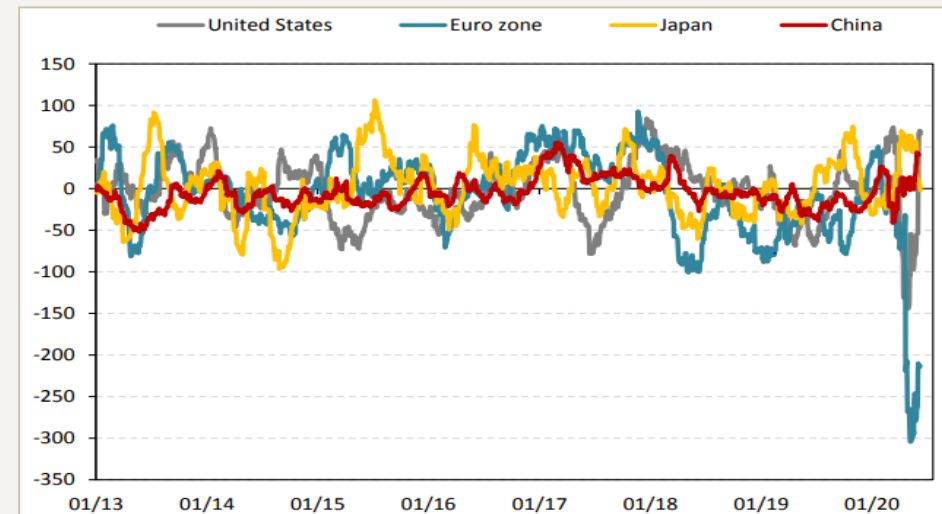
Crescita del PIL reale (%)

	2019 Y/Y	2020 f Y/Y	2021 f Y/Y
Euro area	1.2	-7.6	5.0
➤ Germany	0.6	-6.2	4.9
➤ France	1.3	-9.0	6.0
➤ Italy	0.3	-10.2	5.5
➤ Spain	2.0	-9.1	5.9
USA	2.3	-5.7	3.9
Japan	0.7	-4.9	2.2
United Kingdom	1.4	-7.8	5.5
China	6.1	1.7	8.0

Ripresa del PIL reale per paese/area



Sorprese macroeconomiche



Fonte: ODDO BHF, Bloomberg; previsione media, al 03 giugno 2020 (Tabella), Amundi, Exane Derivatives, Bloomberg



QUALI SONO I RISCHI NEL NOSTRO SCENARIO GLOBALE

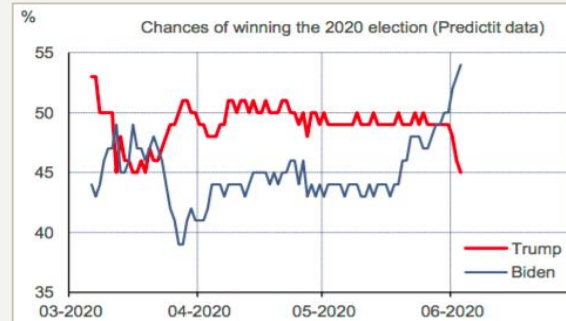




Conflitto USA/Cina



Elezioni negli USA



Fallimento negoziati UE



Seconda ondata del virus in autunno



Disoccupazione



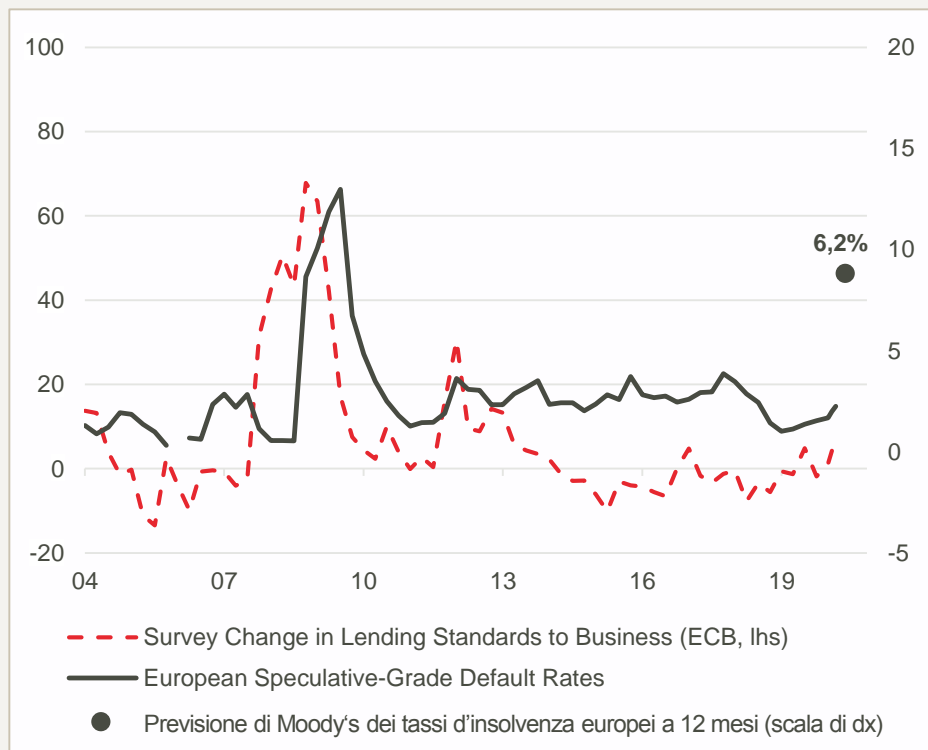
Bancarotte



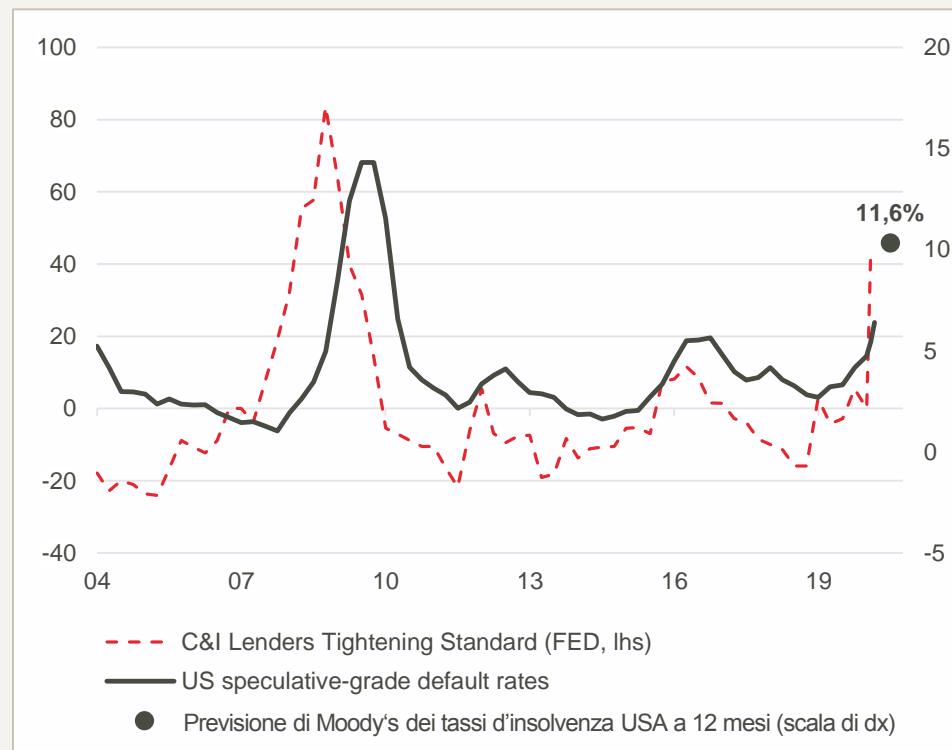
Rischio 1: Aumento dei fallimenti



Standard di credito (BCE) e tasso di default



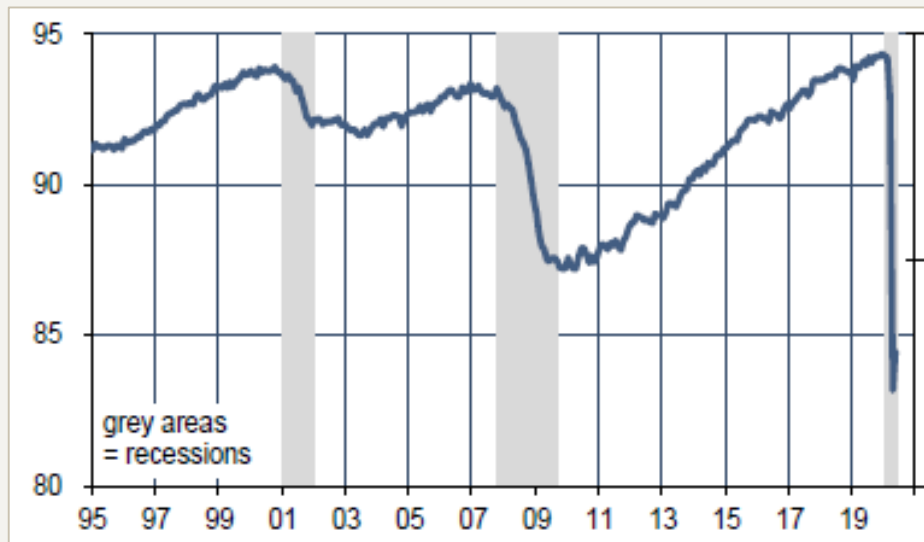
Standard di credito (FED) e tasso di default



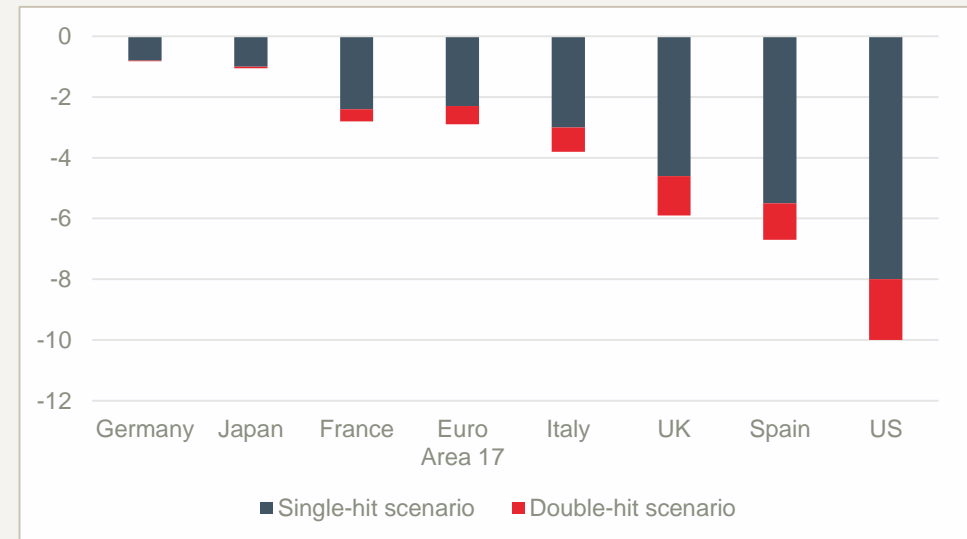
Rischio 2: peggioramento delle condizioni lavorative



USA: quota della popolazione totalmente impiegata



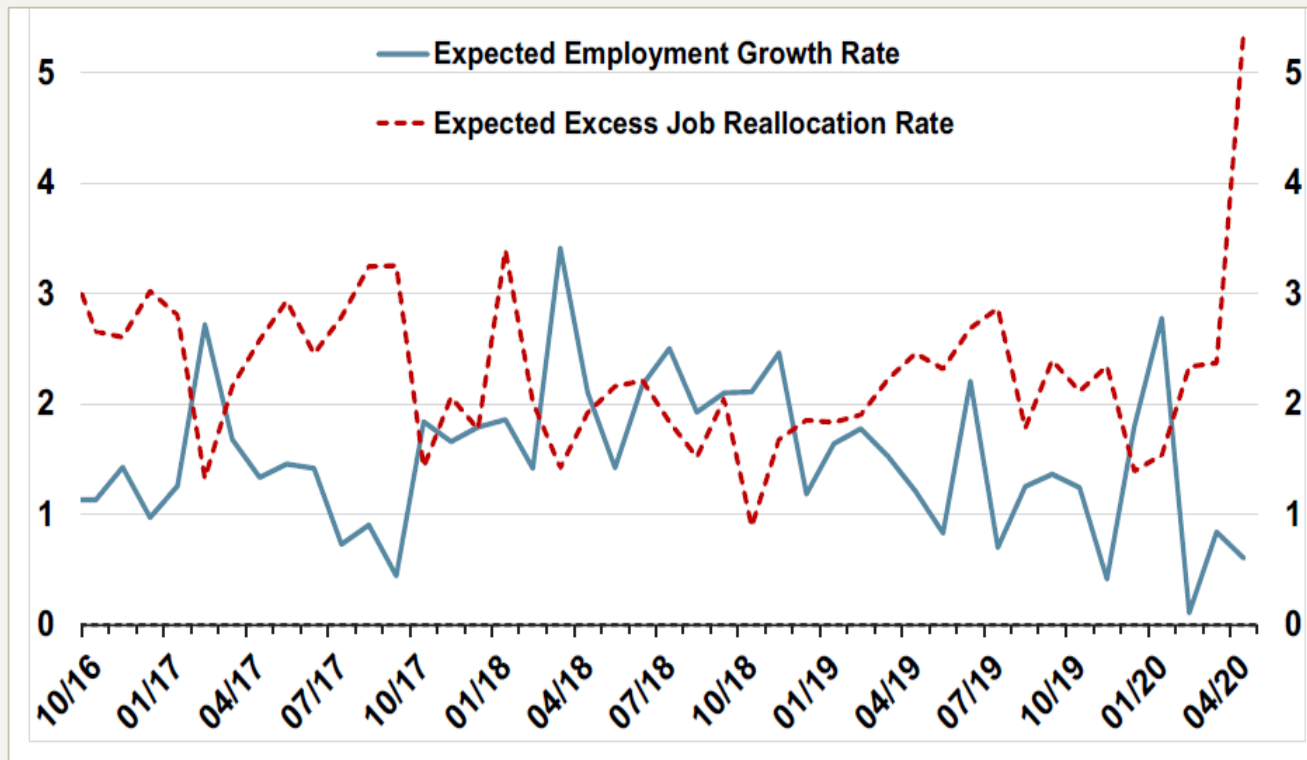
Variazione lavorativa nel 2020



A meno che la crisi Covid-19 non lasci spazio a uno shock di redistribuzione del lavoro?



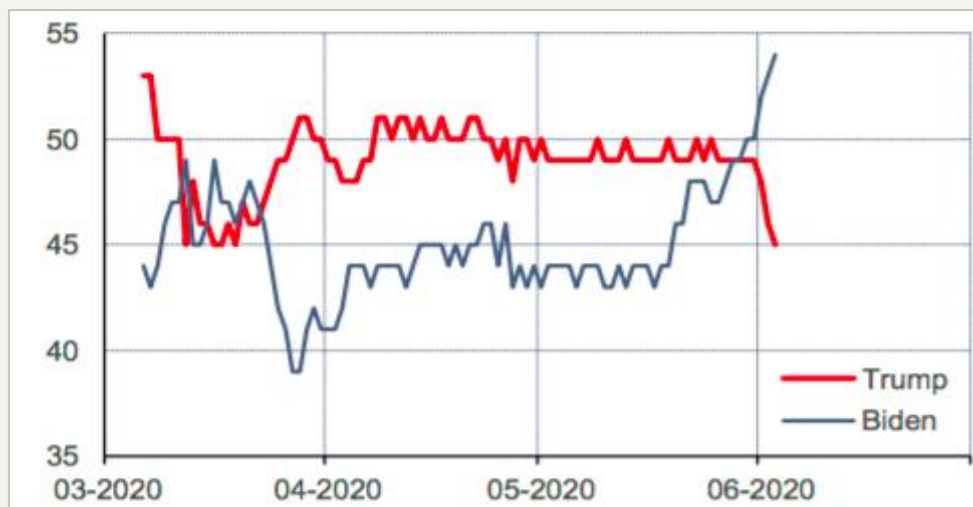
Crescita prevista dell'occupazione e tasso previsto di riallocazione del lavoro in eccesso negli USA (variazione % a 12 mesi)



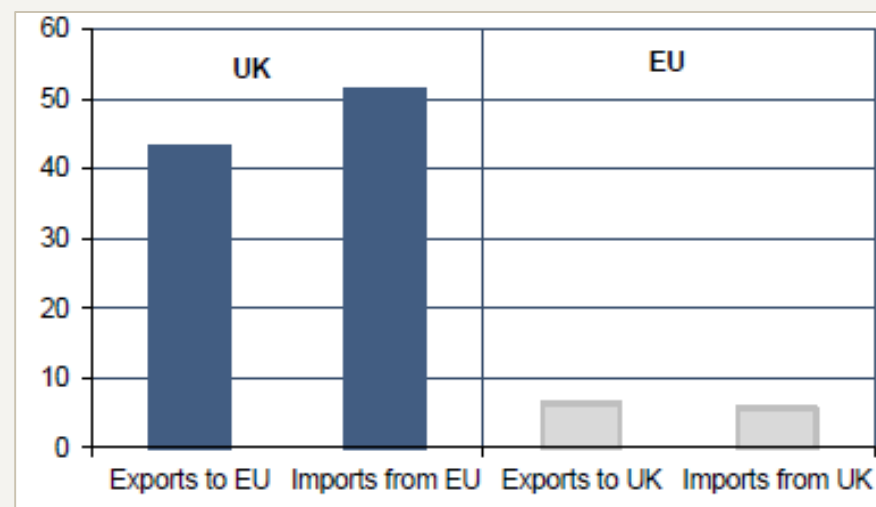
Fonte: ODDO BHF AM, documento di lavoro "Covid-19 is also a reallocation shock", Jose Maria Barrero, Nick Bloom, and Steven J. Davis, maggio 2020



Possibilità di vittoria alle elezioni USA 2020 (in %)



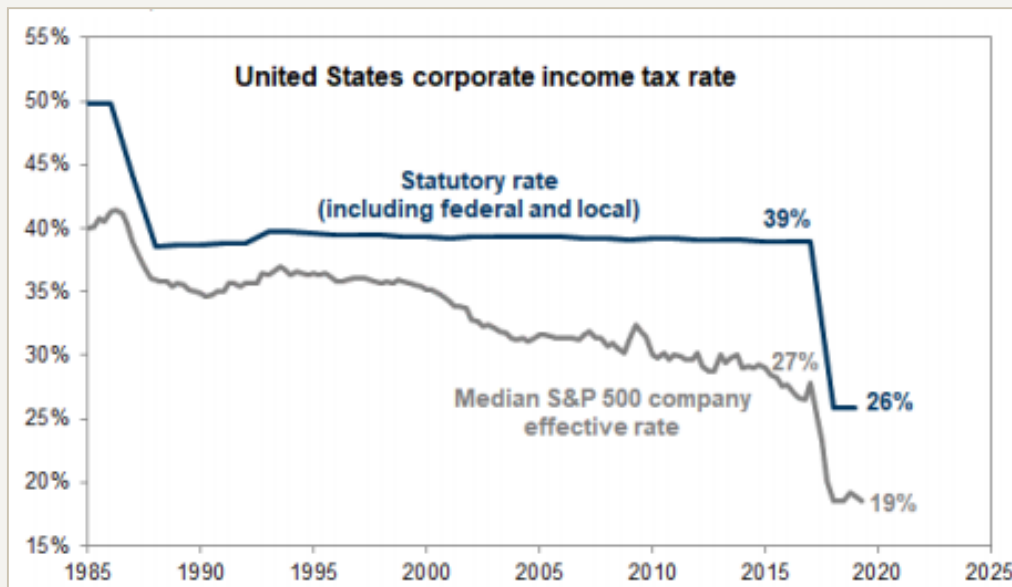
Regno Unito-UE: commercio bilaterale di beni e servizi (2019 - % del totale)



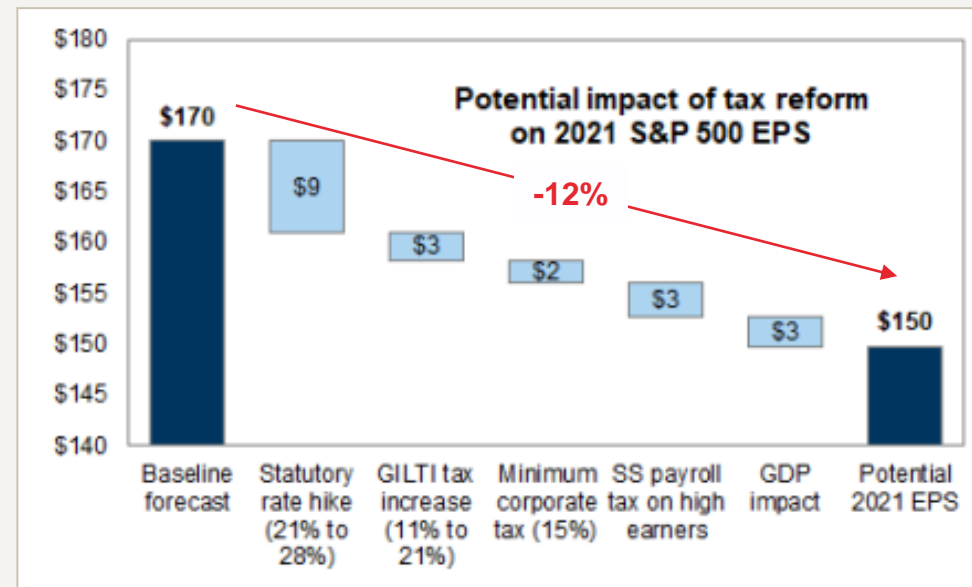
E in particolare negli USA le potenziali implicazioni più importanti



Aliquota fiscale per le aziende statunitensi



Impatto potenziale di una riforma fiscale sugli utili per azione dell'S&P 500 nel 2021





03 ANALISI DI MERCATO



AZIONI

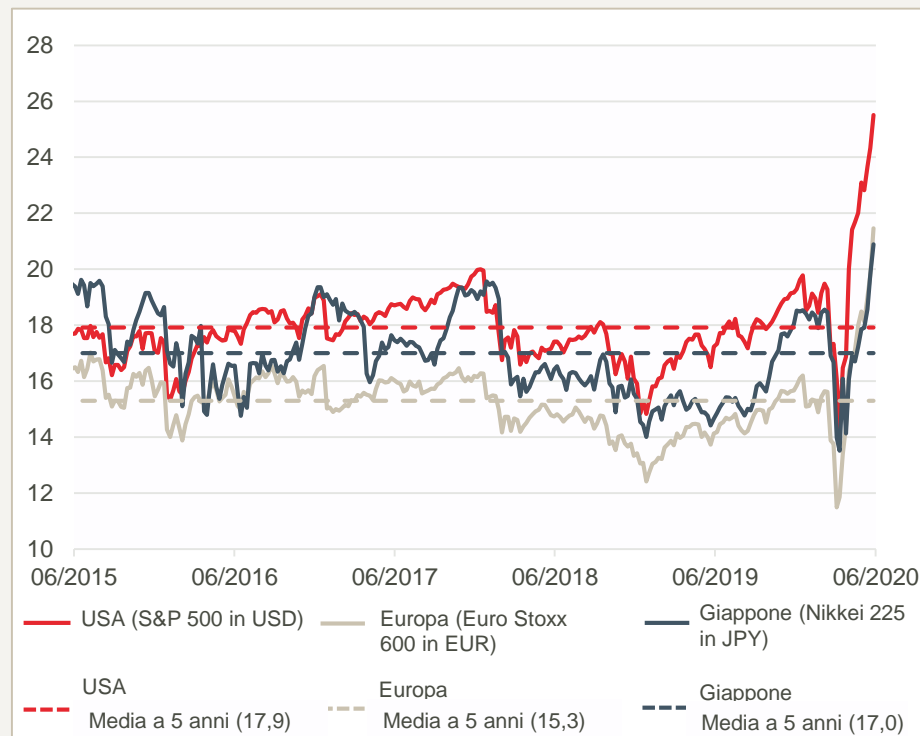
Come se i guadagni del 2020 non facessero più parte dell'equazione?



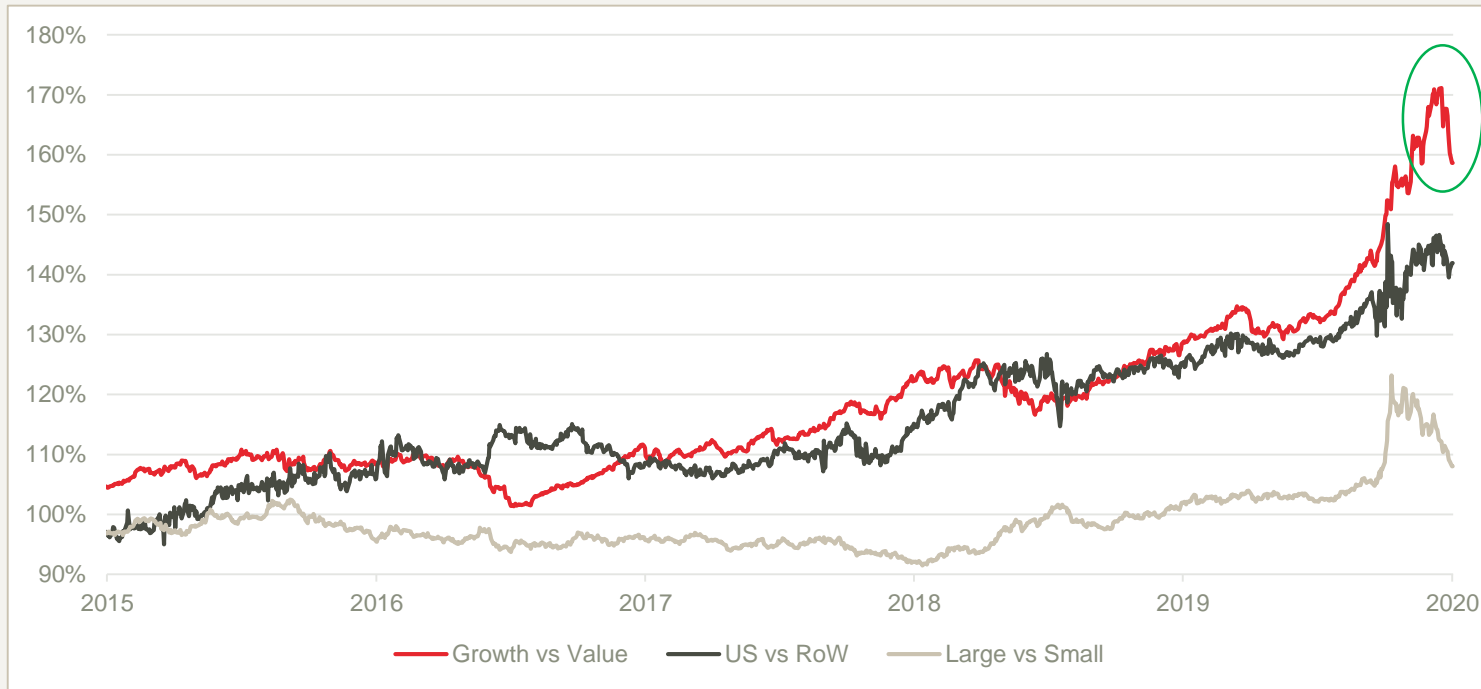
Performance del mercato azionario a 5 anni



Coefficiente prezzo/utile a 5 anni



Gap di performance



Periodo	Rendimento totale	Value	Crescita	Momentum	Qualità	Bassa vol.
Da aprile	6%	8%	-1%	-6%	-3%	-12%
maggio	-6%	-7%	5%	3%	3%	1%
1a settimana di giugno	13%	17%	-6%	-9%	-6%	-13%
Dal 13 maggio (picco/minimo)	18%	24%	-5%	-13%	-8%	-21%



Suddivisione della performance dei fondi comuni europei

Fondi europei	Da inizio anno	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.
% sovraperformance	65%	69%	66%	43%	87%
Value vs Growth	-20,1%	-3,8%	-1,9%	-10,2%	-2,5%
Relativo alle banche	-28,6%	-4,4%	0,7%	-18,2%	-5,0%
Relativo all'energia	-21,0%	-6,4%	-6,5%	-0,1%	-9,5%

Suddivisione della performance dei fondi comuni USA

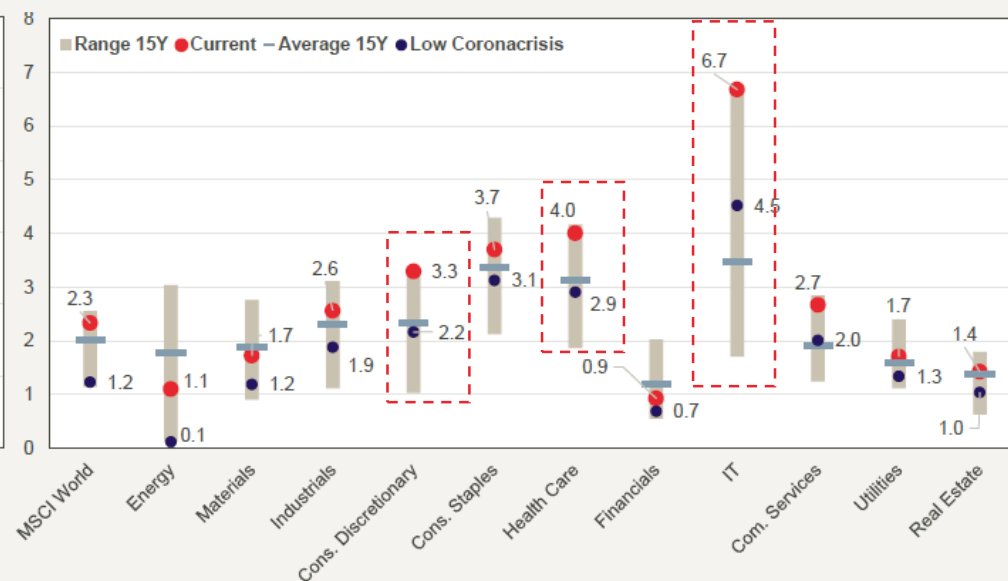
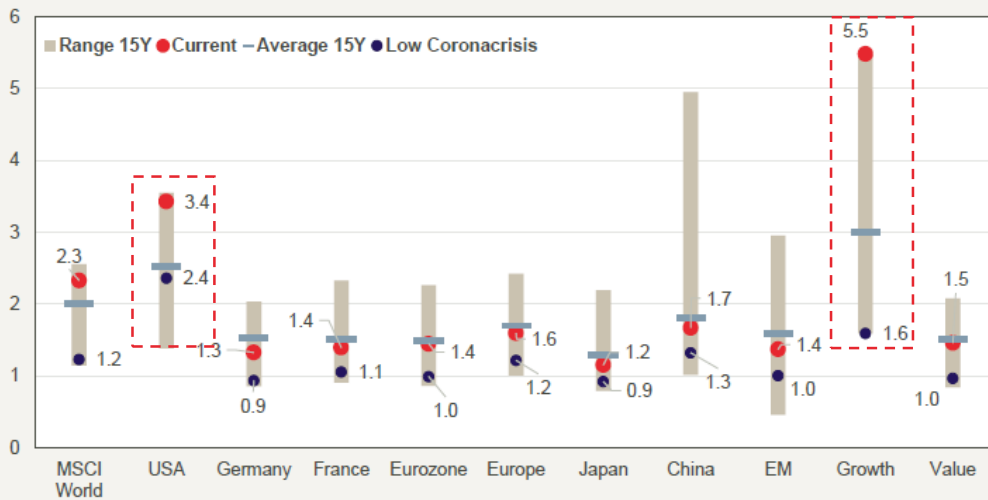
Fondi USA	Da inizio anno	Gen.	Feb.	Mar.	Apr.
% sovraperformance	60%	53%	71%	45%	58%
Value vs Growth	-22,8%	-5,4%	-3,3%	-6,5%	-4,2%
Relativo alle banche	-34,8%	-7,5%	-5,1%	-16,5%	-2,3%
Relativo all'energia	-30,0%	-11,1%	-7,5%	-25,7%	-15,0%

Il gap di valutazione tra titoli growth e value è ampio



Panoramica dei coefficienti P/B di alcuni paesi e stili (indici MSCI)

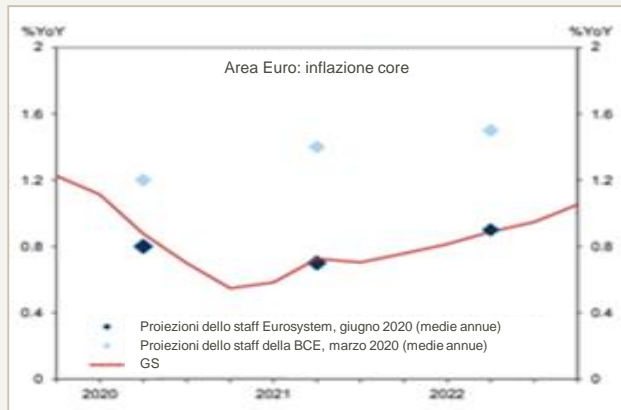
Panoramica dei coefficienti P/B per settore indice MSCI World



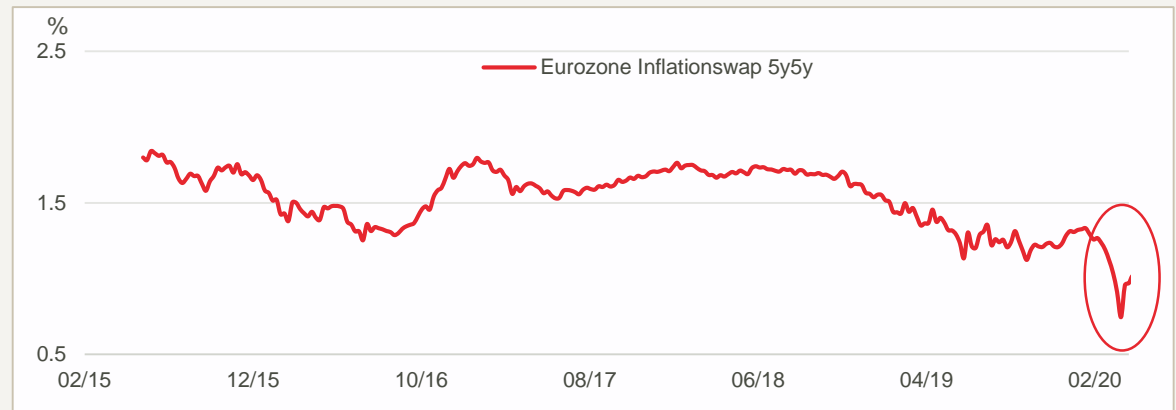
Fonte: ODDO BHF, JP Morgan, Bloomberg (dal 30.09.2005 al 02.06.2020), Low Coronacrisis (dal 31.01.2020 al 02.06.2020)



Inflazione core nell'area Euro



Aspettative d'inflazione previste dal mercato (5a5a)



Forze inflazionistiche

- Energia in aumento e conservazione della produzione (OPEC+ annuncia -9.6mb/g fino a luglio e fino ad agosto)
- Reindustrializzazione, sviluppo di linee di produzione brevi in settori strategici → esigenza di una forza lavoro ampia e costosa
- Shock dell'offerta con importazioni in calo o tassate e offerta limitata dall'impennata di fallimenti

Forze deflazionistiche

- Grandi inventari e abbondanza di petrolio
- Digitalizzazione - sviluppo esponenziale dell'e-commerce durante questo periodo (acquisti online, molte ore di streaming, ecc)
- I settori che sono rimasti vittime dello stigma legato alla salute potrebbero vivere una ripresa molto lenta: turismo, hotel, ecc.

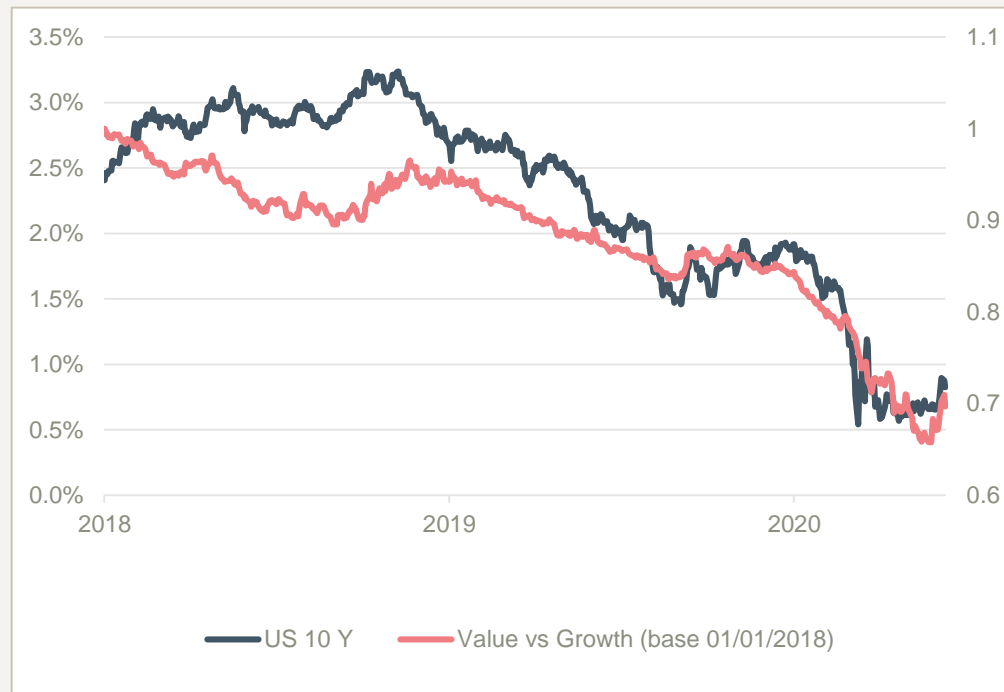
I tassi più elevati potrebbero favorire la rotazione, ma non ci aspettiamo mosse significative



Pareggio a 10 anni USA e Germania e WTI USA



Value vs Growth e rendimento obbligazionario

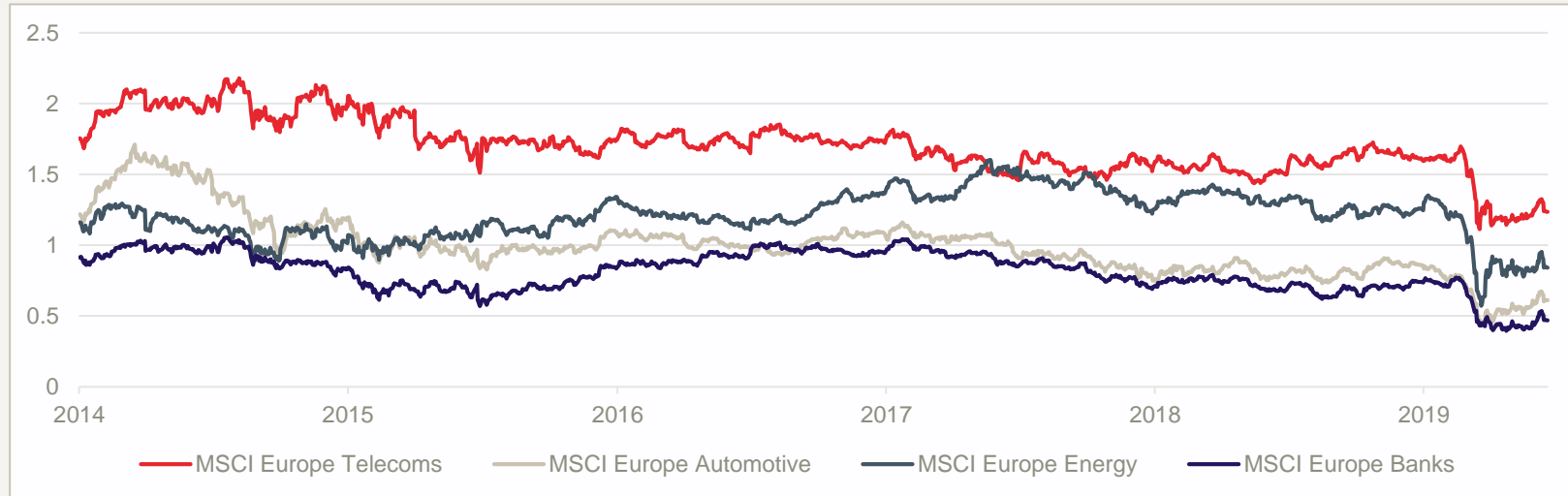


Fonte: ODDO BHF AM, Bloomberg

Perché secondo noi il “Value” dovrebbe restare “Value”



Settori “Value” – coefficienti price/book



Settore	 Telecomunicazioni	 Automotive	 Energia	 Banche
Forze destabilizzanti	<ul style="list-style-type: none"> Subire una trasformazione “in servizio” piuttosto che fornitori di rete IoT, IA, Blockchain, Quantum Computing, 5G 	<ul style="list-style-type: none"> Elettrificazione (veicoli elettrici) Servizi di mobilità condivisa Ambiente ed efficienza energetica Robotica, sensori, IA 	<ul style="list-style-type: none"> Decentralizzazione Decarbonizzazione Digitalizzazione Capacità di stoccaggio delle batterie Smart cities 	<ul style="list-style-type: none"> Regolamentazione Digitalizzazione Sicurezza informatica

Fonte: ODDO BHF AM, EPFR, Barclays; Bloomberg

In questo contesto, quali settori bisogna preferire?



	Prezzo/utile forward a 12 mesi, giugno 2020	Crescita utile per azione 2018	Crescita utile per azione 2019	Crescita utile per azione 2020	Crescita utile per azione 2021	Rendimento del dividendo	Perf. da inizio anno	Perf. a 1 mese
STOXX Europe 600	18,8 x	5%	3%	-30%	33%	3,1%	-10,0%	9,7%
Materie prime								
Risorse di base	15,8 x	-2%	-24%	-28%	34%	4,3%	-11,5%	15,9%
Petrolio & gas	36,9 x	40%	-16%	-79%	214%	5,5%	-27,0%	14,8%
Ciclici								
Automobile e pezzi di ricambio	19,6 x	-10%	-17%	-69%	197%	2,3%	-16,7%	17,4%
Chimici	23,6 x	4%	-13%	-14%	22%	2,7%	-4,6%	9,9%
Costruzione e materiali	20,0 x	8%	17%	-29%	35%	2,9%	-9,8%	13,2%
Beni e servizi industriali	23,2 x	5%	6%	-31%	40%	2,3%	-11,5%	15,2%
Media	18,0 x	10%	0%	-26%	28%	2,8%	-16,3%	9,3%
Tecnologia	25,3 x	8%	7%	-3%	29%	1,2%	3,7%	10,0%
Viaggi e divertimento	-9,2 x	-4%	-5%	-151%	257%	1,2%	-26,8%	17,9%
Finanziari								
Banche	13,7 x	13%	2%	-55%	54%	3,6%	-25,7%	20,7%
Assicurazioni	10,4 x	10%	7%	-13%	22%	5,8%	-17,3%	16,7%
Servizi finanziari	21,2 x	-42%	140%	-58%	38%	3,0%	-7,5%	9,3%
Immobiliare	17,5 x	19%	0%	-5%	11%	3,8%	-16,3%	9,7%
Difensivi								
Prodotti alimentari e bevande	22,7 x	4%	7%	-11%	16%	2,5%	-8,2%	2,0%
Salute	18,5 x	4%	6%	1%	13%	2,6%	0,2%	-0,6%
Prodotti per la cura personale e della casa	19,3 x	7%	2%	-13%	18%	2,9%	-5,9%	7,6%
Dettaglio	24,8 x	6%	0%	-25%	37%	2,2%	-6,1%	8,5%
Telecomunicazioni	14,3 x	-9%	-5%	-4%	11%	4,8%	-8,6%	10,3%
Servizi	16,3 x	-12%	24%	-8%	11%	4,5%	-1,4%	11,4%

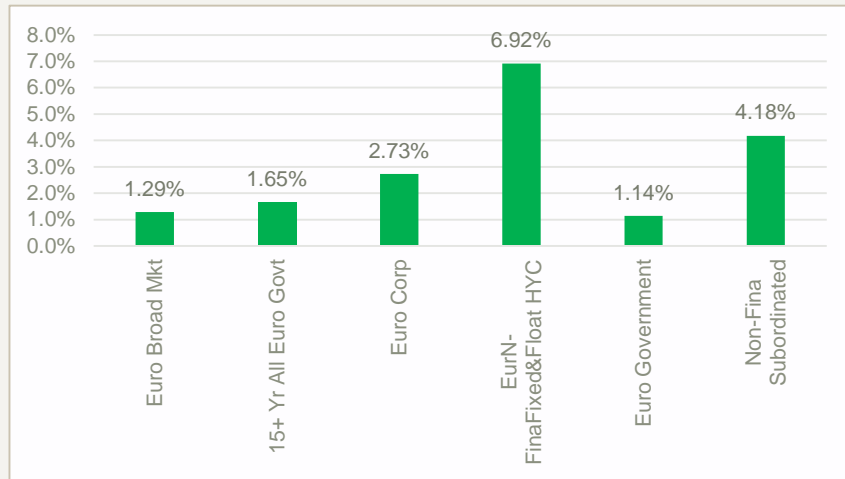
Fonte: ODDO BHF AM SAS, FactSet. Dati al 08/06/2020



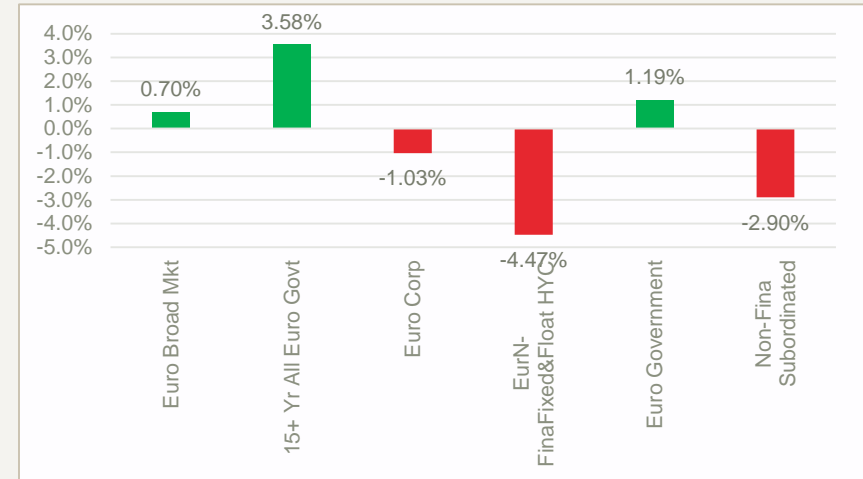
OBBLIGAZIONI



Rendimento totale a 1 mese



Rendimento totale da inizio anno



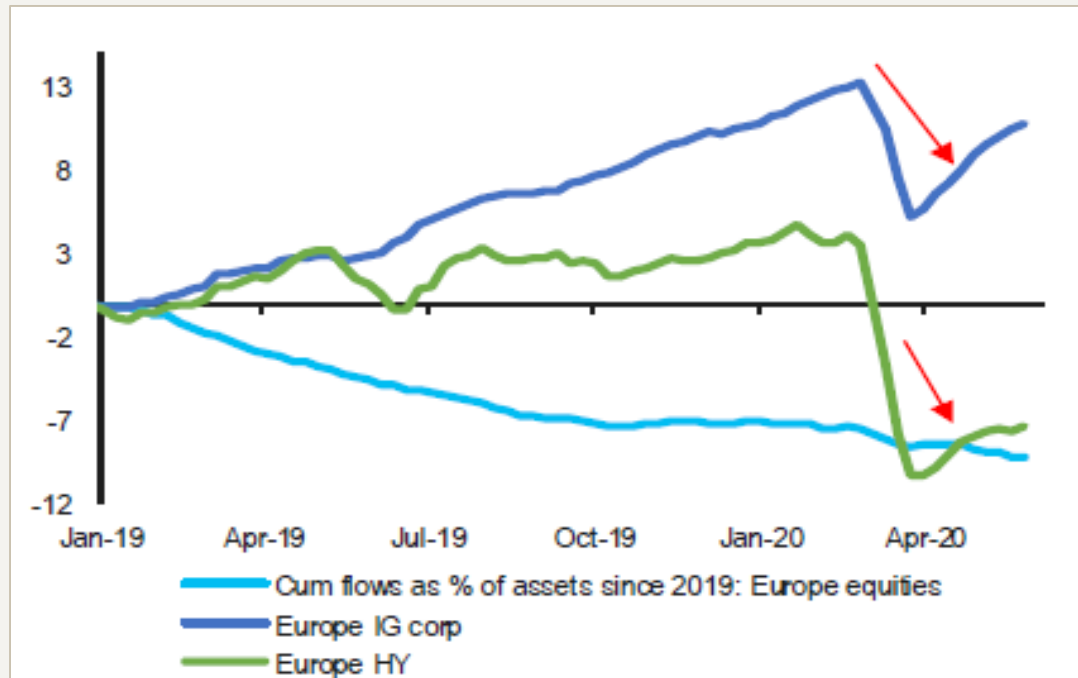
Nome	Duration effettiva attuale al (16.06.2020)	Rendimento effettivo attuale (al 16.06.2020)
Euro Broad Mkt	7,4	0,23
15+ Yr All Euro Govt	18,8	0,80
Obbligazioni corp. Euro	5,3	0,81
EurN-FinaFixed&Float HYC	3,6	4,63
Titoli di stato Euro	8,4	0,13
Subordinati non fin.	4,2	2,09

- Rischio significativo sulla ripresa nell'ultimo mese, trainata dalla proposta del Fondo europeo per la ripresa e dalle misure della BCE
- Squilibrio tra offerta e domanda di High Yield (emissioni ridotte, solo parzialmente compensate dai Fallen Angel), che sembra essere un fattore chiave di sovraperformance

Recenti grandi flussi in entrata positivi sui segmenti obbligazionari

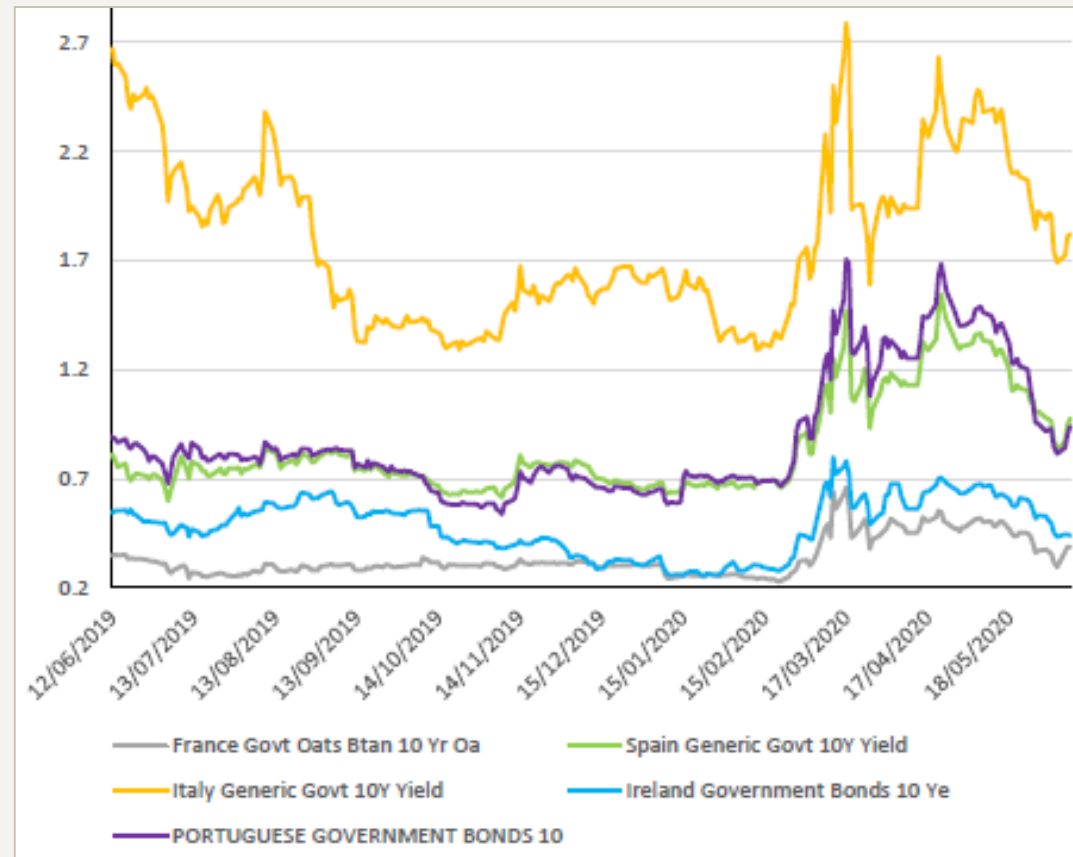


Flussi cumulativi dal 2019 (€mld)

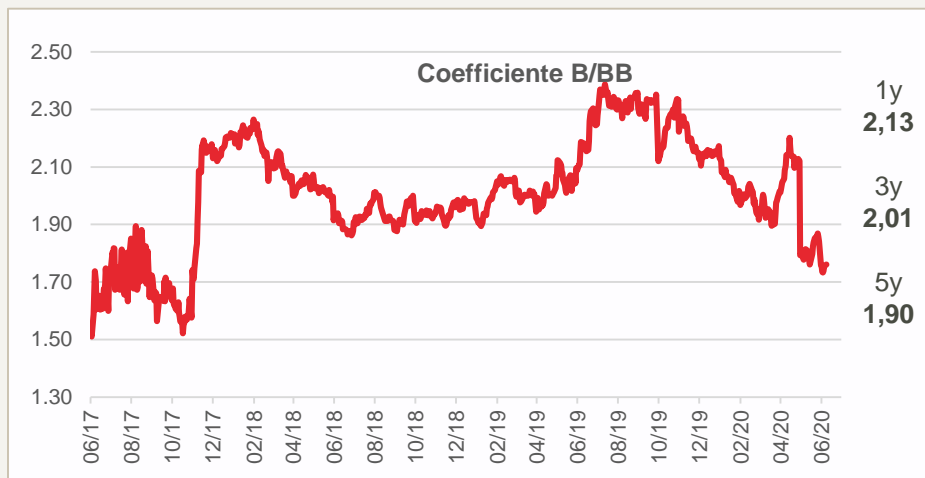
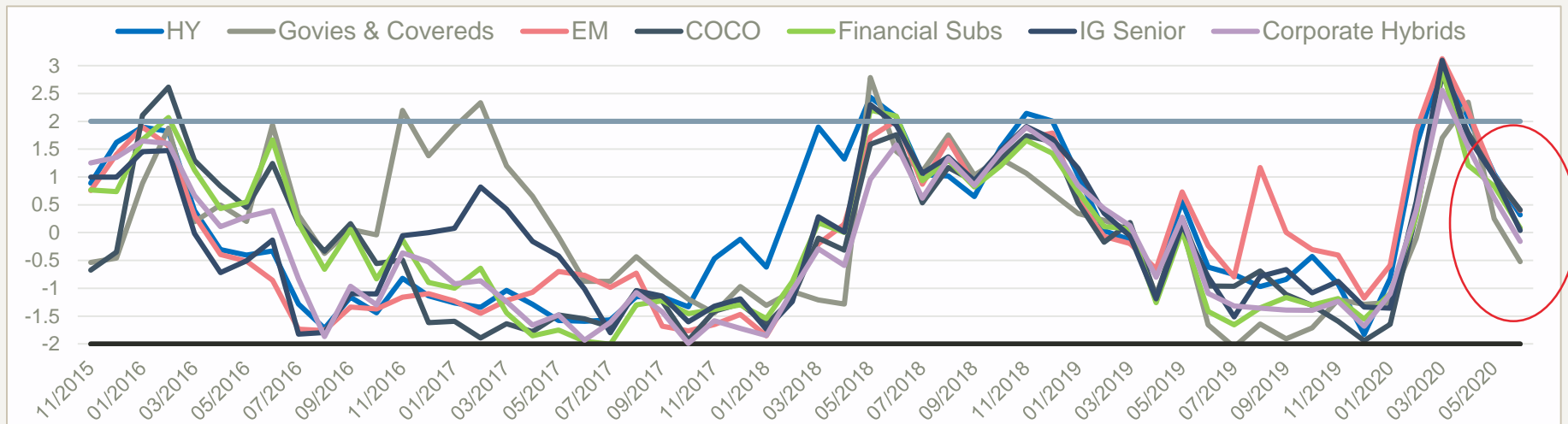




Eurozona: Spread 10a – 12 mesi



I buoni affari sul credito sono finiti, si torna alla selettività e alla cautela



Livello di spread normalizzato:

- Dopo una drastica ripresa, gli spread sono passati da un solido ipervenduto a livelli generalmente equi
- Dati su livelli estremi, che rappresentano da sempre un indicatore di mercato altamente affidabile

Dispersione del mercato dell'high yield:

- La recente sovraperformance di titoli B/BB potrebbe essere stata esagerata considerando le previsioni macroeconomiche incerte

Quale strategia sul fronte obbligazionario?



	Dove ci posizioniamo?	Quale posizionamento?
Tassi	<ul style="list-style-type: none">Tante buone notizie già scontate, i Bund dovrebbero restare nel range di scambio, il QE della banca centrale e le indicazioni per il futuro dovrebbero garantire che i rendimenti restino bassi, come il controllo della curva del rendimento	<ul style="list-style-type: none">Neutrali, sovrappeso nei periferici
Investment grade	<ul style="list-style-type: none">Gli spread si contrarranno a fine anno, con un massiccio sostegno delle politiche	<ul style="list-style-type: none">Restare sovrappeso
High yield	<ul style="list-style-type: none">Tatticamente, un contrattempo è possibile, i rendimenti del medio termine saranno positivi	<ul style="list-style-type: none">Breve termine: restare neutrali
Finanziari subordinati	<ul style="list-style-type: none">Le tendenze di compressione resteranno intatte, la bassa volatilità trainata dalle interazioni delle banche centrali porterà ad una continua compressione rispetto ai senior	<ul style="list-style-type: none">Solo per investitori sofisticati, rendimenti estremamente volatili
Credito USA	<ul style="list-style-type: none">Solida misura di sicurezza da parte della FED, le emissioni dovrebbero calare nel secondo semestre, i default nell'HY potrebbero aumentare, entrambi i segmenti dovrebbero approfittare di un contesto di rendimenti bassi, magari anche di un certo consolidamento nell'high yield nel breve termine	<ul style="list-style-type: none">Sovrappeso IG, neutri HY
Credito ME	<ul style="list-style-type: none">Gli spread si sono già molto contratti, il carry trade potrebbe funzionare, tuttavia restano questioni fondamentali	<ul style="list-style-type: none">Prendere benefici

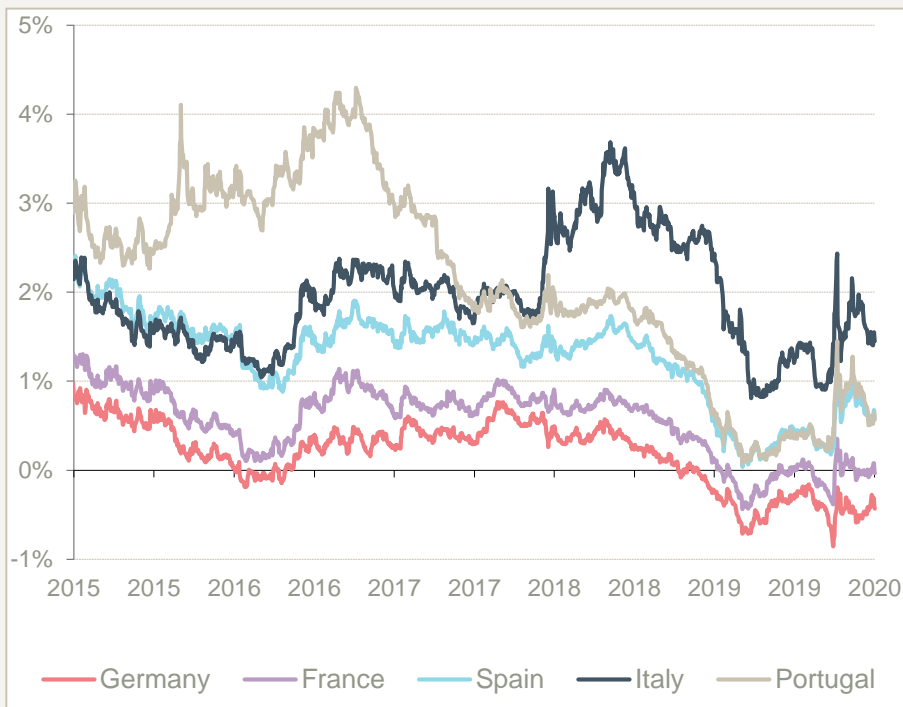


ALTRE ASSET CLASSI

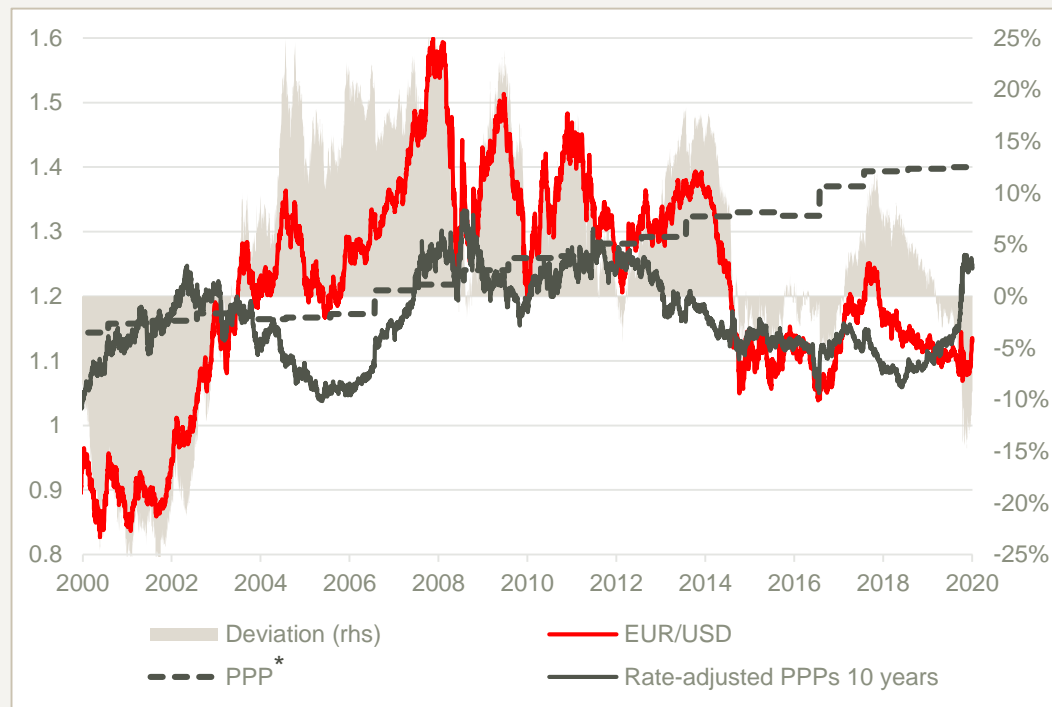
Il cambio EUR/USD potrebbe finalmente prendere il volo



Rendimenti titoli di stato a 10 anni



EUR USD: parità e differenziale del tasso d'interesse

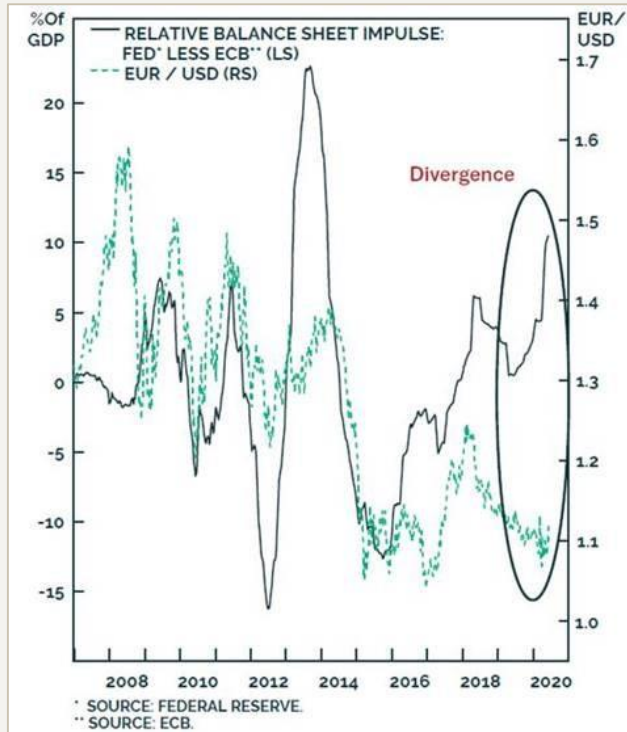


Fonte: ODDO BHF AM, Bloomberg | Dati al 02.06.2020 | PPP* Parità Potere d'acquisto

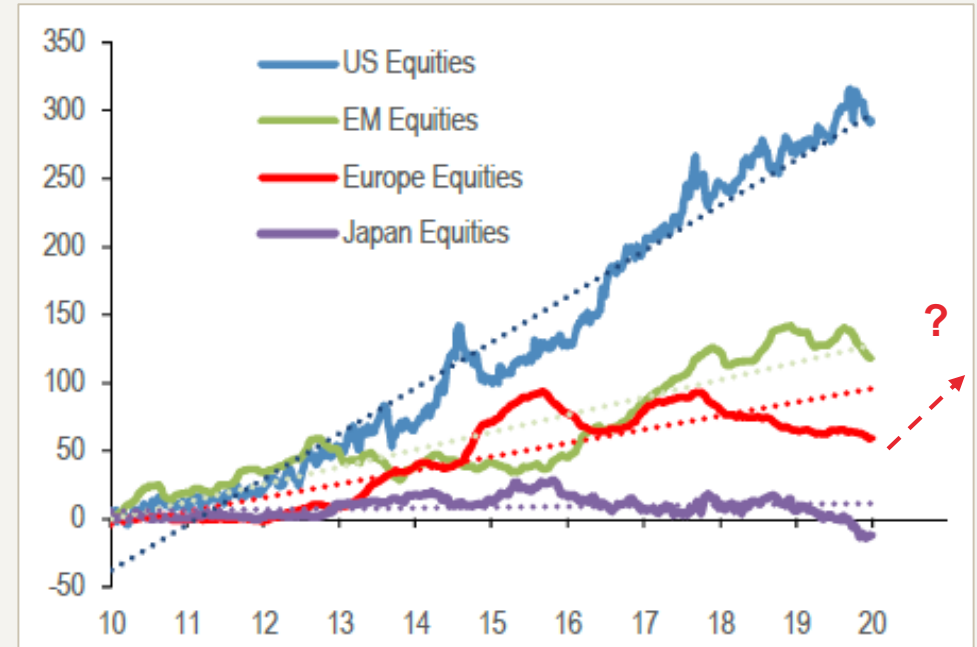
Gli investitori globali hanno evitato i mercati emergenti e l'Europa per 2 anni e il Giappone per 4. È il momento di cambiare



Impulso per il saldo relativo



Flussi cumulativi nei mercati azionari (\$mld)



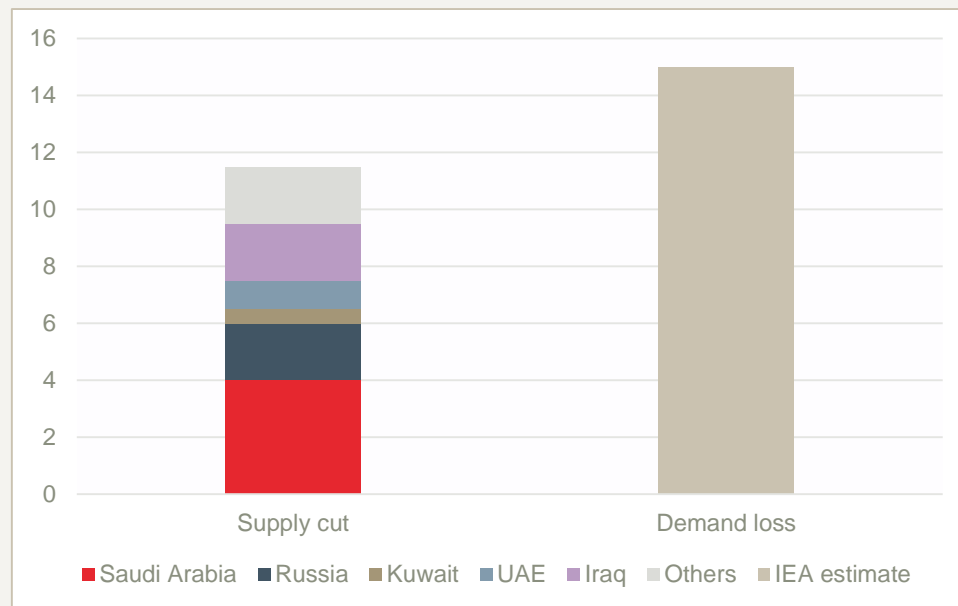
Finalmente si stabilizzano le materie prime



Greggio, variazione su 5 anni



Domanda-offerta petrolio a giugno





04

IL NOSTRO POSIZIONAMENTO



Condizioni per una ripresa sostenuta nei mercati rischiosi

- Calo significativo dei tassi d'infezione ✓
- Misure di sicurezza massime adottate da banche centrali e governi ✓
- Fattore paura al massimo e volatilità in calo ✓
- Le strategie di uscita dal lockdown danno spazio a un'ampia normalizzazione ✓
- Formazione dal basso Sviluppo economico ✓
- Formazione dal basso Aspettative di utile ✗



Posizionamenti

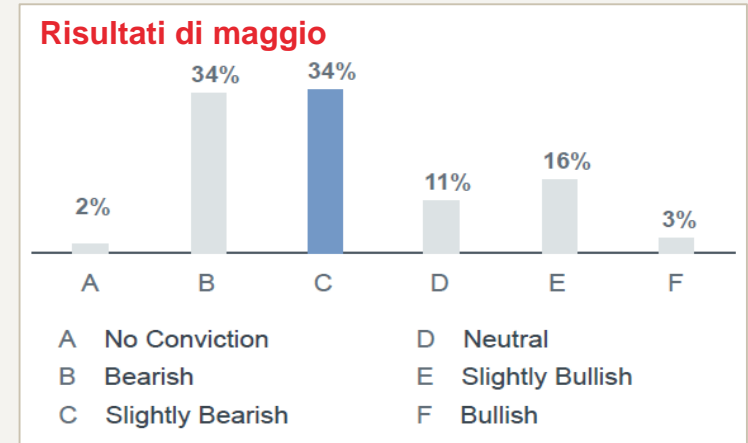
- **Azioni:** neutrali con un potenziale ostacolo dovuto alle valutazioni, anche se i minimi sono già stati raggiunti. Modalità "acquistare al minimo"
- **Investment grade:** Ovvio sovrappeso sulle obbligazioni a causa del Backstop
- **High Yield** interessante dal punto di vista del carry, difficile però vedere un'ulteriore contrazione dello spread nei prossimi 3 mesi
- Sviluppo del **tasso d'interesse** tra shock dell'offerta e monetizzazione.
- **Obbligazioni periferiche:** Opportunità in caso di coordinamento in Europa
- **Regioni:** Più positivi sugli attivi rischiosi in EUR rispetto a quelli degli USA
- **Legate all'inflazione:** Sovrappeso. Le aspettative d'inflazione nell'Eurozona (5a/5a) all'1,1% restano ai minimi di sempre



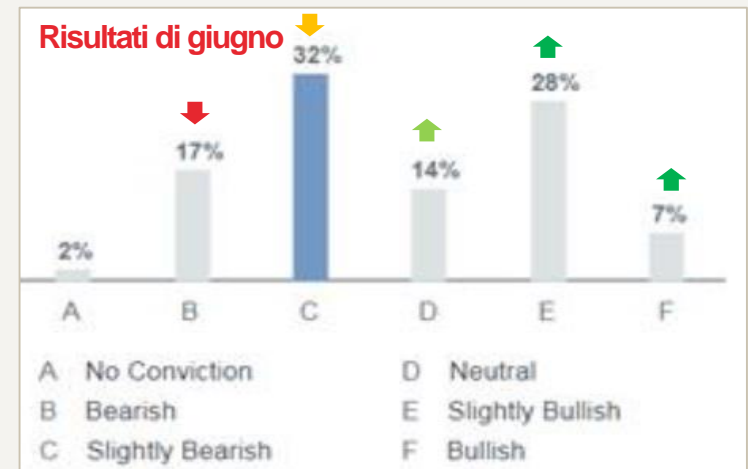
“Quale importante mercato azionario dovrebbe andare meglio a **maggio**?”



“Che cosa pensate degli attivi rischiosi?”



“Quale importante mercato azionario dovrebbe andare meglio a **giugno**?”



Fonte: ODDO BHF AM, GS, Marquee Quick Poll, 4 giugno 2020, le performance ottenute nel passato non sono un'indicazione affidabile di quelle future e possono variare nel tempo.



ODDO BHF AM è la divisione di asset management del gruppo ODDO BHF. ODDO BHF AM è il marchio comune di quattro società di gestione giuridicamente distinte: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Germania), ODDO BHF Private Equity SAS (Francia) e ODDO BHF Asset Management Lux (Lussemburgo).

Il presente documento, a carattere promozionale, è stato redatto da ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. La responsabilità della sua diffusione ad eventuali investitori è di ogni promotore, distributore o consulente.

Si invita il potenziale investitore a rivolgersi ad un consulente d'investimento prima di sottoscrivere il fondo regolamentato dall'Autorité des Marchés Financiers (AMF) o dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Si ricorda all'investitore che i fondi presentano un rischio di perdita del capitale, oltre che un certo numero di rischi legati agli strumenti/alle strategie in portafoglio. In caso di sottoscrizione l'investitore è tenuto obbligatoriamente a consultare il Documento di informazioni chiave per gli investitori (KIID) o il prospetto dell'OIC per essere pienamente consapevole dei rischi potenziali. Il valore dell'investimento è soggetto a variazioni sia positive che negative e potrebbe non essere interamente restituito. L'investimento deve avvenire in base agli obiettivi d'investimento, all'orizzonte d'investimento e alla capacità di far fronte ai rischi legati all'operazione. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS non sarà inoltre ritenuta responsabile per eventuali danni diretti o indiretti causati dall'utilizzo del presente documento o delle informazioni in esso contenute. Tali informazioni sono fornite unicamente a scopo indicativo e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento, senza preavviso.

Si ricorda agli investitori che i risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo. Essi vengono presentati al netto delle spese, oltre alle spese eventuali di sottoscrizione addebitate dal distributore e oltre alle imposte locali. Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della sua pubblicazione, possono variare in funzione delle condizioni di mercato e non comportano in alcun caso la responsabilità contrattuale di ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. I valori di liquidazione indicati nel presente documento sono forniti unicamente a scopo indicativo. Fa fede soltanto il valore di liquidazione presente sul fissato bollato e sugli estratti conto dei titoli. La sottoscrizione e il riscatto degli OIC si effettuano a valore di liquidazione ignoto.

I KIID e i prospetti sono disponibili gratuitamente presso ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o sui siti am.oddo-bhf.com nonché presso i distributori autorizzati. La relazione annuale e quelle semestrali sono disponibili gratuitamente presso ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o sul suo sito Internet am.oddo-bhf.com, oppure su semplice richiesta presso ODDO BHF Asset Management GmbH.

Si prega di notare che, a partire dal 3 gennaio 2018, ogni volta che ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS fornirà servizi di consulenza all'investimento, tali servizi saranno offerti su base non indipendente, in linea con la direttiva europea 2014/65/UE (la cosiddetta "direttiva MIFID II"). Si prega inoltre di notare che tutte le raccomandazioni espresse da ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS sono fornite sempre a scopo di diversificazione.

ODDO BHF Asset Management SAS (France)

Società di gestione patrimoniale certificata dall'autorità francese dei mercati finanziari (AMF) con il numero GP 99011. Fondata come società per azioni semplificata con capitale autorizzato di €9.500.000. Iscritta al registro del commercio e delle imprese di Parigi con il numero 340 902 857.

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 Francia - Tel.: 33 (0)1 44 51 85 00