

Deutsche Bank



Aprile 2020

CIO Special



Asset allocation strategica
Portafogli robusti nell'incertezza

Contenuti

01	Asset allocation strategica (SAA): anticipare il futuro	
	<ul style="list-style-type: none">- L'asset allocation strategica (SAA) è la fonte principale dei rendimenti di portafoglio- Indirizzare le esigenze individuali degli investitori- Definire i parametri chiave- Comprendere le implicazioni dell'incertezza per la costruzione di portafoglio- Ottimizzare dato un livello di incertezza	p.2
02	Passi successivi	
	<ul style="list-style-type: none">- Migliorare la SAA con l'asset allocation tattica- Incorporare una forma di copertura sistematica- Continuare a migliorare attraverso un controllo qualità indipendente	p.8
03	Conclusioni	p.10



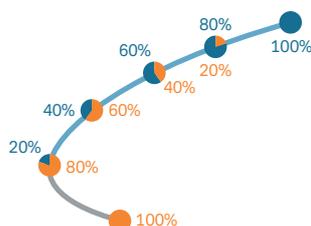
Iniziare con l'efficienza

Il classico approccio di asset allocation strategica (SAA) è quello di predire parametri per ogni asset class, quali:

- Rendimento
- Volatilità
- Correlazione



Successivamente si calcola la combinazione ideale di asset classes che offra il più alto livello di rendimento per un dato rischio.



Ed infine si sceglie una SAA iniziale con un livello appropriato di rischio e rendimento.



La sfida dell'incertezza

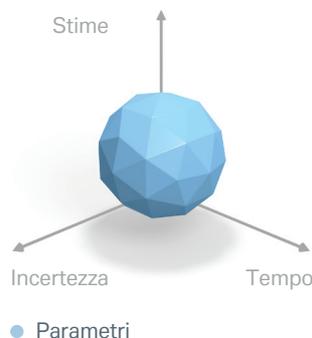
L'approccio classico è senza dubbio la miglior soluzione se assumiamo che i parametri stimati si realizzino come anticipati, che invece è improbabile.

Alcuni parametri sono più stimabili di altri

Il **90%*** delle performance deriva da SAA.



Dovremmo prendere esposizioni più nette quando consideriamo le stime più probabili, evitando così di destabilizzare le esposizioni basate su stime incerte.

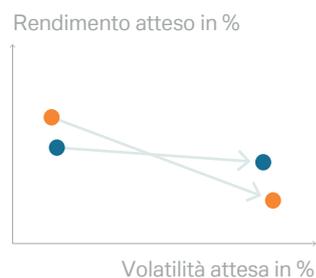


I 4 punti per una solida SAA.

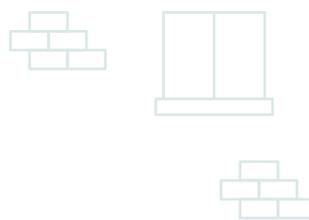
Focus sulla solidità

Un approccio solido di SAA significa capire le caratteristiche di ogni parametro e come possano influenzare il processo di ottimizzazione di portafoglio.

- Costruire una SAA che sia meno sensibile a parametri instabili
- Evitare ottimizzazioni instabili basate su parametri incerti
- Ridurre il rischio di rendimenti limitati se i parametri reali differiscono da quelli stimati



- Costruzione di portafoglio solida
- Costruzione di portafoglio classica



1. Effettuare delle stime, consapevoli che avranno un certo grado di incertezza
2. Capire cosa sappiamo e cosa non possiamo sapere
3. Capire come diversi scenari possano impattare sul portafoglio
4. La robustezza è più importante dell'efficienza per ridurre le vulnerabilità

* Si veda ad esempio Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: *Determinants of Portfolio Performance*: Financial Analysts Journal, January-February 1995.



Christian Nolting
Global CIO,
Deutsche Bank

Introduzione

Noi tutti conduciamo una vita sotto alcune condizioni di incertezza, non sapendo cosa ci può attendere in futuro. Questo è certamente vero per gli investitori che giustamente diffidano di tutti coloro che assicurano di conoscere quello che accadrà in futuro. Ogni stima dovrebbe essere infatti associata ad una probabilità di verificarsi.

L'asset allocation strategica (SAA) tende a determinare circa il 90% dei rendimenti a lungo termine di un portafoglio.

Contrariamente alle prime impressioni, tuttavia, un'asset allocation strategica efficace non pretende di avere una stima perfetta dei rendimenti futuri delle asset class ma cerca invece di gestire in modo ottimale un contesto incerto a fronte delle caratteristiche di ciascun investitore. Per questa ragione una SAA deve affrontare l'incertezza: diversi tipi di incertezza possono avere varie implicazioni per i portafogli, per questo è fondamentale acquisire consapevolezza sulle aree che conosciamo e quelle relativamente alle quali le stime che siamo in grado di produrre continueranno ad incorporare elevati livelli di variabilità.

L'asset allocation strategica deve affrontare l'incertezza – non ignorarla

L'asset allocation strategica è fondamentale per ottenere rendimenti sostenibili di portafoglio ma non è l'unico elemento del processo di costruzione di portafoglio. Sebbene una solida asset allocation strategica rappresenti il primo passo, è possibile comunque affinarla ed integrarla attraverso ulteriori tecniche di gestione del portafoglio, come vedremo successivamente.

Gestiamo portafogli multi-asset da molti anni (dal 1968) e il nostro processo di investimento si è evoluto nel tempo per riflettere un contesto economico-finanziario in continuo cambiamento. Due fattori sono emersi in particolare negli ultimi anni: il primo è la costante riduzione dei rendimenti obbligazionari; il secondo è una crescita dell'incertezza, in molteplici forme. L'asset allocation strategica riveste nell'ambito del processo di investimento un ruolo critico nell'affrontare queste ed altre sfide poste dai mercati finanziari e dalla loro evoluzione.

¹ L'asset allocation strategica (SAA) è l'allocation a lungo termine di un portafoglio investimenti in categorie diverse in un modo previsto da essere ottimale per il singolo investitore offrendo il meglio possibile livello di rendimento per un determinato livello di rischio.

² Vedi ad esempio Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, January-February 1995.

³ Un "insieme di opportunità" si riferisce alle varie possibili combinazioni di asset in un portafoglio; una di queste sarà quella capace di offrire la base di rischio / rendimento ottimale per un investitore.

Asset allocation strategica: anticipare il futuro

L'elemento chiave della performance di portafoglio

L'asset allocation strategica è l'allocazione a lungo termine del portafoglio di un investitore nelle diverse asset class - azioni, obbligazioni, materie prime, strategie alternative, liquidità e cambi. Il suo obiettivo è raggiungere il massimo rendimento complessivo a lungo termine date le specifiche preferenze dei singoli investitori, che includeranno vari aspetti del rischio. La SAA viene costruita perseguendo la combinazione ottimale tra le classi di attività finanziarie in un portafoglio.

Questo può sembrare un esercizio astratto, ma l'allocazione strategica tende ad avere profonde implicazioni - positive o negative - per i risultati conseguiti dai portafogli. Numerosi studi economici e finanziari dimostrano che in media circa il 90% dei rendimenti a lungo termine di un portafoglio può essere spiegato dalla composizione dell'asset allocation strategica; fonti alternative di rendimento, quali *market timing* o selezione di singoli titoli, sono sensibilmente meno affidabili. Quindi questo è il fattore più importante da tenere in considerazione.

Figura 1: perché ci sono varie asset allocation strategiche

Fonte: Deutsche Bank AG al 18 agosto 2019.



⁴ Le ragioni dell'importanza della SAA possono essere sintetizzate come segue. In primo luogo, decisioni tattiche (a breve termine) possono essere giuste o sbagliate. Ma se rimaniamo in un intorno della SAA, queste scelte tattiche si ci penseranno nel lungo periodo e possono avere apportare benefici. Secondo, gli errori sulle stime dei rendimenti attesi tendono a ridursi nel tempo, in sostanza i rendimenti si stabilizzano nel tempo. Terzo, la stima dei parametri del mercato dei capitali può essere più solida se fatta su più categorie, come tendono ad essere fatte in un SAA dato che gli errori di stima su categorie ben specifiche tendono a ridursi perché le stime sono migliori. Come menzionato, il calcolo dietro la stima del 90% si trova in Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower: Determinants of Portfolio Performance: Financial Analysts Journal, January-February 1995

Non esistono “taglie uniche”

Per essere chiari, non esiste un'asset allocation strategica unica per tutti, per diversi motivi. Come ben noto, gli investitori hanno obiettivi e caratteristiche comportamentali diversi e di conseguenza diverse preferenze di investimento - ad esempio in termini di tolleranza del rischio nelle sue varie forme⁵. Questo significa che molte strategie di investimento sono offerte in molteplici varianti: le più comuni hanno denominazioni quali “bilanciato”, “equilibrato”, “conservativo” e così via, a seconda dei livelli di rischio - con differenti allocazioni per asset class.

Gli investitori non hanno solo preferenze di investimento diverse, ma si caratterizzano anche per le loro diverse situazioni patrimoniali. Gli investitori in diversi paesi hanno accesso a diversi strumenti, si veda ad esempio l'importanza delle obbligazioni “municipal bonds” negli Stati Uniti o le restrizioni all'accesso ai mercati finanziari di alcuni paesi emergenti. Le preferenze di investimento sono anche condizionate dalle considerazioni fiscali, che variano da paese a paese. Inoltre, gli investitori devono considerare le implicazioni e i fattori di rischio che emergono dai singoli portafogli, come ad esempio il tasso di cambio. Questi elementi sono riassunti nella Figura 1 sopra riportata. Dunque si rendono necessarie diverse allocazioni a seconda delle caratteristiche di ciascun investitore.

Anticipare il futuro

L'asset allocation strategica si focalizza sulla migliore combinazione di asset class per rendimenti attesi dato un determinato livello di rischio (o altri vincoli specifici). Per fare ciò, dobbiamo formulare delle aspettative sull'evoluzione dei mercati nel periodo previsto dall'investimento. Anche per il calcolo più teorico, bisogna avere una profonda conoscenza. I parametri di base da tenere in considerazione sono i seguenti:

1. Il **rendimento atteso**⁶ di ciascuna delle asset class da considerare nel portafoglio;
2. La **volatilità attesa**⁷ di ciascuna delle asset class;
3. **Correlazioni attese**⁸, ovvero le relazioni tra le varie asset class.

Conoscendo esattamente questi fattori, gli investitori possono ottimizzare i loro portafogli in base ad una serie di tecniche di allocazione ben definite, ad esempio calcolando la “frontiera efficiente” (si veda ad esempio il box 2 a pagina 7). Ma il risultato di questo tipo di formulazioni, matematicamente eleganti, dipende interamente dall'attendibilità dei parametri impiegati. Realisticamente, siamo in grado di prevedere con precisione rendimenti, volatilità e correlazioni future? Questa è la domanda che è necessario fare ogni volta che ci troviamo di fronte ad una “frontiera efficiente” che sembra avere delineato precisamente le prospettive future.

Secondo la nostra metodologia, la risposta è che utilizzando tecniche di analisi e stima di lungo termine oltre che considerando una serie di accorgimenti possiamo creare un approccio realistico di partenza, che necessita tuttavia di sviluppi ulteriori. L'approccio, sebbene consideri l'analisi del passato, è sempre orientato al futuro e non si limita dunque ad osservare ciò che è accaduto storicamente assumendo che continui indefinitamente.

⁵ Si consideri ad esempio il rischio sistematico di volatilità, dovuto al complesso movimenti nel mercato, ed il rischio al ribasso, downside risk o rischio di rendimenti reali inferiori ai rendimenti attesi. Diversi concetti devono essere affrontati con diversi approcci. Si veda la sezione 2.

⁶ Il rendimento di un investimento è il profitto in un determinato periodo, sia al lordo o al netto dei costi.

⁷ La volatilità è il grado di variazione di una classe di attività o di un titolo individuale per un periodo di tempo: può essere storico o atteso.

⁸ La correlazione è come due categorie di singoli titoli si muovono, l'una in relazione all'altro. Una correlazione di 1 significa si muovono esattamente allo stesso modo. La correlazione zero significa che non c'è una relazione osservabile.

Box 1



Stimare i rendimenti di lungo periodo delle singole asset class

Non possiamo conoscere i rendimenti futuri delle singole asset class, ma è possibile farne delle stime ragionevoli di lungo periodo per indirizzare l'asset allocation. Molti fattori influenzano queste stime di rendimento e vi sono vari modi di implementarle all'interno dell'asset allocation strategica (SAA), utilizzando modelli di rischio e rendimento che tengano in considerazione cambiamenti strutturali nelle singole asset classes, nello scenario macroeconomico o di mercato.

Combinando questi fattori attentamente possiamo stimare i rendimenti attesi nel lungo periodo, almeno dieci anni, per le principali asset class. Si noti che la stima viene effettuata su questo orizzonte temporale perché il livello di confidenza cresce notevolmente con la diminuzione dell'incidenza dovuta ad elementi contingenti legati al breve periodo.

Ad esempio, la stima dei rendimenti obbligazionari si basa su differenti approcci. Primo, osserviamo le curve dei rendimenti in ogni mercato. I rendimenti attesi sono poi rivisti per riflettere eventuali variazioni di qualità del credito o cicli di default. Questa analisi infine tiene anche in considerazione i cambiamenti più importanti ritenuti possibili dai nostri economisti.

Previsioni: dalla teoria alla realtà

Mentre le previsioni a lungo termine forniscono un utile quadro di partenza, siamo consapevoli di non poter conoscere con certezza rendimenti, volatilità e correlazioni future delle varie asset class; e questo non dovrebbe stupire. Come è stato anticipato nell'introduzione di questo approfondimento, la nostra vita - finanziaria e non - ha luogo in condizioni di incertezza: la conoscenza di cosa ci aspetta è sempre limitata e dunque imperfetta.

La storia ci insegna tuttavia che spesso si tende ad ignorare tale incertezza nelle scelte di allocazione di portafoglio, a proprio rischio e pericolo. Anche deviazioni relativamente lievi dalle stime di rendimenti, volatilità e correlazioni possono comportare che portafogli considerati "ottimali" ex ante si rivelino deludenti rispetto alle aspettative. Questo può avvenire sia nel caso in cui le stime iniziali siano marcatamente errate, sia quando vi sia fatto troppo affidamento senza considerarne i limiti.

Per far fronte a queste sfide, bisogna applicare due condizioni base, non esclusive:

- Innanzitutto, semplificare le ipotesi e i principi alla base dei modelli o processi di investimento per renderli più applicabili e adattabili alla realtà.
- In secondo luogo, comprendere la natura dell'incertezza e tentare di includerla nel proprio processo d'investimento. L'obiettivo qui deve essere quello di gestire l'incertezza in modo positivo, piuttosto che semplicemente accettarla.

Semplificare la realtà per creare un modello teorico praticabile è un concetto accettato da molte scienze sociali, come l'economia, e anche da alcune scienze naturali. Semplificazioni nei modelli di investimento possono assumere varie forme, come discuteremo nel Box 2 di seguito.

Come sappiamo per esperienza la semplificazione eccessiva può presentare pericoli in specifici momenti. Anche piccole variazioni nei valori attesi, come per esempio le correlazioni tra asset class, possono comportare risultati piuttosto diversi da quanto anticipato. I risultati possono deviare dai valori attesi di un certo grado addirittura nel senso opposto. Questo concetto va trattato con grande cura. Bisogna quindi evidenziare con rigore che i modelli devono essere calibrati considerando la natura dell'incertezza e le implicazioni per i risultati delle allocazioni di portafoglio. Questo elemento deve essere considerato parte integrante del processo di investimento, non come un complemento di marginale importanza.

Box 2



Modelli per l'ottimizzazione del portafoglio – come semplificare

Negli ultimi sei decenni circa, l'asset allocation ha avuto come punto di partenza storico l'idea di "frontiera efficiente"⁹, ovvero l'insieme dei portafogli che offrono il rendimento atteso più elevato per un determinato livello di rischio. Ciò è stato quindi legato al concetto di portafoglio di mercato globale¹⁰, ponderato in base alla capitalizzazione totale di ciascuna delle singole asset classes, come ad esempio nel modello Black-Litterman, al fine di ricavare rendimenti impliciti ed evitare le difficoltà connesse alla stima di rendimenti attesi.

Nonostante la longevità di tali approcci, questo *portafoglio di mercato globale* non è semplice da definire. A livello pratico, bisogna decidere quali asset class considerare e quali si desidera escludere ad esempio per difficile accessibilità o scarsa liquidità. Anche la dimensione relativa dei mercati cambia nel tempo, a seguito di cambiamenti strutturali nella rilevanza relativa di settori o paesi. Inoltre, come già menzionato, gli investitori nel mondo hanno vincoli e preferenze a livello individuale che renderanno l'investimento in questo portafoglio globale di difficile implementazione o sub-ottimale.

Nonostante questi limiti, il concetto di *frontiera efficiente* può essere un inizio efficace per puntare a valutare sistematicamente alcune informazioni rilevanti sulle singole asset class. Possiamo poi utilizzare vari approcci per rielaborare queste informazioni. Se decidiamo che non possiamo accettare stime puntuali dei rendimenti ex ante con un elevato livello di confidenza, è possibile cambiare approccio radicalmente, ad esempio quello definito "risk parity". Questa metodologia si concentra sulla modulazione del peso di diverse asset class con lo scopo di ottenere da ciascuna lo stesso contributo al rischio. Oppure, nel caso manchi un sufficiente livello di confidenza nella stima di volatilità e correlazioni future, si potrebbe applicare modelli di allocazione che facciano meno affidamento su questi input.

Fino a questo punto abbiamo trattato il tema dell'incertezza con un approccio binario: o si conoscono con precisione i parametri attesi di rendimento, volatilità e correlazione o non si conoscono affatto, escludendoli dunque dalle logiche di costruzione di portafoglio. Ma il punto cruciale è che, per rendere efficaci tali modelli, si rende necessario integrare una valutazione più approfondita sulla natura dell'incertezza. Non possiamo evitarla e dobbiamo sapere come potrebbe influenzare le variabili in gioco, evidenziando in maniera esplicita in quali aree siamo meno fiduciosi delle nostre valutazioni, evitando quindi un'esposizione eccessiva. Pensiamo che questo sia il miglior modo per ottenere una robusta costruzione del portafoglio, in cui prendere decisioni basate su una solida base analitica legata all'efficienza in termini di rapporto tra rischio e rendimento, tenendo tuttavia in considerazione possibili deviazioni derivanti da scenari diversi rispetto alle aspettative formulate ex ante.

⁹ La frontiera efficiente viene visualizzata graficamente tracciando i rendimenti degli investimenti su un asse rispetto e la deviazione standard, come misura di rischio, sull'altro. Sulla frontiera efficiente, il portafoglio non può offrire rendimenti più elevati senza un aumento del rischio.

¹⁰ Il global market portfolio comprende in teoria tutte diverse asset classes nel mondo, ponderate per la dimensione di ciascuna classe di asset class su tutti mercati finanziari globali. In pratica, questo portafoglio di mercato globale non è investibile.

Comprendere la natura dell'incertezza

L'incertezza è la mancanza di conoscenza completa degli eventi futuri. Se l'incertezza è elevata, esiste un'ampio ventaglio di diversi scenari futuri con una probabilità significativa di realizzarsi.

La distribuzione delle probabilità di possibili scenari futuri varia in termini di estensione ed implicazioni risultanti. Nel mondo degli investimenti, l'incertezza dei singoli parametri differisce tra le singole asset classes e per le loro combinazioni. Dipende fortemente dalla natura del parametro ed è significativamente diversa per rendimenti attesi, volatilità e correlazioni - e questi parametri non sono indipendenti tra loro, producendo ulteriore complessità.

E' evidente che l'incertezza dei singoli parametri abbia un impatto determinante sull'attrattività relativa dei diversi portafogli possibili e sui loro risultati di investimento. Non potendo dunque prevedere il futuro, possiamo comunque fare delle ipotesi, concentrandoci su quelle aree che comprendiamo meglio per studiare la probabile robustezza dei portafogli di fronte a quegli eventi che invece riteniamo possibili sebbene improbabili. Si definisce così un'asset allocation strategica robusta rispetto alle previsioni, ma non solo.

La robustezza è un attributo chiave e non può mancare quando si considerano gli obiettivi di investimento strategici di un portafoglio. Nel mondo reale, siamo verosimilmente disposti a scambiare una piccola dose di efficienza teorica a fronte di una maggiore garanzia che i risultati conseguiti siano coerenti con le aspettative. Ad esempio, se un modello teorico producesse un'allocation *ottimale* con rendimento obiettivo del 5% nel caso in cui le previsioni si rivelassero esatte, dovremmo essere pronti a considerare un rendimento atteso del 4% a fronte di un portafoglio con minori probabilità di mancare l'obiettivo. Questo incremento della robustezza si raggiunge usando sistematicamente tutte le informazioni disponibili, nell'ambito di un processo che guarda alla frontiera efficiente, ma tenendo in considerazione l'incertezza. In altre parole, si peserebbero le decisioni per il livello di incertezza ad esse associato, evitando o minimizzando l'investimento in aree su cui non abbiamo sufficienti informazioni o capacità di elaborarle. Implementato con accuratezza, questo metodo permette di utilizzare l'incertezza a nostro vantaggio, per rendere i portafogli maggiormente robusti.

In sintesi: a lungo termine, la robustezza in un portafoglio batte l'efficienza. Per raggiungerla, dobbiamo tenere conto di tutte le informazioni derivanti dai mercati finanziari, le nostre opinioni sul conteso economico-finanziario e anche valutare l'incertezza legata a ciascuna ipotesi. Dobbiamo assicurarci che l'asset allocation strategica non si fondi su stime o assunzioni particolarmente incerte. Questo è di critica importanza per costruire portafogli robusti.

Evoluzione della SAA

Vale la pena sottolineare un ultimo punto relativo all'asset allocation strategica (SAA). Nonostante l'obiettivo di investimento sia di lungo termine, potrebbe rendersi necessaria un'evoluzione della SAA. Nel tempo, alcuni elementi cruciali possono subire variazioni significative. Ad esempio, l'importanza relativa dei mercati emergenti è cambiata notevolmente negli ultimi 20 anni, così come dopo la crisi finanziaria del 2008 è cambiata strutturalmente la composizione settoriale di alcuni mercati azionari. La revisione sistematica dei nostri modelli di asset allocation mira a tenere in considerazione questi cambiamenti, possibilmente anticipandoli.

Figura 2: Creazione dell'asset allocation strategica (SAA)

Fonte: Deutsche Bank AG.



Passi successivi

Asset allocation tattica (TAA) a complemento della SAA

Come è stato sottolineato precedentemente, l'asset allocation strategica (SAA) è il fattore chiave per il rendimento di lungo periodo, determinando circa il 90% dei rendimenti dei portafogli. La SAA è quindi una visione di lungo periodo e deve essere personalizzata a fronte di particolari esigenze o caratteristiche di ciascun cliente.

La SAA è un fattore cruciale nel nostro processo di investimento ma l'asset allocation tattica (TAA) può aggiungere ulteriore valore.

La SAA è dunque alla base del nostro processo di costruzione di portafoglio e ipotesi di scenari prospettici. Ci possono tuttavia essere circostanze per le quali risulta potenzialmente efficace modificare temporaneamente i pesi del portafoglio per meglio riflettere alcuni sviluppi di mercato di breve periodo. Questo è quello che chiamiamo *asset allocation tattica* (*tactical asset allocation* o TAA) e riguarda decisioni di investimento con un orizzonte temporale variabile, misurabile in termini di mesi. La TAA però non deve essere confusa con esposizioni di cortissimo respiro.

La TAA, come la SAA, si concretizza esplicitando un'aspettativa per l'evoluzione dei mercati finanziari. L'orizzonte temporale di questi posizionamenti è relativamente breve e ha l'obiettivo di sfruttare la direzionalità dei mercati o disclocazioni dei prezzi di intere asset class o segmenti di esse. Le opportunità che perseguiamo in questo ambito si compongono di un insieme di analisi quantitative e qualitative, valutate a seconda delle caratteristiche di ciascuna fase di mercato. Si tratta di un approccio fondato su tre pilastri:

Pilastro 1 - Il giudizio degli esperti: consideriamo le opinioni di un gruppo di esperti interni ed indipendenti. Questo ci permette di tenere in considerazione diversi livelli di esperienza, indifferentemente che riguardino specializzazioni geografiche, settoriali o di altra natura.

Pilastro 2 - Elementi quantitativi: con l'osservazione di un insieme di indicatori economici e di mercato in maniera congiunta ci aiutiamo ad identificare le dinamiche rilevanti per le varie asset class. Fattori macroeconomici, analisi tecnica e dati relativi ai flussi alimentano modelli proprietari che supportano le decisioni di investimento.

Pilastro 3 - Valutazioni di rischio: esistono molteplici prospettive che supportano l'analisi e valutazione del rischio, come ad esempio analisi di scenario, analisi delle sorprese economiche (se i dati pubblicati si rivelano migliori o peggiori delle aspettative), valutazione del "regime" di mercato etc.

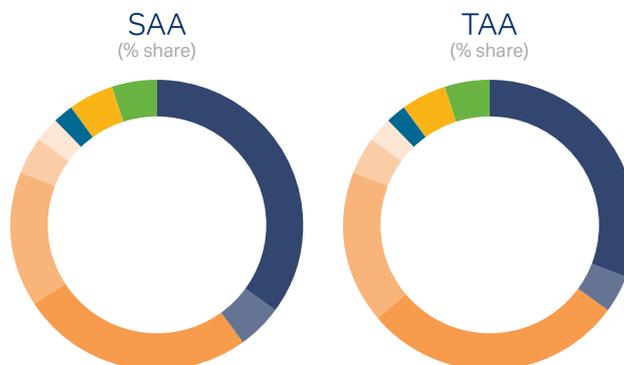
Questi tre pilastri sono aggregati per determinare le variazioni di asset allocation tattica da applicare nei portafogli, declinate in funzione della regione e del profilo di rischio. Alcuni cambiamenti possono essere mantenuti nei portafogli per molti mesi, altri per un periodo di tempo più breve. E' sempre tuttavia tenuta in considerazione la fase implementativa che deve seguire ciascuna decisione. Infine, è importante notare che l'asset allocation tattica (TAA) non può esistere in assenza di un contesto strutturato e ben definito di asset allocation strategica (SAA): sottovalutare questo aspetto comporta notevoli rischi per gli investitori.

¹¹ Tactical asset allocation (TAA) crea dei cambi di breve e medio termine alla strategic asset allocation nel tentativo di guadagnare da alcuni sviluppi di mercato. I cambi eseguiti da una TAA si intendono relativamente alla SAA, la allocazione generale dovrà comunque variare intorno alla SAA.

¹² la analisi tecnica di mercato analizza gli andamenti passati, solitamente basandosi su prezzi o volumi, nel tentativo di predire sviluppi di mercato di breve periodo.

Figura 3: variazioni di asset allocation tattica – un esempio

Fonte: Deutsche Bank AG. Esempio di costruzione di portafoglio. Le asset class nei portafogli variano a seconda delle regioni geografiche e delle singole asset allocation strategiche sottostanti.



Asset class	SAA (%)	TAA (%)	TAA (%)
● Azionario totale	40,0		35,0
● Azionario mercati sviluppati	35,0	-4,0	31,0
● Azionario mercati emergenti	5,0	-1,0	4,0
● Obbligazionario totale	48,0		53,0
● Governativo	26,0	+3,0	29,0
● Societario <i>investment grade</i>	15,0	+2,0	17,0
● Societario <i>high yield</i>	4,0		4,0
● Mercati emergenti	3,0		3,0
● Materiale prime	2,0		2,0
● Strategie alternative	5,0		5,0
● Liquidità	5,0		5,0
Totale	100,0		100,0

OBIETTIVI DELLE VARIAZIONI DI ASSET ALLOCATION TATTIVA:

Abbassare il rischio, riducendo la componente azionaria del portafoglio a beneficio di obbligazioni di alta qualità.

Incorporare una strategia di copertura sistematica

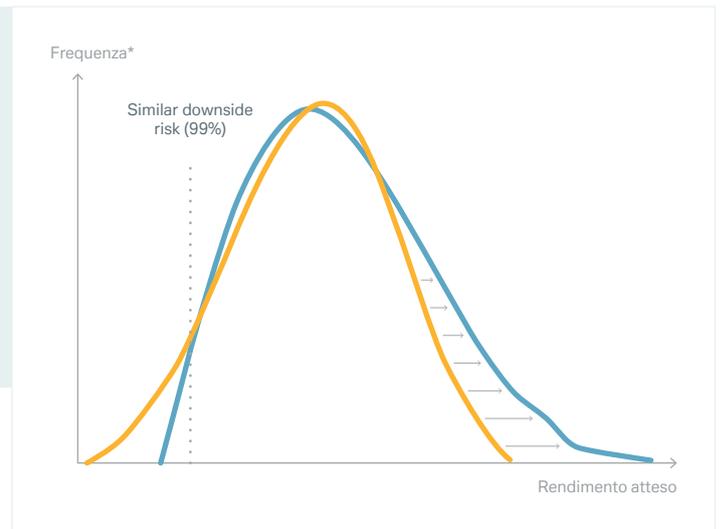
C'è un'altro approccio per rendere il portafoglio ancora più robusto, migliorando ulteriormente il rapporto tra rischio e rendimento. Si tratta di un processo di efficientamento sistematico del portafoglio volto ad incrementare l'esposizione alle asset class con migliori prospettive di rendimento, a parità di rischio. Prendiamo in considerazione le ipotesi di scenari futuri e le utilizziamo per un miglior controllo dei rischi strutturali di mercato. Le stime dei rendimenti futuri devono fare i conti con possibili scenari non previsti o correlazioni instabili. Per gli investitori di lungo periodo e con determinate caratteristiche è possibile disegnare strategie di protezione che gestiscano attivamente l'incertezza, intesa come la possibile manifestazione di scenari inattesi. Per esempio, una copertura sistematica attraverso strumenti derivati, calibrata secondo un processo che definiamo *risk return engineering*, può aiutare l'investitore a espandere significativamente le esposizioni azionarie nei portafogli mantenendo profili di rischio sostanzialmente inalterati.



Figura 4: Utilizzo di coperture sistematiche per migliorare i rendimenti attesi

Fonte: Deutsche Bank AG *
Scala logaritmica A scopo illustrativo.

- Diversificazione classica
- Coperture sistematiche



Un miglioramento continuo attraverso il controllo di qualità

Andando al di là delle performance dei singoli portafogli, è molto importante misurare i risultati e le implicazioni delle decisioni di asset allocation tattica (TAA). Bisogna valutare i risultati delle decisioni di investimento prese nel tempo ed anche i possibili rischi associati con le variazioni apportate all'allocation: i cambiamenti all'interno dei portafogli possono, anche involontariamente, aumentare la concentrazione del rischio su singole asset class, ad esempio. Nella nostra squadra di investimenti esiste una funzione denominata "gestione della qualità di investimento (Investment Quality Management)" che ha l'obiettivo di monitorare i rendimenti, il rischio ed il processo di investimento in tutti i portafogli implementati in tutte le regioni, in modo indipendente.

La trasparenza è un elemento chiave in tutti gli aspetti del processo di costruzione di portafoglio, in quanto permette di individuare, analizzare e correggere eventuali situazioni problematiche, che dipendano da fattori umani o modelli quantitativi. Il tema rimane comunque molto complesso, potrebbe essere paragonato ad un problema di ingegneria civile, che analizza tutti gli aspetti di strutture articolate, od allo studio di una forma biologica evoluta per spiegarne le iterazioni con fattori esterni, come succede nei mercati, dove molti fenomeni finiscono per influenzare i portafogli. L'intenzione deve essere quella di creare continui riscontri per essere sicuri di cogliere e risolvere tutte o la maggior parte delle problematiche che possano emergere, permettendo così di migliorare servizi e processi. Questo è estremamente rilevante per tutti coloro i quali sono coinvolti nel processo di investimento.



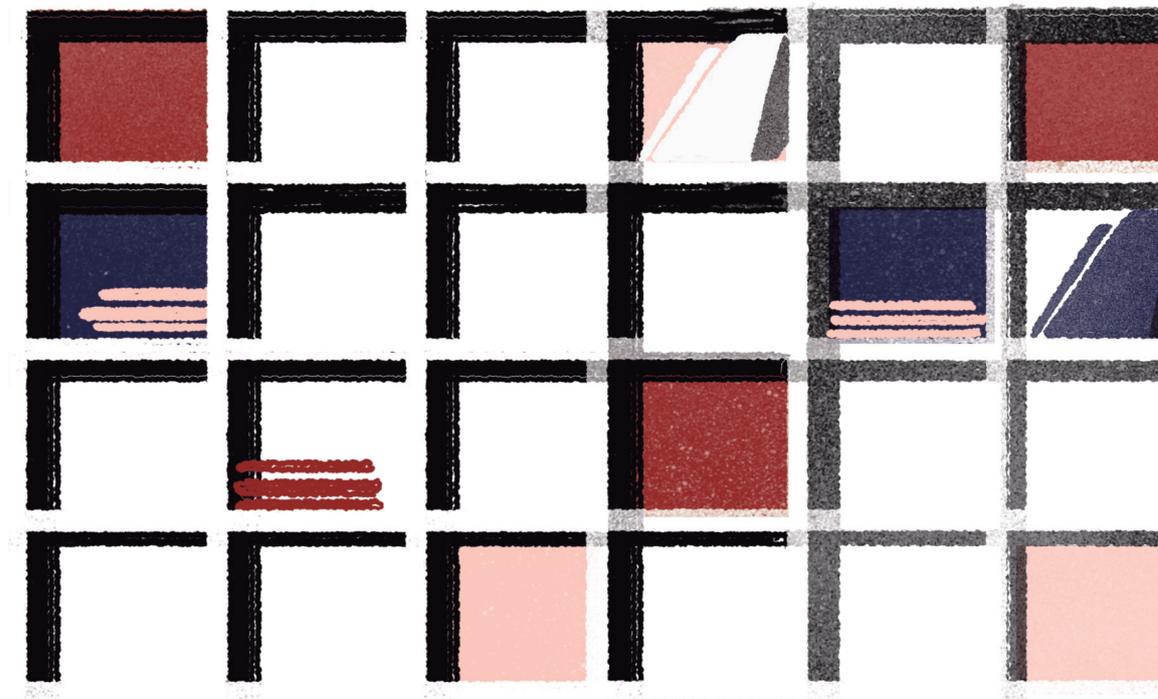
03

Conclusioni

L'asset allocation strategica (SAA) rappresenta il pilastro di ogni processo di investimento orientato a perseguire rendimenti coerenti nel lungo termine. La SAA è quindi, molto sinteticamente, il fondamento di un portafoglio che rispecchi un insieme ottimale di asset class, che possa così ambire a cogliere le opportunità offerte dai mercati, per loro natura incerte.

L'assenza di certezza sul futuro è ciò che abilita l'importanza di una SAA efficace, piuttosto che inutile o potenzialmente dannosa. Infatti la SAA è il motore che spiega il 90% dei rendimenti di un portafoglio nel lungo periodo. Questo significa che il processo di costruzione di una SAA deve tenere in considerazione l'incertezza e le sue implicazioni. Il primo passo è formulare delle aspettative per i rendimenti di lungo periodo delle asset class e successivamente analizzare l'incertezza delle stesse. Il punto chiave è che, nonostante non possiamo essere sicuri del futuro, alcuni elementi di incertezza possono essere analizzati ex ante ed i risultati usati per costruire una SAA più robusta, calibrata per avere un'elevata probabilità di generare rendimenti coerenti con le aspettative. L'analisi dell'incertezza ci permette anche di capire in quali aree una sovra-esposizione non sia giustificata dal rischio che ne deriva. Come per altri aspetti della vita, è di fondamentale importanza capire cosa sappiamo e cosa non possiamo sapere.

Il processo di costruzione dell'asset allocation strategica deve essere guidato da un approccio rigoroso e coerente, applicato sia alle variabili di investimento conosciute sia a quelle incerte. Deve essere anche successivamente abbastanza flessibile per adattarsi continuamente a vari profili di rischio, regioni o caratteristiche degli investitori. La nostra asset allocation strategica è costruita esattamente in questo modo.



¹³ An "opportunity set" refers to the various possible combinations of assets in the portfolio; one of these will offer the optimum risk/reward basis for an investor.

Glossario

La **Volatilità** è associata alla *deviazione standard*, ovvero una statistica che misura l'ampiezza delle oscillazioni di una variabile, ad esempio il prezzo di uno strumento finanziario.

La **Correlazione** è una misura statistica di quanto due variabili tendono a muoversi nella stessa direzione, assunto valori tra -1 e 1.

Si fa riferimento ad **asset class** per indicare una categoria di attività finanziarie, ad esempio il mercato azionario, obbligazionario etc.

Il mercato **High yield (HY)** è costituito da titoli obbligazionari con rendimenti elevati a causa di un significativo livello di rischio default, ovvero di non onorare i pagamenti dovuti. Di conseguenza il loro rating di credito è basso.

Il mercato **investment grade (IG)** è costituito da titoli obbligazionari considerati dalle agenzie di rating di qualità medio-alta, quindi relativamente sicuri.

La **Volatility** è associata alla deviazione standard, ovvero una statistiche che misura l'ampiezza delle oscillazioni di una variabile, ad esempio il prezzo di uno strumento finanziario.



Disclaimer

Informazioni di carattere generale

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. Il presente documento è destinato unicamente ai clienti retail o professionali.

Il presente documento è diffuso in buona fede tramite Deutsche Bank AG, le sue filiali (nella misura in cui ciò è ammissibile in qualsiasi giurisdizione pertinente), le società affiliate, i suoi funzionari e dipendenti (insieme denominati "Deutsche Bank"). Il presente materiale viene divulgato unicamente a scopo informativo e non deve essere interpretato come un'offerta, una raccomandazione o un invito all'acquisto o alla vendita di investimenti, titoli, strumenti finanziari o altri prodotti specifici, per la conclusione di una transazione o la fornitura di servizi di investimento o di consulenza sugli investimenti o per la fornitura di ricerche, ricerche sugli investimenti o raccomandazioni in merito agli investimenti, in qualsiasi giurisdizione. Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere interamente rivisti.

Se qualsiasi disposizione del presente Disclaimer dovesse essere ritenuta inefficace da un Tribunale della giurisdizione competente, le restanti disposizioni rimarranno valide a tutti gli effetti. Questo documento è stato redatto a scopo di commento generale sui mercati, senza tenere conto delle necessità di investimento, gli obiettivi e la situazione finanziaria del singolo investitore. Gli investimenti sono soggetti a generici rischi di mercato che derivano dallo strumento finanziario stesso o che sono specifici per lo strumento o correlati a un determinato emittente. Nel caso in cui tali rischi si dovessero concretizzare, gli investitori potrebbero subire perdite, inclusa (a titolo esemplificativo) la perdita totale del capitale investito. Il valore degli investimenti può accrescersi ma anche ridursi e l'investitore potrebbe non recuperare, in qualsiasi momento futuro, l'importo investito originariamente. Il presente documento non identifica tutti i rischi (diretti o indiretti) o altre considerazioni che potrebbero essere sostanziali per un investitore nel momento in cui prende una decisione d'investimento.

Il presente documento e tutte le informazioni incluse sono fornite "così come sono", "secondo disponibilità" e, per quanto riguarda le informazioni e le affermazioni contenute in tale documento o ad esso correlate, non vengono rilasciate da Deutsche Bank dichiarazioni o garanzie di alcun tipo, esplicite, implicite o stabilite dalla legge. Tutte le opinioni, i prezzi di mercato, le stime, le dichiarazioni previsionali, le ipotesi, i rendimenti previsti o le altre opinioni che generano le conclusioni finanziarie qui contenute riflettono la valutazione soggettiva di Deutsche Bank alla data in cui è stato pubblicato il presente documento. A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, Deutsche Bank non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza, la completezza, l'affidabilità, la tempestività o la disponibilità della presente comunicazione o qualsiasi informazione contenuta nel presente documento e declina esplicitamente qualsiasi responsabilità per errori od omissioni. Le dichiarazioni previsionali comportano elementi significativi che attengono a valutazioni e analisi soggettive e le modifiche ad esse apportate e/o l'inclusione di fattori diversi o aggiuntivi potrebbero esercitare un impatto sostanziale sui risultati indicati. Pertanto i risultati effettivi potrebbero discostarsi, anche in modo sostanziale, dai risultati qui contenuti.

Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute in questo documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su supposizioni che potrebbero non rivelarsi valide e potrebbero divergere dalle conclusioni espresse da altri uffici/dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento siano state diligentemente compilate da Deutsche Bank e derivano da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce o non può rilasciare alcuna garanzia in merito alla completezza, alla correttezza o all'accuratezza delle informazioni e a questo proposito non si dovrà fare alcun affidamento su di esse. Il presente documento può fornire, per venire incontro alle vostre esigenze, riferimenti a siti web e ad altre fonti esterne. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità per il loro contenuto e il loro contenuto non fa parte del presente documento. L'accesso a tali fonti esterne avviene a vostro rischio.

Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un consulente, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze, degli obiettivi, della situazione finanziaria e delle caratteristiche degli strumenti. Quando prendono una decisione d'investimento, gli investitori potenziali non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione finale relativa all'offerta d'investimento.

Come fornitore di servizi finanziari globali, Deutsche Bank deve affrontare talvolta conflitti d'interesse effettivi e potenziali. La linea di condotta di Deutsche Bank consiste nell'intraprendere tutte le misure che appaiano appropriate per mantenere e attuare soluzioni organizzative e amministrative efficaci al fine di identificare e gestire tali conflitti. Il senior management di Deutsche Bank è responsabile di assicurare che i sistemi, i controlli e le procedure di Deutsche Bank siano adeguati per identificare e gestire conflitti di interesse.

Deutsche Bank non fornisce consulenza fiscale o legale, che sia inclusa nel presente documento e nulla nel presente documento deve essere interpretato come un consiglio relativo agli investimenti fornito da Deutsche Bank. Per ricevere consigli in merito agli investimenti e alle strategie presentate da Deutsche Bank gli investitori dovranno rivolgersi al loro commercialista di fiducia, avvocato o consulente agli investimenti. Salvo comunicazione contraria per un caso specifico, gli strumenti di investimento non sono assicurati da alcuna entità governativa, non sono soggetti a copertura di protezione dei depositi e non sono garantiti, nemmeno da Deutsche Bank.

Non è ammessa la riproduzione e la divulgazione del presente documento senza l'espressa autorizzazione scritta di Deutsche Bank. Deutsche Bank vieta esplicitamente la distribuzione e il trasferimento del presente materiale a terzi. Deutsche Bank declina

Disclaimer

qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dalla distribuzione del presente materiale o per qualsiasi provvedimento attuato o decisione presa in riferimento agli investimenti menzionati nel presente documento che l'investitore potrebbe aver effettuato o effettuare in futuro.

Le modalità di diffusione e distribuzione del presente documento in alcuni Paesi, inclusi, a titolo esemplificativo gli Stati Uniti, potrebbero essere soggette alle limitazioni previste dalla legge o dai regolamenti. Il presente documento non è diretto o inteso alla distribuzione o all'uso da parte di singole persone o entità che siano cittadine o residenti o situate in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione, in cui tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o ai regolamenti o che assoggetterebbe Deutsche Bank a requisiti di registrazione o licenza non attualmente soddisfatti in tale giurisdizione. Chiunque entri in possesso del presente documento è tenuto a informarsi in merito e a ottemperare a tali restrizioni.

La performance conseguita in passato non costituisce una garanzia di risultati futuri; le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una dichiarazione, garanzia o previsione di risultati futuri. Altre informazioni sono disponibili a richiesta dell'investitore.

Regno del Bahrain

Per i residenti del Regno del Bahrain: Il presente documento non rappresenta un'offerta per la vendita di o la partecipazione a titoli, derivati o fondi negoziati in Bahrain, così come definiti dalle norme della Bahrain Monetary Agency (Agenzia monetaria del Bahrain). Tutte le richieste di investimento dovranno essere ricevute e qualsiasi allocazione dovrà essere effettuata in ogni caso al di fuori del Bahrain. Il presente documento è stato predisposto per finalità informative ed è rivolto a potenziali investitori che siano esclusivamente istituzionali. Nel Regno del Bahrain non sarà effettuato un invito pubblico e il presente documento non sarà pubblicato, trasmesso o reso disponibile al pubblico. La Banca Centrale (CBB) non ha riesaminato né approvato il presente documento o la documentazione di marketing di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrain. Di conseguenza non è ammessa l'offerta o la vendita di titoli, derivati o fondi nel Bahrain o ai suoi residenti, tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi in vigore nel Bahrain. La CBB non è responsabile per la performance dei titoli, dei derivati e dei fondi.

Stato del Kuwait

Il documento vi è stato inviato su vostra richiesta. La presentazione non è destinata alla pubblica divulgazione in Kuwait. Alle Interessenze non è stata concessa una licenza per l'offerta in Kuwait da parte dell'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali del Kuwait o di qualsiasi altra agenzia governativa del Kuwait. Pertanto l'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di collocamento privato o pubblica offerta è limitata a quanto previsto dal Decreto legge n. 31 del 1990 e dalle misure attuative (e successive modifiche) e dalla Legge n. 7 del 2010 con le ordinanze pertinenti (e successive modifiche). In Kuwait non dovrà essere effettuata alcuna offerta pubblica o privata delle Interessenze e non dovrà essere stipulato alcun accordo relativo alla vendita delle stesse. Non dovranno inoltre essere effettuate attività di marketing, invito o persuasione all'offerta o alla negoziazione delle Interessenze in Kuwait.

Emirati Arabi Uniti

Deutsche Bank AG presso il Centro finanziario internazionale di Dubai (DIFC) (n. registrazione 00045) è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai) (DFSA). La filiale DIFC di Deutsche Bank AG ha facoltà di prestare i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da DFSA. Sede principale nel DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG. I prodotti o i servizi finanziari sono disponibili unicamente a clienti professionali così come definiti dall'Autorità di vigilanza sui servizi finanziari di Dubai.

Stato del Qatar

Deutsche Bank AG presso il Centro finanziario del Qatar (QFC) (n. registrazione 00032) è regolamentata dal Qatar Financial Centre Regulatory Authority (Autorità di vigilanza sul centro finanziario del Qatar) (QFCRA). La filiale QFC di Deutsche Bank AG ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da QFCRA. Sede principale nel QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG. I prodotti o i servizi finanziari sono disponibili unicamente a clienti professionali così come definiti dall'Autorità di vigilanza sul centro finanziario del Qatar.

Regno del Belgio

Il presente documento è stato distribuito in Belgio da Deutsche Bank AG che agisce tramite la sua filiale di Bruxelles. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, autorizzata a eseguire attività bancarie e a fornire servizi finanziari sotto la supervisione e il controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). La filiale di Bruxelles di Deutsche Bank AG ha la sua sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata all'RPM (Registro delle imprese) di Bruxelles con il numero IVA BE 0418.371.094. Altri dettagli sono disponibili al sito www.deutsche-bank.be.

Regno dell'Arabia Saudita

La Deutsche Securities Saudi Arabia Company (registrata con il numero 07073-37) è regolamentata dall'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali (CMA). La Deutsche Securities Saudi Arabia ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari che rientrano nell'ambito della licenza concessa da CMA. Sede principale in Arabia Saudita: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia.

Disclaimer

Regno Unito

Nel Regno Unito ("UK") la presente pubblicazione è considerata una promozione finanziaria ed è approvata da DB UK Bank Limited per conto di tutte le entità che operano come Deutsche Bank Wealth Management nel Regno Unito. Deutsche Bank Wealth Management è un nome commerciale di DB UK Bank Limited. Registrata in Inghilterra e Galles, (n. 00315841). Sede legale: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (Autorità di condotta finanziaria) e dalla Prudential Regulation Authority e il suo numero di registrazione per i servizi finanziari è 140848. Deutsche Bank si riserva il diritto di distribuire la presente pubblicazione attraverso qualsiasi filiale nel Regno Unito e, in ogni caso, la presente pubblicazione è considerata una promozione finanziaria ed è approvata da tale filiale nella misura in cui essa è autorizzata dalla competente autorità di vigilanza del Regno Unito (se tale filiale non è autorizzata, la presente pubblicazione è approvata da un'altra società, presente nel Regno Unito, del gruppo Deutsche Bank Wealth Management che sia autorizzata a rilasciare tale approvazione).

Hong Kong

Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

Nella misura in cui il presente documento si riferisce a una specifica opportunità d'investimento, i relativi contenuti non sono stati esaminati. I contenuti del presente documento non sono stati esaminati dall'Autorità di regolamentazione di Hong Kong. Vi invitiamo a usare cautela per quanto riguarda gli investimenti qui contenuti. In caso di dubbi in merito ai contenuti del presente documento, è opportuno avvalersi di una consulenza professionale indipendente. Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission (Commissione sui titoli e sui futures) di Hong Kong né una sua copia è stata registrata presso il Registro delle imprese di Hong Kong e di conseguenza (a) gli investimenti (eccetto gli investimenti che sono un "prodotto strutturato", secondo la definizione nella Securities and Futures Ordinance (Ordinanza sui titoli e sui futures) (Cap. 571 della Legge di Hong Kong) ("SFO")) non possono essere offerti o venduti a Hong Kong tramite il presente documento o qualsiasi altro documento a investitori che non siano "investitori professionali", secondo la definizione indicata nella SFO e nelle normative correlate, o in qualsiasi altra circostanza in cui il documento non risulti un "prospetto" secondo la definizione indicata nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Ordinanza sulle società (Disposizioni sulle liquidazioni e varie) (Cap. 32 della Legge di Hong Kong) ("CO") o che non costituisca un'offerta al pubblico secondo quanto specificato nel CO e (b) nessuna persona dovrà pubblicare o possedere a scopo di pubblicazione, né a Hong Kong né altrove, qualsiasi pubblicità, invito, o documento relativo agli investimenti che sia diretto alla pubblica diffusione, o i cui contenuti siano accessibili o possano essere letti dal pubblico di Hong Kong (tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi sui titoli di Hong Kong), ad eccezione degli investimenti che siano indirizzati o che si intenda indirizzare a persone al di fuori dal territorio di Hong Kong o solo a "investitori professionali secondo la definizione della SFO e dei regolamenti ad esso correlati.

Singapore

I contenuti del presente documento non sono stati esaminati dall'Autorità monetaria di Singapore ("MAS"). Gli investimenti qui menzionati non devono essere destinati al pubblico o a chiunque faccia parte del pubblico a Singapore che non sia (i) un investitore istituzionale secondo la definizione di cui alla Sezione 274 o 304 del Securities and Futures Act (Atto sui titoli e sui futures) (Cap 289) ("SFA"), a seconda dei casi (considerando che ciascuna delle sezioni della SFA può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita), (ii) una persona rilevante (che include un investitore accreditato) ai sensi della Sezione 275 o 305 e secondo altre condizioni specificate nella Sezione 275 o 305 della SFA, a seconda dei casi (considerando che ciascuna delle sezioni della SFA può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita), (iii) a un investitore istituzionale, accreditato, esperto o straniero (ognuno di essi secondo la definizione delle Financial Advisers Regulations (Normative sulla consulenza finanziaria) ("FAR") (considerando che ciascuna di tali definizioni può essere modificata, integrata e/o di volta in volta sostituita) o (iv) altrimenti secondo qualsiasi altra disposizione applicabile e condizione specificata dalla SFA o dalla FAR (considerando le possibili modifiche, integrazioni e/o sostituzioni che di volta in volta vengono effettuate).

Stati Uniti

Negli Stati Uniti i servizi di intermediazione finanziaria sono offerti da Deutsche Bank Securities Inc., una società di intermediazione e consulenza finanziaria registrata, che esegue attività di negoziazione di titoli negli Stati Uniti. Deutsche Bank Securities Inc. fa parte di FINRA, NYSE e SIPC. I servizi bancari e di finanziamento sono offerti tramite Deutsche Bank Trust Company Americas, membro FDIC, e altre società del Gruppo Deutsche Bank. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, vi invitiamo a consultare le precedenti dichiarazioni presenti nel documento. Deutsche Bank non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione in merito all'appropriatezza e alla disponibilità delle informazioni contenute nel presente documento al di fuori degli Stati Uniti o in merito all'appropriatezza e alla disponibilità per la vendita o l'uso dei servizi trattati nel presente documento in tutte le giurisdizioni o per tutte le controparti. Salvo specifica registrazione, licenza o in tutti gli altri casi in cui ciò sia ammissibile ai sensi della legge applicabile, né Deutsche Bank né le sue affiliate offrono servizi destinati agli Stati Uniti o che interessino cittadini statunitensi (come definito nel Regolamento S dello United States Securities Act (Atto sui titoli statunitensi) del 1933 e successive modifiche).

Il disclaimer specifico per gli Stati Uniti sarà disciplinato e interpretato in conformità con le leggi dello Stato del Delaware, indipendentemente da eventuali conflitti di legge che imporrebbero l'applicazione della legge di un'altra giurisdizione.

Germania

Il presente documento è stato redatto da Deutsche Bank Wealth Management, che opera tramite Deutsche Bank AG e non è stato presentato all'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria né da essa approvato (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht). Per alcuni degli investimenti a cui si fa riferimento nel presente documento, i prospetti sono stati approvati dalle

Disclaimer

autorità competenti e poi pubblicati. Gli investitori sono invitati a basare le loro decisioni d'investimento su tali prospetti approvati, ivi inclusi eventuali supplementi. Il presente documento non costituisce inoltre un'analisi finanziaria ai sensi della Legge tedesca sui titoli (Wertpapierhandelsgesetz) e non deve essere pertanto conforme alle normative previste per le analisi finanziarie. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, con sede centrale a Francoforte sul Meno. È registrata presso il Tribunale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno al n. HRB 30 000 e autorizzata a operare nel settore bancario e fornire servizi finanziari. Autorità di vigilanza: Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germania e Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germania.

India

Gli investimenti citati nel presente documento non sono offerti al pubblico indiano per la vendita e la sottoscrizione. Il presente documento non è registrato e/o approvato dalla Securities and Exchange Board of India (Commissione titoli e operazione di cambio dell'India), dalla Reserve Bank of India o da qualsiasi altra autorità governativa o di regolamentazione in India. Il documento non è e non deve essere considerato un "prospetto", secondo la definizione del Companies Act (Atto relativo alle società), del 2013 (18 del 2013) e non è stato presentato ad alcuna autorità di regolamentazione in India. Ai sensi del Foreign Exchange Management Act (Atto di gestione delle operazioni valutarie) del 1999 e delle norme correlate, qualsiasi investitore residente in India potrebbe essere soggetto all'obbligo di richiedere un'autorizzazione speciale alla Reserve Bank of India prima di effettuare investimenti al di fuori dell'India, incluso qualsiasi investimento menzionato nel presente documento.

Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB.

Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto lussemburghese, soggetta alla vigilanza e al controllo della Commission de Surveillance du Secteur Financier.

Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna e dalla CNMV, e iscritto nei loro registri specifici con il codice 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede centrale in Spagna è Paseo de la Castellana 18, 28046 - Madrid. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Portogallo

Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo, è un istituto di credito regolamentato dalla Banca del Portogallo e dalla Commissione portoghese sui titoli ("CMVM"), registrato con i numeri 43 e 349 e il cui numero nel registro commerciale è 980459079. Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. La sede legale è Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa, Portogallo. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank AG, filiale del Portogallo.

Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank Österreich AG, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 276838s. È soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (Finanzmarktaufsicht o FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna, e (in quanto società del Gruppo Deutsche Bank AG) alla Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germania. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza. Per alcuni degli investimenti a cui si fa riferimento nel presente documento, potrebbero essere stati pubblicati alcuni prospetti. In tal caso gli investitori dovrebbero prendere una decisione solo sulla base dei prospetti pubblicati, inclusi eventuali supplementi. Solo questi documenti sono vincolanti. Il presente documento costituisce materiale di marketing, è fornito esclusivamente a scopi informativi e pubblicitari e non è il risultato di analisi o ricerche finanziarie.