



CIO Special

5 febbraio 2020

Autore:
Dr. Olaf Scherf
Global Head Risk Engineering

Dr. Alex Kusen
Investment Officer

Punti chiave SAA: *market timing*

01 Sfide fondamentali

02 I rischi del *market timing*

03 La diversificazione temporale

04 *Market timing* vs. TAA

05 Conclusioni

Punti chiave

- Chi ricerca il *market timing* ambisce ad investire prima che il mercato mostri dei rialzi e disinvestire anticipando i momenti di ribasso.
- L'esperienza suggerisce, tuttavia, che il *market timing* non è una fonte affidabile di rendimento nel lungo termine.
- I due principali problemi del *market timing* sono che i rendimenti futuri, in particolare su orizzonti brevi, sono difficili da prevedere e che commettere errori di timing è molto costoso.
- Basare il proprio approccio agli investimenti sull'Asset Allocation Strategica (SAA – *Strategic Asset Allocation*), che trae vantaggio dalla diversificazione temporale, è un modo per ottenere rendimenti di portafoglio sostenibili. Con il crescere dell'orizzonte di investimento, il singolo punto di ingresso nel mercato diventa meno rilevante e i tassi di rendimento di lungo termine tendono a dominare. La pazienza qui è la chiave.

01 Sfide fondamentali

La *Strategic Asset Allocation* (SAA) spiega mediamente circa il 90% dei rendimenti di lungo periodo di un portafoglio – si veda il precedente CIO Special intitolato "Asset allocation strategica: Portafogli robusti nell'incertezza" e, per un'analisi accademica, *Brinson et al. (1986)*. La parte residuale dei rendimenti deriva da altre fonti alternative, come la selezione dei singoli strumenti all'interno del portafoglio o dal *market timing*. In questo approfondimento, ci concentriamo sul *market timing*.

L'esperienza mostra che il *market timing* non è una fonte affidabile di rendimento in un'ottica di investimento a lungo termine. Di seguito discutiamo le ragioni di questo e mostriamo perché cerchiamo dunque di evitare nel nostro processo di SAA gli errori che spesso derivano dalla ricerca del *market timing*.

L'idea di base del *market timing* è investire prima che il mercato mostri dei rialzi e disinvestire anticipando i momenti di ribasso – in altre parole, comprare prima che i mercati salgano e vendere prima che scendano, anticipando il movimento dei prezzi nel breve termine. I sostenitori del *market timing* lo perseguono tramite decisioni discrezionali o modelli quantitativi che includono indicatori di mercato (ad esempio basati su *momentum*, *sentiment* e prezzi) e/o dati macroeconomici o indicatori politici. Talvolta, possono anche includere fattori comportamentali – si veda ad esempio *Kusen e Rudolf (2019)*.

Ma perché è così difficile "comprare ai minimi" e "vendere ai massimi"? Il problema è che non possiamo sapere cosa ha in serbo il futuro. Lo spettro dei possibili scenari è ampio. Come illustra la figura 1 in modo stilizzato, anche se si ottiene il giusto tempismo in un periodo (linea verde) i guadagni potrebbero essere annullati dalla decisione sbagliata del *market timing* del periodo successivo (linea rossa).



Utilizzare il QR Code per accedere a una selezione di altri report del CIO Office di Deutsche Bank.



Gli effetti di questa incertezza possono essere aggravati in un contesto di gestione di portafoglio di breve termine da fattori comportamentali – ad esempio la tendenza degli investitori a vendere le posizioni con risultati migliori troppo presto e a ignorare le perdite per troppo tempo, come dimostrato da *Shefrin* e *Statman* (1985). Ma anche se si riuscisse ad evitare questi problemi comportamentali nella costruzione di portafogli, il problema dell'incertezza sui rendimenti futuri sarebbe sufficiente a rendere molto difficile effettuare il *market timing* con successo.

02 I rischi del *market timing*

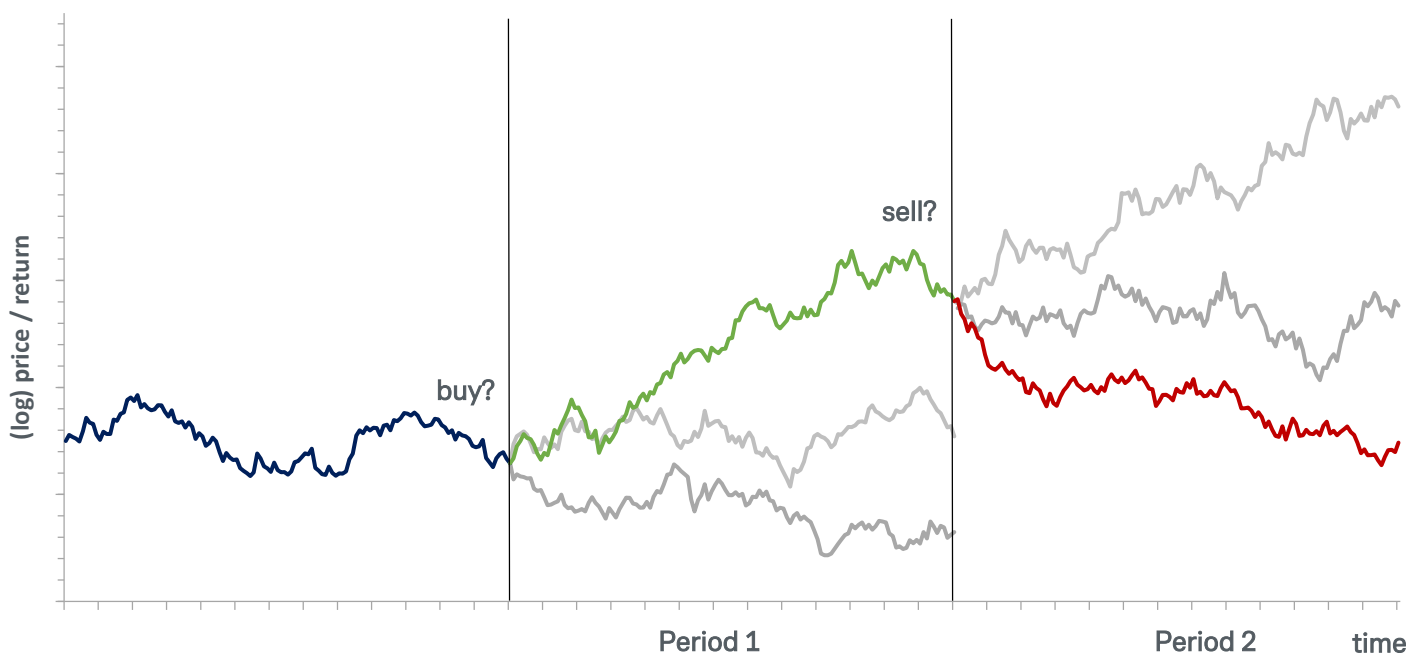
Dobbiamo accettare di non conoscere perfettamente i rendimenti futuri delle asset class o i movimenti dei mercati - e possiamo sempre attenderci delle sorprese dai mercati finanziari. I pattern dei prezzi delle attività finanziarie sono sistematicamente sconosciuti *ex-ante* (prima dell'evento) e questa incertezza, abbinata al suo impatto sui rendimenti futuri, è espressa dal rischio di mercato sistematico. Questa prospettiva è in linea con la convinzione (esempio *Fama*, 1970) che i prezzi dei titoli rivelino completamente tutte le informazioni disponibili. In effetti, i mercati dei capitali sono molto più rischiosi di quanto si potrebbe supporre. Questo perché, nonostante le frequenti fluttuazioni di mercato tendono ad essere moderate, gli eventi rari con impatto profondo in termini di ribassi dei prezzi tendono a dominare le performance di lungo periodo.

I mercati sono imprevedibili per tre ragioni strutturali.

1. Ci sono una serie di fattori determinanti imprevedibili che possono influenzare i prezzi delle attività finanziarie a molti livelli diversi (ad esempio eventi politici, condizioni economiche, dati specifici per le imprese o relativi al settore).
2. Questi fattori determinanti possono essere molto sensibili (quindi piccole cause possono avere un grande impatto).
3. Non tutte le informazioni (sistematiche) sono accessibili, quindi le connessioni tra i diversi fattori non sono sempre chiare oppure situazioni simili possono portare a risultati diversi.

Data questa imprevedibilità, il *market timing* – che richiede un'elevata accuratezza di previsione – è estremamente difficile da calcolare in modo sistematico – anche se potessimo gestire i problemi comportamentali descritti nella pagina precedente. E rimanere disciplinati è particolarmente difficile in un mercato volatile. Pertanto, prendiamo posizioni dove le nostre previsioni sono meno incerte e più robuste, evitando di prendere posizioni potenzialmente destabilizzanti dove le nostre previsioni sono maggiormente incerte. Sono possibili effetti negativi particolarmente marcati sul valore di un portafoglio quando non si è investiti in periodi di rendimenti eccezionali a causa di una tempistica errata dell'investimento. La figura 2 mostra il sostanziale impatto negativo di non essere investiti nei migliori giorni di mercato in un dato periodo; al contrario, naturalmente, anche essere investiti nelle giornate di mercato peggiori può influire sulla performance.

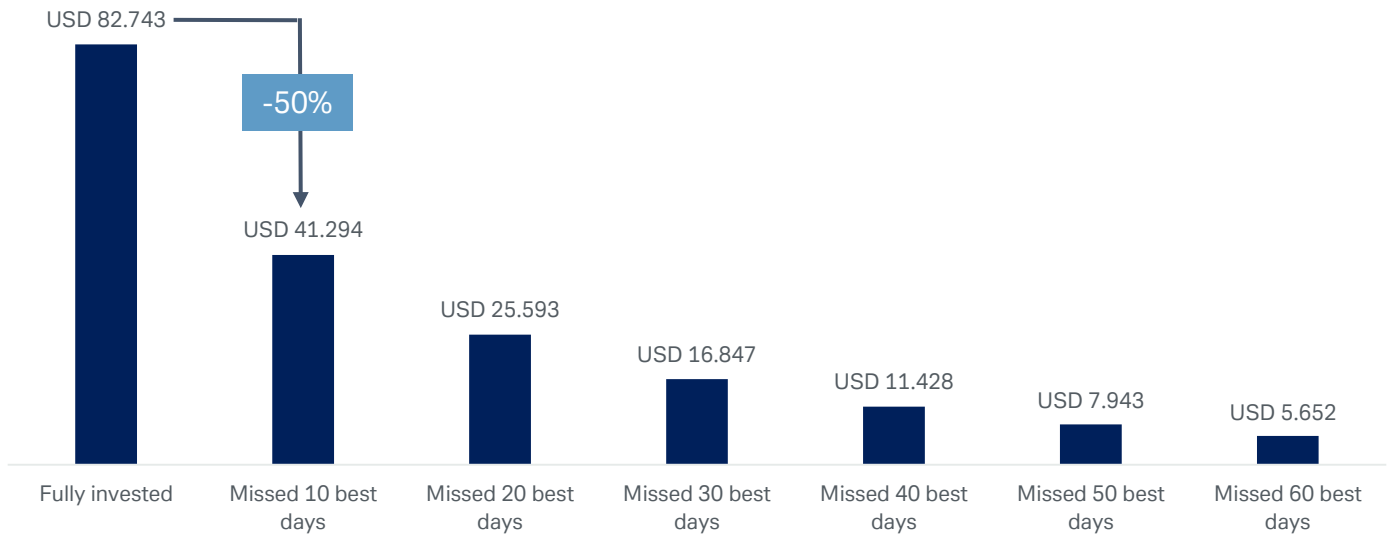
Figure 1: Gains and losses from market timing



Source: Deutsche Bank AG. Explanatory chart based on own calculations.



Figure 2: How missing good market days can hit a portfolio's value



Source: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Data as of January 20, 2020. Performance of a USD10,000 investment in the S&P 500 index between January 1, 1996 and December 31, 2019.

03 La diversificazione temporale

Piuttosto che il *market timing*, noi prendiamo vantaggio dalla diversificazione temporale - quindi dall'idea che i rendimenti in periodi di investimento successivi non sono dipendenti tra loro (la correlazione dei rendimenti misurata in questo modo è prossima allo zero) e che la diversificazione può quindi essere ottenuta investendo *nel tempo*. In altre parole, è chiaro che al crescere dell'orizzonte temporale, l'importanza delle fluttuazioni dei rendimenti di breve periodo diminuisce notevolmente. La figura 3 mostra che la diversificazione temporale può portare a rendimenti aggiustati per il rischio più elevati rispetto a un approccio di *market timing*. Nella prima riga del grafico un investimento di *market timing* puro con una previsione "tasso di successo" del 50% (ovvero metà delle decisioni di *market timing* sono corrette e metà sono errate) e una suddivisione in parti uguali tra due asset class, azionario e liquidità, determina una volatilità del 14% e un rendimento atteso del 5%. La seconda riga della Figura 3 mostra che un approccio di diversificazione temporale puro (mantenendo una divisione 50-50 costante) offre lo stesso rendimento ma con una volatilità inferiore. Un peso crescente delle attività rischiose in un approccio di diversificazione temporale (riga 3) può fornire poi un livello di rendimento maggiore rispetto all'approccio di *market timing* ma con una minore volatilità, ed è quindi preferibile. Per conseguire lo stesso rendimento atteso con lo stesso profilo di rischio attraverso un approccio di *market timing* (riga 4) sarebbe necessario un "tasso di successo" pari al 63%. In altre parole, sarebbe necessario prendere decisioni di *market timing* corrette il 63% delle, il che appare improbabile. Questa analisi è un'ulteriore spunto per concentrarsi invece sulla diversificazione temporale, ovvero un approccio di lungo termine che prevede di rimanere investiti.

04 Market timing vs. TAA

L'asset allocation tattica (*Tactical Asset Allocation* o TAA) è una caratteristica delle strategie di investimento attivo che completa l'asset allocation strategica o SAA con aggiustamenti a livello di asset class o sub-asset class. L'obiettivo è poter beneficiare delle opportunità di breve termine sui mercati o assecondare le esigenze specifiche degli investitori in determinati contesti di mercato.

Quando si pensa agli approcci tattici, si considera l'attrattività relativa degli investimenti all'interno delle sub-asset class, fino a livello del singolo strumento finanziario. Il livello di esposizione al rischio complessivo rimane sostanzialmente invariato. Un'ipotesi percorribile può essere l'aggiustamento di breve periodo dell'esposizione al rischio al fine di stabilizzare la performance tramite operazioni *concave* (cioè prendere profitto) e *convex* (ridurre il rischio).

Ciò implica che la selezione dei singoli titoli potrebbe essere utile - per ottenere la diversificazione all'interno di una particolare asset class senza modificarne il peso complessivo - con un approccio di dettaglio. La chiave di lettura è che le misure di aggiustamento di breve termine al portafoglio possono essere realizzate senza alterare gli equilibri degli investimenti a lungo termine. Di conseguenza, una TAA può essere sovra o sotto-pesata rispetto alla SAA, ma è comunque nelle linee guida della composizione strategica del portafoglio.



05 Conclusioni

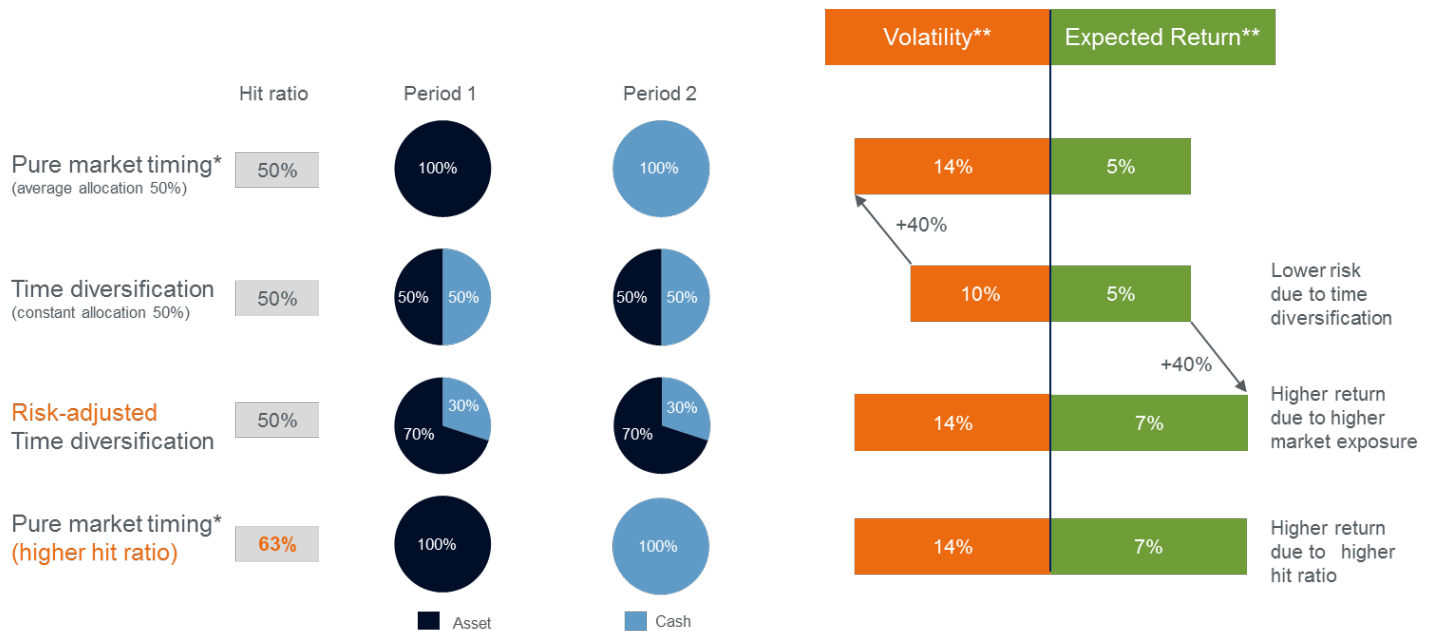
La pazienza gioca un ruolo fondamentale. È verosimile che alcune delle strategie che ricorrono al *market timing* – tra tutte quelle disponibili agli investitori – mostrino dei risultati soddisfacenti. Ciò sarà dovuto al caso, in quanto i mercati non sono prevedibili. Nel tempo, queste strategie mostreranno risultati mediocri.

Data la conoscenza imperfetta, gli investitori (sia privati che istituzionali) continueranno ad avere difficoltà nell'individuare quando è il miglior momento per entrare o uscire dai mercati. Avere un buon esito nel *market timing* – con un tasso di successo appena superiore al 50% – non è sufficiente. Vi è comunque il rischio che le perdite generate nei casi residuali finiscano per ridurre il valore di un portafoglio.

Riteniamo quindi che un investitore possa conseguire migliori risultati di investimento rimanendo investito per periodi di tempo più lunghi – utilizzando un approccio di diversificazione temporale per ridurre gli effetti dei fattori imprevedibili o sconosciuti *ex ante* – piuttosto che tentare di indovinarli attraverso il *market timing*. Per riassumere in una frase, le fluttuazioni dominano nel breve termine, mentre la creazione di valore è fondamentale nel lungo termine.

La pazienza dovrebbe essere vista come una virtù determinante, così come l'accettazione del fatto che non possiamo avere una conoscenza perfetta del futuro e questo deve riflettersi nella selezione di un adeguato profilo di rischio per la propria strategia. Si ricordi la maggior parte dei rendimenti di un portafoglio nel tempo sarà la risultante di un'efficace asset allocation strategica (SAA). Questo è ciò su cui bisogna concentrarsi.

Figure 3: Risk-adjusted comparison between market timing and time diversification



Source: Deutsche Bank AG. Explanatory chart based on own calculations. * Selection of time period with higher returns (not only positive returns); ** Example: Geometric Brownian Motion with expected return 10% p.a. and volatility 20% p.a. (period 1 & 2).



Bibliografia

Brinson, G.P., L.R. Hood, and G.L. Beebower (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal* 42(4), 39-44.

Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383-417.

Kusen, A. and M. Rudolf (2019). Feedback trading: Strategies during day and night with global interconnectedness. *Research in International Business and Finance* 48, 438-463.

Shefrin, H. and M. Statman (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance* 40(3), 777-790.

Glossario

La **Bank of Japan** è la banca centrale del Giappone

I **BTP** (per esteso Buoni del Tesoro Poliannuali) sono obbligazioni emesse dal governo italiano.

I **Bund** sono obbligazioni a lungo termine emesse dal governo tedesco.

CNY è la sigla che identifica lo yuan cinese.

L'**eurozona** comprende i 19 Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come valuta comune e unica moneta a corso legale.

La **Federal Reserve** è la Banca centrale degli Stati Uniti. Il suo Federal Open Market Committee (FOMC) si riunisce per stabilire la politica dei tassi d'interesse.

EUR è la sigla identificativa dell'euro, la valuta in circolazione nell'eurozona.

L'**eurozona** comprende i 19 Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come valuta comune e unica moneta a corso legale.

Il **prodotto interno lordo (PIL)** riassume il valore monetario di tutti i prodotti finiti e dei servizi prestati in un Paese in un determinato periodo.

JPY è la sigla che identifica lo yen giapponese, la valuta in vigore in Giappone.

Il **Purchasing manager index (PMI)** (Indice dei Responsabili agli Acquisti) fornisce i dati relativi alla salute economica del settore manifatturiero e si basa su cinque indicatori principali: nuovi ordinativi, livello dell'inventario, produzione, consegne dei fornitori e occupazione. Il PMI composito comprende sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi. La pubblicazione può avvenire a cura di operatori del settore pubblico o privato (ad es. Caixin, Nikkei).

L'Indice **S&P 500**, comprendente le 500 principali società USA, rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato della borsa statunitense.

I **Treasuries** sono i titoli obbligazionari emessi dal Governo degli Stati Uniti.

USD è la sigla che identifica il dollaro statunitense.



Informazioni importanti

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 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



Informazioni importanti

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) (QFC). 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.deutschebank.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.

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 e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (Autorità di condotta finanziaria) 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



Informazioni importanti

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 statunitense) 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 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.



Informazioni importanti

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 AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. 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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Germania e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germania e 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.