



CIO Special

19 Gennaio 2024

Autori:

Rita Mayer-Sommer
Head of Engineering, Risk Engineering

Olaf Scherf
Global Head, Risk Engineering

Gestire l'incertezza grazie alle strategie asimmetriche

Key takeaways

01 Introduzione: perché ricorrere a strategie sistematiche di protezione dal rischio di ribasso?

02 L'incertezza e le recenti crisi di mercato

03 Le attuali sfide alle percezioni degli investitori

04 Costruire portafogli più efficienti: distinguere l'incertezza dal rischio

05 Il funzionamento delle strategie asimmetriche

06 Conclusione: sfrutta la tua propensione al rischio per raggiungere gli obiettivi di investimento a lungo termine

- In qualità di investitori, cerchiamo di tradurre in opportunità la nostra propensione al rischio. Nel perseguire questo obiettivo, siamo chiamati ad affrontare l'incertezza associata agli eventi e il loro tempismo. La manifestazione degli eventi può spingerci a deviare dai nostri obiettivi per inseguire convinzioni di investimento commettendo scelte che si possono rivelare sbagliate in termini di "market timing".
- Isolare l'incertezza (che accettiamo in quanto fonte potenziale di perdita ma anche di guadagno) dal rischio (che non vogliamo prendere in eccesso) può aiutare gli investitori ad adottare strategie di gestione del rischio più efficienti.
- Strategie sistematiche di protezione dal rischio di ribasso possono aiutarci a mantenere adeguato il livello di rischio consentendo di catturare il più possibile le opportunità di rialzo.

01 Introduzione: perché ricorrere a strategie sistematiche di protezione dal rischio di ribasso?

Le scelte di investimento ci espongono all'**incertezza**. Ci esponiamo ad essa con l'obiettivo finale di ottenere un guadagno economico che compensi tale esposizione. Al tempo stesso, per raggiungere il nostro obiettivo di guadagno ci esponiamo – in maniera più o meno consapevole – ad un **obiettivo di rischio**. È fondamentale non eccedere in questo rischio, ossia la perdita che siamo in grado di sopportare senza modificare la nostra posizione.

La finalità dell'investimento si traduce in comportamento da adottare: siamo disponibili a subire delle perdite, ma non tali da spingerci a rispondere in modo impulsivo e irrazionale e così da deviare improvvisamente e significativamente dalla nostra strategia che è designata per raggiungere obiettivi di lungo termine. Molti investitori sperimentano situazioni di estrema incertezza che li inducono a cambiare i propri investimenti. Il costo opportunità di queste variazioni spesso comporta una sottoperformance nel lungo periodo rispetto al mantenimento in essere delle proprie posizioni.

Quando introduciamo ai nostri potenziali clienti la possibilità di aggiungere nei propri portafogli una **protezione sistematica dal rischio di ribasso**, con lo scopo di beneficiare delle opportunità di rialzo evitando perdite indesiderate e i bias comportamentali ad esse associate, riscontriamo due tipologie di risposte:

- Un primo di tipo di investitore – il "**market timer**" – essenzialmente considera la protezione come un elemento che penalizza la performance. Anche se apprezzassero un minor rischio, non sono ben disposti a questa protezione in quanto fiduciosi della loro capacità di prevedere i possibili rischi nel prossimo futuro. Quando considerano tali rischi accettabili, non sono disposti a pagare per la protezione. Al contrario, quando sono preoccupati del futuro, comprano strumenti di protezione o modificano la propria asset allocation. Di solito, questa tipologia di investitore tende a modificare l'esposizione al rischio incrementando gli investimenti o riducendoli quando hanno forti convinzioni sull'andamento futuro del mercato; quando hanno meno convinzione della loro visione mantengono una minore propensione al rischio.



Use the QR code to view a selection of other Deutsche Bank CIO Reports (www.deutschewealth.com).



- Il secondo tipo di investitore – lo **“strategic asset allocator”** – si pone l’obiettivo di mantenere il portafoglio stabile e di evitare scelte di allocazione degli investimenti in base ai movimenti del mercato – in quanto considerati non prevedibili. Tuttavia, è consapevole delle proprie capacità di valutare la relativa attrattività di lungo termine dei segmenti di mercato; in tal senso, predilige una maggiore esposizione al rischio incentrata sulle asset class con aspettative di rendimenti reali di lungo termine elevate (come l’azionario). Considerano pertanto la protezione di portafoglio come un elemento aggiuntivo alla diversificazione di portafoglio per poter mantenere costante e il più elevata possibile l’esposizione ai segmenti di mercato giudicati più interessanti. Esattamente come qualsiasi altra decisione economica tra cui, ad esempio, l’acquisto di un’assicurazione, la loro disponibilità ad investire con costanza in una strategia di protezione del portafoglio dipende dalle aspettative di lungo termine così come dal costo della protezione stessa.

In conclusione, l’inclinazione degli investitori a favore di una protezione sistematica dal rischio di ribasso dipende da ciò in cui l’investitore si ritiene abile – che sia la capacità di prevedere i movimenti di mercato nel breve termine oppure di saper valutare correttamente l’attrattività delle possibili opportunità di investimento nel lungo termine offerte dai vari segmenti di mercato e di sapervi adattare i propri investimenti. È tuttavia comunemente noto che l’approccio **«market timing»** sistematico non solo risulta difficile da implementare ma che richiede, per essere efficace, di prendere le decisioni corrette in più della metà delle volte per poter statisticamente sovraperformare un investitore continuo di lungo termine. Al tempo stesso, l’accettazione da parte degli investitori di approcci sistematici e di investimento e gestione del rischio a lungo termine dipende dalle diverse percezioni circa la loro capacità di comprendere e prevedere i movimenti del mercato.

In questo documento, presentiamo le sfide di investire nei mercati, che per natura sono incerti, approfondendo il modo in cui queste sfide impattano le nostre percezioni e decisioni di investimento e il modo in cui le strategie di gestione del rischio sistematiche possono essere usate per supportare i nostri obiettivi a lungo termine.

02 L’incertezza e le recenti crisi di mercato

L’incertezza, negli investimenti, è duplice: esiste l’incertezza su quali saranno gli avvenimenti futuri, e come i mercati eventualmente si muoveranno di conseguenza, ma c’è incertezza anche sulle relative tempistiche di tali avvenimenti. Nella costruzione di portafoglio, l’approccio **«classico»** per affrontare questa incertezza è rappresentato dalla **diversificazione** tra le asset class che, in linea di principio, dovrebbero rispondere al corso degli eventi in maniera differente.

Tuttavia, le recenti crisi registrate dai mercati finanziari – nel 2007-2008, 2020 e 2022 (si veda il box alla pagina seguente) – hanno dimostrato che questo approccio potrebbe non rivelarsi affidabile a sufficienza. La tradizionale relazione tra le performance delle asset class non è sempre stata la medesima in ognuna delle crisi menzionate: perdite simultanee sulle maggiori asset class hanno condotto a perdite di portafoglio.

Che cosa sono le strategie sistematiche di protezione dal ribasso?

All’interno di questo documento, con questo termine facciamo riferimento a delle strategie predefinite che operano sulla base di specifiche regole e che hanno l’obiettivo di ottenere un determinato livello di rischio. I benefici e i costi di un incremento della **«robustezza»** di portafoglio (i.e. limitare il rischio nel modo più affidabile) sono controbilanciati da quelli della maggiore efficienza (i.e. ridurre il rischio in modo economico) per ottenere un vantaggio. Queste strategie utilizzano modelli di **«pricing»** basati su regole statistiche delle serie storiche dei prezzi degli strumenti finanziari. Sono indipendenti dalle opinioni di mercato di breve termine. In sostanza, fanno uso dei dati storici per ottenere un vantaggio economico futuro e possono misurare la loro efficacia in retrospettiva.

Tuttavia, spesso questo termine fa riferimento anche ad approcci che sono basati solamente su uno specifico set di regole, senza incorporare la relativa attrattività dei possibili investimenti in maniera prospettica, ossia i cosiddetti **«premi per il rischio»**. Di norma, essi sfruttano determinati segnali di mercato (che a loro volta sono utilizzati come input per modificare l’asset allocation) oppure adottano l’acquisto sistematico di specifici strumenti derivati. Quest’ultima tipologia è in grado di adottare regole molto specifiche ma ha l’inconveniente di non fornire all’investitore una ratio per cui adottare sempre la medesima strategia.

In questo documento, ci concentriamo sulle prime di queste strategie che hanno l’obiettivo e i mezzi per offrire all’investitore un beneficio quantificabile nel lungo termine.

Le recenti crisi finanziarie, tuttavia, hanno un elemento in comune importante. Ognuna, quando osservata in retrospettiva, appare come prevedibile, logica, inevitabile e addirittura ovvia. Ma ognuna ha colto la comunità finanziaria di sorpresa. Come mai? Il problema risiede nella capacità di trovare una spiegazione logica con il senno di poi ma quando si tratta di valutare il futuro, la scelta razionale di fronte a molti eventi sfaccettati risulta estremamente complicata. Pertanto, gli investitori tendono a porre l’attenzione alle sensazioni e alle convinzioni di breve termine, che ci aiutano ad essere razionali di fronte ad una certa situazione. Se non che, quando tali convinzioni si rivelano errate possono indurre gli investitori in situazioni difficili che a loro volta spingono a drastiche variazioni nella composizione dei propri portafogli.



Le recenti crisi finanziarie: tutte differenti

Una lezione che abbiamo imparato dalle ultime tre crisi finanziarie – la Grande Crisi finanziaria cominciata nel 2007-2008, il crollo dei mercati del 2020 in seguito allo scoppio della pandemia di Covid-19 e la crisi dei mercati obbligazionari del 2022 – è che la storia non si ripete. Queste crisi sono state interconnesse ma ognuna ha avuto un impatto differente sui mercati finanziari.

*Lo scoppio della **Grande crisi finanziaria del 2007-2008** ha comportato il più profondo declino dei prezzi dei mercati azionari e del mercato immobiliare dalla Grande Depressione del 1929. Tuttavia, siccome il mercato obbligazionario governativo era diventato un asset sicuro, gli effetti della diversificazione sui portafogli multi-asset mitigarono le ingenti perdite sulla componente azionaria.*

*La **crisi del Covid-19** ha prodotto il crollo più rapido della storia dei mercati finanziari. Gli investitori furono estremamente preoccupati dalla tenuta dell'economia globale di fronte al lockdown. A differenza di quanto osservato durante la Grande Crisi, i titoli di Stato europei e americani registrarono cali importanti in concomitanza delle perdite significative occorse sui mercati azionari. Nei mesi di Marzo e Aprile di quell'anno, la compravendita dei titoli obbligazionari divenne difficoltosa a causa di problemi di liquidità.*

*La **crisi del mercato obbligazionario del 2022** è stata infine accompagnata da un concomitante calo dei mercati azionari, anche se di entità minore rispetto a quanto osservati durante la Grande Crisi e durante il Covid-19, e per altre ragioni. Il rapido aumento dei tassi di interesse da parte delle Banche Centrali a causa dei timori di inflazione ha generato un calo senza precedenti sul mercato obbligazionario. Al tempo stesso, l'azionario è stato penalizzato da preoccupazioni sul commercio globale, tensioni geopolitiche e la guerra in Ucraina. Entrambe le asset class sono scese in contemporanea, comportando l'assenza di beneficio dalla diversificazione (ad eccezione delle materie prime).*

Di conseguenza, le perdite registrate dai portafogli multi-asset sono state alquanto omogenee sia per portafogli di tipo «conservativo» (componente azionaria ridotta e concentrato sui titoli di Stato) sia «aggressivo» (componente azionaria e di obbligazioni societarie elevate).

03 Le attuali sfide alle percezioni degli investitori

Le attuali percezioni riguardo l'inflazione e la transizione ad un regime di tassi più elevati illustrano bene il problema. I rialzi dei tassi del 2022 hanno aperto ad un **periodo di transizione che sta mettendo alla prova le nostre percezioni, propensioni e metriche sui rendimenti che perseguiamo e i rischi che siamo pronti a sopportare.**

Negli ultimi quindici anni di tassi estremamente bassi, se non negativi, fino al 2020-21, e con l'inflazione costantemente sotto gli obiettivi delle Banche Centrali, gli investitori si sono rivolti sempre più all'azionario per raggiungere i propri obiettivi di investimento. L'analisi dei rendimenti attesi nominali era la norma in quanto l'inflazione sembrava scomparsa (almeno secondo gli indicatori tradizionali – non in base ai prezzi di alcuni asset finanziari).

Gli aumenti dei tassi della Fed nel 2022 hanno scombussolato queste convinzioni, ormai prevalenti dalla Grande crisi finanziaria. In particolare, hanno scardinato la convinzione che fosse quasi impossibile perdere capitale investendo in obbligazioni di qualità, sia governative che societarie. Non solo, ne hanno creata una nuova: che con la fine del periodo di tassi bassi, gli investitori con poca propensione al rischio sarebbero stati di nuovo in grado di essere remunerati tramite un regolare e prevedibile flusso di cassa. Questa idea, a sua volta, ha sostenuto la tesi che gli investitori potevano raggiungere i propri obiettivi di rendimento grazie alle obbligazioni – nonostante l'inflazione più elevata ne conterrà i guadagni.

Vi sono diverse ragioni per cui gli investitori sono tornati a concentrarsi sugli investimenti obbligazionari. Un motivo è l'idea che l'inflazione si rivelerà temporanea, mentre gli elevati livelli di rendimento sono visti come più durevoli. Un'altra ragione risiede nell'ipotesi che le perdite obbligazionarie del 2022 debbano essere trattate come una tantum. Infine, molti investitori obbligazionari seguono un approccio «pull-to-par» (ossia basandosi sulla tendenza prevista, salvo insolvenza, del prezzo di un'obbligazione ad avvicinarsi al valore nominale all'approssimarsi della data di scadenza), che di fatto trasforma un portafoglio obbligazionario in un investimento illiquido «buy-and-hold» con conseguente esposizione al rischio di reinvestimento alla scadenza – accettando di ottenere un rendimento atteso per un portafoglio di obbligazioni liquide molto più basso, se confrontato rispetto al private debt.

Queste percezioni non poggiano solo sull'ipotesi di saper prevedere il futuro. Ci ricordano anche che le **scelte di investimento che giudichiamo razionali fanno affidamento a metriche poco stabili.** Gli investitori fanno fatica a tradurre i propri obiettivi di rendimento in termini reali perché risulta complicato trovare la misura di inflazione corretta da applicare in tempo reale. Questi problemi sono complicati da risolvere e richiedono ulteriori analisi. Se ci concentriamo sull'inflazione, una soluzione potrebbe essere quella di utilizzare il tasso di inflazione di lungo termine per raggiungere una certa resilienza di fronte ai movimenti dei mercati finanziari. Ma anche in questo caso va ricordato che tale approccio prende in considerazione l'inflazione dei beni di consumo, servizi e affitti. Gli investitori, invece, guardano ai prezzi degli asset finanziari. Torneremo su questo punto in uno studio futuro.

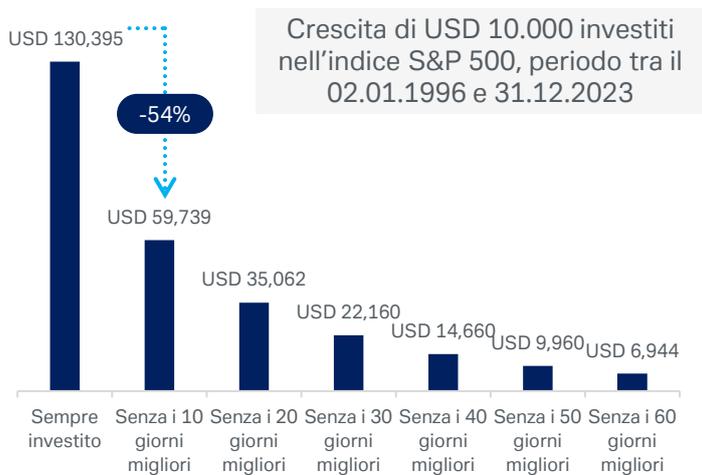


04 Costruire portafogli più efficienti: distinguere l'incertezza dal rischio

Negli investimenti, il successo dipende dalla capacità di sapere mettere in discussione le nostre stesse percezioni e idee circa il futuro. Spesso si è riluttanti a fare ciò. Di norma, tendiamo a non cambiare idea fintanto che le circostanze esterne non richiedano una brusca risposta. Ma i cambiamenti che avvengono in questi casi, quando ci troviamo ai limiti della nostra tolleranza al rischio (i.e. nei momenti di crisi dei mercati) possono essere costosi. Ad esempio, un asset potrebbe essere venduto a sconto rispetto ai prezzi di mercato, limitando le possibilità di recupero nel momento in cui il mercato torna a crescere.

La Figura 1 mostra come queste vendite forzose possano essere costose nel lungo termine. Non essere investiti anche solo per pochi giorni in cui si registrano buone performance può avere un impatto significativo sui rendimenti finali. È interessante specificare, altresì, che i giorni in cui si registrano le performance migliori e peggiori sono spesso vicini tra loro, quando le turbolenze del mercato sono al loro picco. In sostanza, questa breve analisi mette in luce non solo l'importanza di rimanere investiti ma anche la difficoltà del «market timing».

Figura 1: Il costo di non rimanere investiti



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati a Dicembre 2023.

Per minimizzare le possibilità di raggiungere la nostra massima tolleranza al rischio possiamo investire in maniera consapevole in alcune precauzioni. Per fare ciò è importante rispondere a due domande: **prima di tutto, come misurare la performance dei nostri investimenti? In seconda battuta, come possiamo definire la nostra massima tolleranza al rischio e come dobbiamo agire una volta che la raggiungiamo?**

La risposta a queste due domande prepara la strada alla costruzione del nostro portafoglio e alle nostre decisioni in qualità di investitori.

Alcune conseguenze delle nostre risposte sono piuttosto immediate. Per quanto riguarda la **performance**, se prediligiamo dei flussi di cassa stabili nel tempo rispetto al rendimento complessivo, allora favoriamo le strategie a reddito fisso – con la conseguenza che l'impatto dell'inflazione sul portafoglio sarà

superiore, nel lungo termine, ad una strategia con maggiore esposizione alle azioni. Viceversa, più ricerchiamo un rendimento reale, a differenza del rendimento nominale, maggiore è la necessità di costruire un portafoglio resiliente all'inflazione – anche se, in tal caso, è probabile che la performance di breve e medio periodo risulti più volatile.

L'identificazione della **tolleranza al rischio** si rivela addirittura più decisiva nel nostro successo in qualità di investitori, in quanto influisce sul nostro comportamento di breve termine di fronte agli avvenimenti. Il termine «comportamento» fa riferimento in questo contesto sia a specifiche scelte attive e consapevoli (ad esempio, un cambiamento di asset allocation di fronte a nuove condizioni di mercato) ma anche all'accettazione passiva di determinati costi opportunità frutto della strategia di gestione del rischio.

La tolleranza al rischio può essere misurata secondo diverse dimensioni. Ad esempio, è possibile accettare un livello massimo di **volatilità** del portafoglio. Oppure è possibile definire un valore della **perdita massima** del portafoglio, ossia una perdita del valore del portafoglio oltre il quale accettiamo di non rimanere investiti. Se adottiamo quest'ultima misura è necessario decidere un orizzonte temporale entro cui misurare la perdita; l'orizzonte temporale influisce inoltre sulla probabilità di registrare la specifica perdita. Infine, è importante decidere se la nostra tolleranza al rischio va misurata in termini assoluti oppure in relazione ad un'allocatione benchmark (che verosimilmente avrà un rischio obiettivo simile al portafoglio).

Tutte queste decisioni hanno implicazioni importanti. Identificare un limite di volatilità, ad esempio, richiede o di limitare l'esposizione alle asset class più volatili o di adottare strategie di gestione del rischio che mitigano la volatilità. La definizione dell'intervallo temporale per misurare la perdita massima ha implicazioni sull'affidabilità di contenere la perdita così come sulla frequenza con cui potremmo essere costretti a detenere il portafoglio in liquidità. Infine, la definizione di una tolleranza al rischio in relazione ad un benchmark causa un minor controllo sulla perdita assoluta anche se questo consente di rimanere investiti. Le nostre decisioni possono essere supportate dalla trasparenza su quale sarebbe stato l'esito di una strategia accettabile e alternativa.

Il successo negli investimenti richiede anche la **distinzione tra il concetto di incertezza e di rischio**. L'**incertezza** significa che noi facciamo delle previsioni sul futuro sulla base di osservazioni precedenti – accettando che gli avvenimenti futuri possano essere diversi dalle nostre aspettative. Non possiamo anticipare il futuro. Questa incertezza può manifestarsi su più livelli: quali saranno gli eventi, la loro successione e le loro tempistiche così come i loro impatti sui mercati finanziari (che sono di difficile previsione). Al contrario, farsi carico di un eccessivo **rischio** vuole dire che ci assumiamo il rischio di esiti negativi che non vogliamo sperimentare. La distinzione tra questi due concetti ci permette di affrontare l'incertezza controllando il rischio che ne deriva.

L'aspetto chiave consiste nell'accettare l'incertezza sui possibili rendimenti futuri come una caratteristica intrinseca degli investimenti e non come un problema indesiderato. Bisognerebbe cominciare a pensare, per così dire, come un imprenditore. Dobbiamo essere convinti che nel lungo termine ci sia un'opportunità che vale la pena perseguire e che per sfruttarla sia necessario rimanere investiti, attraversando tuttavia anche battute di arresto ed evitando eccessivi rischi.



05 Il funzionamento delle strategie asimmetriche

Le strategie asimmetriche³ possono aiutarci ad evitare che i rischi connessi agli investimenti possano eccedere la nostra tolleranza al rischio. Una volta che gli investitori hanno compreso che i limiti della propria tolleranza al rischio potrebbero causare comportamenti indesiderati possono decidere di investire consciamente in strumenti che riducono le possibilità di raggiungere tali limiti. L'incertezza fa parte della vita; l'obiettivo è una gestione del rischio sistematica e consistente nel tempo.

Come può essere aggiunta l'asimmetria in un portafoglio? Un modo è quello di **modificare continuamente l'allocazione basandosi su regole** immediate frutto delle performance degli asset. Un secondo modo consiste nell'acquisto sistematico di strumenti derivati, come le opzioni put⁴, per creare uno **«strato di protezione»** che compensa l'andamento negativo del portafoglio durante le flessioni del mercato e il cui valore si adatta in tempo reale.

In entrambi i casi, la qualità nella gestione del rischio dipende – anche se in misura differente tra i due approcci – da quanto sono realistici i modelli sottostanti e da quanto sono efficienti le protezioni. Gli investitori dovrebbero comprendere i vantaggi e gli svantaggi di entrambi gli approcci – e nello specifico il trade off esistente tra la robustezza e l'efficienza di ogni soluzione.

Asimmetria, rendimenti e l'importanza della prospettiva

I due grafici sottostanti raffigurati in Figura 2 illustrano come la distribuzione dei rendimenti del portafoglio possa essere modificata con l'introduzione di una strategia asimmetrica, dove la coda di sinistra dei rendimenti (che è indesiderata) è più compressa rispetto a quella del grafico di destra, il cui obiettivo è più incentrato sul rendimento.

Partendo dalla medesima allocazione, il grafico di sinistra mette in evidenza il cambiamento nella distribuzione dei rendimenti quando l'investitore si concentra sul mantenere il medesimo obiettivo di rendimento ma riducendo il rischio; l'investitore adotta una **prospettiva corretta per la performance** quando confronta i rendimenti dei due portafogli. Sarà necessario un maggiore calo del mercato per gli investitori che adottano una **prospettiva corretta per la performance** per apprezzare il beneficio di una strategia asimmetrica.

Preferisco adottare strategie che richiedono poco esborso di capitale in ogni fase di mercato (come una CPPI, i.e. Constant Proportion Portfolio Insurance⁵) e che possono avere un elevato rendimento ma un costo imprevedibile in mercati volatili? Oppure preferisco implementare un approccio (tra cui l'acquisto sistematico di derivati con payoff non lineari – in particolare opzioni) che richiede un investimento contenuto in tutte le fasi di mercato ma che offre un beneficio affidabile durante fasi di mercato molto negative?

Un altro fattore di rilievo è dato dalla prospettiva che assume l'investitore nel valutare i benefici e i costi della protezione durante le fasi di mercato. Una **prospettiva corretta per il rischio** confronta il portafoglio asimmetrico con uno simmetrico con probabilità di perdite superiori alla massima accettata simile; una **prospettiva corretta per la performance**, al contrario, confronta il portafoglio asimmetrico con un'asset allocation simile ma senza lo strumento di protezione – che quindi sarà più rischioso.

Riteniamo la seconda scelta, la strategia di copertura basata sulle opzioni, con l'obiettivo di apportare un beneficio di correzione del rischio nel lungo periodo, la soluzione più adatta ad un investitore che vuole rimanere investito il più possibile. Mantenere la maggior prevedibilità della performance della strategia di protezione rende più agevole il suo mantenimento nel tempo e aiuta a non sentirsi frustrati da eventuali battute di arresto del portafoglio – l'obiettivo finale di questo investitore.

Il grafico a destra, invece, mostra l'esito di adottare una **strategia corretta per il rischio**; in questo caso l'investitore cerca di mantenere il medesimo livello di rischio al ribasso massimizzando il potenziale rialzo. Siccome buona parte degli investitori tende a cambiare le proprie scelte di allocazione al variare della propria percezione dei rischi (e non in base alla percezione dell'adeguatezza dei rendimenti) l'adozione di una **prospettiva corretta per il rischio** è essenziale per valutare l'attrattiva delle strategie di investimento in generale, ma soprattutto delle strategie asimmetriche. Una tale prospettiva aiuta a percepire come l'asimmetria possa trasformare l'esposizione ai benefici dell'incertezza in un vantaggio a lungo termine ed evidenzia l'impatto notevole dei rari e imprevedibili rendimenti elevati sul ritorno composto di lungo termine degli investimenti.

Figura 2: Confronto di strategie "long-only" e asimmetriche: Prospettive di performance e rischio

Prospettiva corretta per la performance



Prospettiva corretta per il rischio

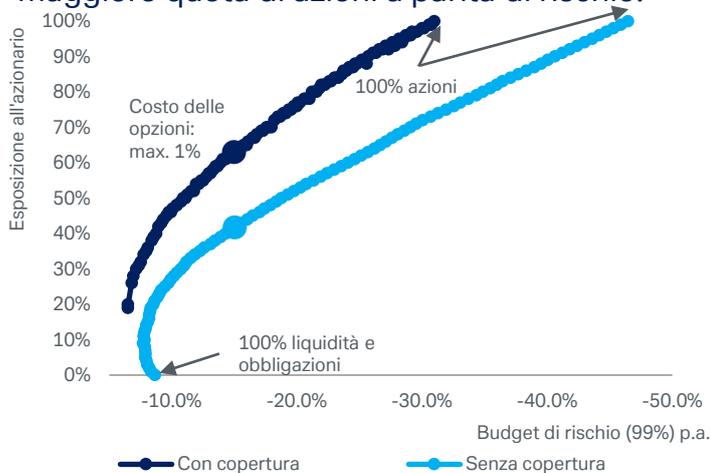


*Scala logaritmica. Previsioni o obiettivi di rendimento non assicurati. Fonte: Deutsche Bank AG. Grafici a scopo informativo



Ciò che permette di implementare questa strategia di copertura basata sulle opzioni è di aumentare l'esposizione ai mercati azionari mantenendo praticamente invariato il livello di rischio. Il grafico di seguito mostra l'impatto dell'esposizione corretta per il rischio. Considera un portafoglio semplice composto da due asset, l'indice MSCI World e l'indice JPM Government Bond (1-10 anni). Le simulazioni mostrano cosa accade alla relazione tra esposizione all'azionario e al rischio al variare dell'esposizione azionaria da 0% a 100%. La curva azzurra mostra la relazione con un portafoglio simmetrico. La curva blu, invece, rappresenta l'andamento delle due variabili con l'aggiunta di una strategia di copertura in opzioni fino ad un massimo dell'1% del portafoglio, selezionata con l'obiettivo di garantire il maggiore rialzo per un fissato livello di rischio.

Figura 3: Un strategia di copertura consente maggiore quota di azioni a parità di rischio.



Il Budget di rischio di un portafoglio è la massima perdita del portafoglio che si può prevedere, lungo un determinato orizzonte temporale, con una specifica probabilità. Ad esempio, un portafoglio con un Budget di rischio annuo del -15% con un intervallo di confidenza del 99% non dovrebbe eccedere una discesa del -15% in 99 dei 100 intervalli di tempo di un anno. Fonte: Deutsche Bank AG. Dati a Dicembre 2023. Grafico a solo scopo illustrativo.

Il grafico precedente è solo indicativo in quanto basato su specifiche ipotesi. Ma il messaggio che trasmette è chiaro: nel lungo termine, l'asimmetria permette di beneficiare di un maggiore rialzo a parità di rischio.

Molteplici fattori poi possono influenzare l'entità del possibile rialzo. Opzioni più costose, ad esempio, possono limitare l'aumento dell'allocazione azionaria. Lo stesso vale per la composizione della quota di obbligazioni in portafoglio: più è elevata la quota di obbligazioni rischiose minore potrebbe essere il beneficio della copertura.

Questo approccio ha un senso economico solo se non c'è una "copertura a tutti i costi"; la protezione dovrebbe essere acquistata solo se si prevede che ciò aumenti le possibilità a lungo termine di ottenere rendimenti più elevati, vale a dire che si deve ricercare sempre un equilibrio tra i costi di copertura e il maggior rendimento atteso derivante da un'esposizione più elevata alle azioni che convalidi la scelta. Adottando la strategia più efficiente in modo coerente, continuo ed efficace, possiamo raggiungere ragionevolmente gli obiettivi d'investimento a lungo termine: mantenere la massima esposizione al rialzo possibile, in linea alla nostra propensione al rischio, e rimanere investiti il più possibile.

06 Conclusione: sfrutta la tua propensione al rischio per raggiungere gli obiettivi di investimento a lungo termine

Tutte le decisioni che prendiamo sono soggette a incertezza; come investitori è fondamentale comprenderlo. La chiave del successo è essere consci di ciò: non saremo mai in grado di prevedere il futuro e le nostre convinzioni di breve termine possono rivelarsi errate. Dobbiamo cercare di considerare l'incertezza come un elemento intrinseco agli investimenti che può essere gestito a nostro vantaggio. Vogliamo sfruttare la nostra propensione al rischio come fonte di opportunità; al tempo stesso dobbiamo evitare situazioni in cui la nostra soglia di tolleranza al rischio venga superata, spingendoci a ritirarci (a nostre spese) dal mercato.

Le strategie asimmetriche possono aiutarci in questo compito, premesso che gli investitori siano in grado di definire la propria esposizione al mercato e la propria propensione al rischio – che possono essere misurate in relazione ad un'allocazione «long-only». Mitigando gli eventi estremi, queste strategie consentono di aumentare l'esposizione alle asset class giudicate più interessanti. Le strategie asimmetriche sono di vario tipo. La nostra idea è che quelle basate su opzioni riflettano al meglio gli interessi e le richieste degli investitori che vogliono rimanere esposti al mercato durante le differenti fasi. Se implementate in modo efficiente da un punto di vista economico, le strategie di copertura basate su opzioni possono aiutare a raggiungere gli obiettivi di lungo termine degli investitori.

Per buona parte di essi, l'obiettivo principale è di massimizzare le potenzialità di rialzo fissato un determinato livello di rischio. Per raggiungere questo risultato sono necessarie due azioni: partire dalla tolleranza al rischio dell'investitore per costruire la strategia di investimento e confrontare in maniera costante e corretta per il rischio la strategia di investimento così da valutare le performance passate e adottare le scelte future.

In poche parole: benefici e costi delle strategie asimmetriche

Quali sono i benefici?

- Maggior possibilità di rialzo agli asset più rischiosi a parità di livello di rischio;
- Rendimenti più affidabili grazie ad un'ulteriore aggiunta alla diversificazione di portafoglio, con conseguente maggior robustezza;
- Più trasparenza e impatto quantificabile in condizioni di mercato avverse;
- Consistenza nel tempo nella definizione degli obiettivi.

Quali sono i costi?

- Qualsiasi forma di protezione riduce il potenziale rialzo per una determinata asset allocation;
- Potenziale costo economico durante specifiche condizioni di mercato;
- Necessitano di una strategia di investimento di lungo termine ed una visione di portafoglio completa.



Note

1. Vedasi il report "[SAA key topics: market timing](#)" per una spiegazione dettagliata.
2. I.e., strumenti derivati con specifiche proprietà sono costantemente rinnovati (ad esempio, una quota costante del valore del portafoglio potrebbe essere coperta su base mensile con opzioni Put che, al momento dell'acquisto, sono al 90% di "moneyness" e con scadenza 3 mesi.
3. In generale, asimmetrico fa riferimento ad una situazione dove i due estremi di un oggetto o di una distribuzione sono diversi nella forma o nella dimensione. Una strategia asimmetrica presenta dei rendimenti differenti in mercati in salita e in discesa; il loro obiettivo consiste nell'incrementare le possibilità di rendimenti positivi mantenendo allineati alla tolleranza al rischio dell'investitore i possibili rendimenti negativi. La distribuzione dei rendimenti di una strategia asimmetrica (come mostrato in Figura 2) pertanto mostra rendimenti positivi con maggior frequenza di quelli negativi.
4. Una opzione Put è un contratto derivato che trasmette al suo acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di vendere una quantità specifica di un asset sottostante ad un prezzo definito, ad una data futura o entro quest'ultima.
5. La Constant Proportion Portfolio Insurance o CPPI è una strategia di investimento basata su un asset allocation dinamica, che in maniera attiva varia da uno strumento finanziario sicuro ad uno rischioso. Durante mercati rialzisti, la strategia alloca più peso allo strumento rischioso, mentre durante fasi di mercato discendenti aumenta l'esposizione allo strumento finanziario sicuro.
6. Un intervallo di confidenza al 99% lungo un orizzonte temporale di un anno per il budget di rischio implica che, secondo le stime del modello adottato, la perdita del portafoglio potrebbe superare il budget di rischio in 1 anno su 100.

Precedenti pubblicazioni Deutsche Bank su argomenti correlati:



[SAA: Robustness amidst uncertainty](#) (Settembre 2019)

[SAA key topics: market timing](#) (Febbraio 2020)

[SAA robustness: what it means](#) (Maggio 2020)

[Diversification: managing eggs and baskets](#) (Novembre 2020)

[Alta inflazione e rendimenti nominali: il caso per un hedging sistematico](#) (Maggio 2023)



Glossario (1/2)

Asset allocation è una strategia di investimento volta a bilanciare rischio e rendimento ripartendo le attività di un portafoglio in base agli obiettivi del singolo investitore.

Nell'ambito di questa pubblicazione, una **strategia di investimento asimmetrica** è descritta come avente l'obiettivo di partecipare all'aumento dei prezzi di mercato e mira a limitare le perdite quando i prezzi subiscono forti ribassi.

La **Constant Proportion Portfolio Insurance** o **CPPI** è una strategia di investimento basata su un asset allocation dinamica, che in maniera attiva varia da uno strumento finanziario sicuro ad uno rischioso. Durante mercati rialzisti, la strategia alloca più peso allo strumento rischioso, mentre durante fasi di mercato discendenti aumenta l'esposizione allo strumento finanziario sicuro.

L'**Indice dei prezzi al consumo** è una nota misura di inflazione. Essa riassume la variazione dei prezzi nel tempo di un paniere di beni e servizi, che rappresenta le abitudini di spesa dei consumatori. La variazione del prezzo del paniere rappresenta il tasso di inflazione sperimentato nel complesso dai consumatori.

La **diversificazione** di un portafoglio finanziario è l'allocazione del capitale in modo da ridurre l'esposizione al rischio derivante da uno specifico asset o fattore di rischio.

Downside protection (protezione dai ribassi) aiuta gli investitori a proteggere le proprie partecipazioni in portafoglio da perdite significative utilizzando strumenti di copertura.

La **Grande crisi finanziaria del 2007-2008** è stata la più severa e importante crisi economica e finanziaria dalla Grande Depressione (1929-1939).

L'indice **JPM Government Bond** replica la performance di un paniere di obbligazioni governative emesse dai mercati sviluppati più liquidi.

Il **Market timing** significa l'operazione di acquisto e vendita di strumenti finanziari in anticipazione della variazione dei loro prezzi.

La **perdita massima** è il maggior calo di prezzo di un asset finanziario dal suo valore massimo al minimo.

L'indice **MSCI World** include le società ad elevata e media capitalizzazione dei 23 Paesi Sviluppati; è formato da circa 1500 società.

Rendimento nominale è il tasso di rendimento di un investimento prima di ponderarlo per l'inflazione.

La **distribuzione normale** o **distribuzione Gaussiana** è una funzione di probabilità continua con specifiche caratteristiche statistiche per la rendono pratica per molti calcoli analitici. In natura, nelle scienze sociali e finanziarie è spesso utilizzata come modello per descrivere il comportamento delle variabili casuali con distribuzione di probabilità non note. Tuttavia, alcune variabili reali possono dimostrare comportamenti anomali che le portano ad assumere caratteristiche differenti da quelle tipiche di una distribuzione normale.

Il **costo opportunità** di un investitore rappresenta la possibile perdita di profitto derivante dalla decisione di perseguire una specifica scelta di investimento in alternativa ad una serie di possibili altre scelte di investimento

Le **coperture basate su opzioni** sono strategie di mitigazione dei rischi di portafoglio che sfruttano le opzioni per ridurre la potenziale discesa del valore del portafoglio.

Con l'**acquisto programmatico parametrico**, intendiamo una strategia di copertura dai rischi in cui gli strumenti derivati con specifiche proprietà sono costantemente rinnovati (ad esempio, una quota costante del valore del portafoglio potrebbe essere coperta su base mensile con opzioni Put che, al momento dell'acquisto, sono al 90% di "moneyness" e con scadenza 3 mesi.

Strumenti derivati non lineari di protezione sono generalmente opzioni (in contrasto a derivati lineari quali futures, forwards o swap). Le opzioni, infatti, presentano una struttura di payoff non lineare che varia al variare del prezzo dello strumento sottostante.

In questo documento, il concetto di **rischio** è concepito come una caratteristica degli eventi indesiderati, che può essere misurato in maniera quantitativa. Per gli investitori, prendere un'eccessiva esposizione al rischio significa che la loro strategia di investimento non è in linea alla propria tolleranza al rischio, in quanto i rendimenti della strategia potrebbero risultare troppo bassi da indurre l'investitore a cambiare la propria asset allocation come conseguenza diretta. Al contrario, prendere troppo poco rischio implica che l'investitore stia perdendo opportunità di rialzo che potrebbe cogliere data la sua tolleranza al rischio.

Il **Budget di rischio** di un portafoglio è la massima perdita del portafoglio che si può prevedere, lungo un determinato orizzonte temporale, con una specifica probabilità. Ad esempio, un portafoglio con un Budget di rischio annuale del -15% con un intervallo di confidenza del 99% non dovrebbe eccedere una discesa del -15% in 99 dei 100 intervalli di tempo di un anno.

I **Premi al Rischio** sono i rendimenti attesi degli asset rischiosi che eccedono il tasso di rendimento degli asset sicuri, compensando pertanto gli investitori per il rischio sopportato.

Tolleranza al rischio è il livello di rischio che un investitore è disposto ad assumere per ottenere un potenziale rendimento desiderato.



Glossario (2/2)

Una soluzione di investimento è detta **robusta** quando il profilo atteso di rischio-rendimento della soluzione dipende in misura contenuta dall'incertezza gravante sulle ipotesi adottate (come, ad esempio, l'affidabilità dei dati sottostanti). La **robustezza** di una soluzione di investimento aumenta al diminuire dell'impatto di eventi avversi sul profilo atteso di rischio-rendimento. In tal senso, il trade off tra efficienza della strategia (come posso incrementare al massimo le mie aspettative di rendimento, assumendo che le mie ipotesi/i miei dati siano validi?) e robustezza (quanto convintamente mi affido alla validità delle mie ipotesi/dati?) costituisce un'importante dimensione nella costruzione di una strategia di investimento.

Gli approcci di investimento basati su regole applicano continuamente specifiche regole per implementare modifiche di asset allocation.

L'indice **S&P 500** è l'indice pesato per la rispettiva capitalizzazione delle principali società quotate negli USA.

In questo documento, utilizziamo il termine **incertezza** per descrivere la circostanza in cui gli eventi reali differiscono dalle aspettative degli investitori. Per gli investitori, l'accettazione dell'incertezza sui rendimenti futuri, accompagnata da una comprensione e quantificazione, per quanto possibile, di tale incertezza, può rivelarsi utile nelle strategie di investimento.

Volatilità è il grado di variazione di una asset class o di una serie di valori di negoziazione nel tempo.



Performance Storica

Performance	29.12.2018 - 29.12.2019	29.12.2019 - 29.12.2020	29.12.2020 - 29.12.2021	29.12.2021 - 29.12.2022	29.12.2022 - 29.12.2023
S&P500	30,3%	15,0%	28,6%	-19,7%	23,9%
S&P500 Value	29,7%	-2,8%	23,9%	-7,2%	19,4%
S&P500 Growth	30,9%	31,0%	5,4%	-30,6%	28,1%
DAX	26,3%	3,2%	15,2%	-11,2%	19,0%
EUROSTOXX50	26,6%	-5,3%	19,6%	-10,1%	17,4%
STOXX 600	24,8%	-4,3%	21,5%	-11,8%	11,3%
MSCI Japan	16,7%	6,7%	10,9%	-6,7%	25,6%
SMI index	27,3%	-0,4%	21,0%	-16,0%	2,6%
FTSE 100	13,5%	-13,6%	12,4%	1,2%	2,9%
MSCI EM	16,2%	13,2%	-3,9%	-21,4%	6,9%
MSCI ex Japan	16,3%	19,3%	-5,2%	-20,8%	3,7%
MSCI Australien	19,5%	-3,9%	10,6%	-4,2%	9,5%
Topix	16,0%	5,0%	9,9%	-5,2%	24,9%
MOEX	33,6%	25,4%	-3,2%	-21,0%	-11,0%
CSI 300	29,7%	-6,3%	22,8%	-12,0%	26,2%
FTSE MIB	14,2%	-15,7%	6,1%	-4,1%	21,4%
IBEX	28,7%	7,3%	14,2%	-42,6%	44,3%
Hang Seng	10,7%	-5,9%	-13,1%	-14,5%	-13,6%
STI	5,7%	-11,7%	10,2%	3,5%	-0,3%
Nifty 50	12,8%	13,8%	23,5%	5,7%	19,5%
IBOVESPA	32,6%	2,5%	-12,8%	5,4%	22,3%
MEXBOL	6,8%	1,0%	18,0%	-6,1%	15,9%

Performance	29.12.2018 - 29.12.2019	29.12.2019 - 29.12.2020	29.12.2020 - 29.12.2021	29.12.2021 - 29.12.2022	29.12.2022 - 29.12.2023
JPM EMU 1-10	3,4%	2,0%	-1,6%	-11,1%	5,4%
iBoxx US Treasuries 1-10	5,4%	5,6%	-1,7%	-7,3%	4,2%
iBoxx EUR Covered	3,0%	1,7%	-2,1%	-13,0%	5,2%
iBoxx EUR Corporates					
Overall	6,6%	2,5%	-1,0%	-14,0%	7,9%
iBoxx EUR Liquid High Yield	9,5%	1,7%	3,2%	-9,4%	11,8%
JPM EMBI Global	14,4%	5,6%	-1,5%	-16,2%	10,3%
Bloomberg EM Local Currency Govt	12,7%	4,2%	-8,6%	-14,4%	12,8%
Barclays US Corporate Inv, Grade	15,1%	9,3%	-1,3%	-15,1%	8,3%
Barclays US Corporate HY	14,5%	7,0%	5,4%	-11,2%	13,5%

Performance	29.12.2018 - 29.12.2019	29.12.2019 - 29.12.2020	29.12.2020 - 29.12.2021	29.12.2021 - 29.12.2022	29.12.2022 - 29.12.2023
Oro	17,9%	24,3%	-3,9%	0,6%	13,7%
Petrolio (Spot WTI)	36,2%	-22,2%	59,5%	2,4%	-8,6%
Petrolio (Spot Brent)	30,6%	-25,0%	55,1%	3,8%	-6,3%
Argento	17,1%	45,9%	-12,7%	5,2%	-0,2%
Platino	20,2%	10,8%	-7,7%	8,6%	-5,5%
Palladio	52,7%	22,3%	-14,9%	-8,5%	-39,3%
Alluminio	-1,1%	9,1%	41,2%	-14,4%	-0,9%
Rame	3,6%	26,5%	23,2%	-13,0%	1,7%
Nickel	32,4%	19,1%	20,4%	48,5%	-45,1%

Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati al 29 Dicembre 2023.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

General

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, ma è da intendersi esclusivamente a scopo informativo. Le informazioni non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente comunicazione devono essere letti nella loro interezza.

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 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. Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, non si rilasciano dichiarazioni sulla redditività di strumenti finanziari o parametri economici. 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.

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. 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 nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro inaccurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'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.

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. Quando prendono una decisione d'investimento, i potenziali investitori non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione d'offerta finale relativa all'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'adottare 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 relativa a casi specifici, 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 dalle leggi o dai regolamenti applicabili. 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 a tali restrizioni.

I risultati conseguiti in passato non costituiscono 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.

Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

bancarie e a fornire servizi finanziari. Le autorità di vigilanza sono la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania (www.ecb.europa.eu) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Grauehndorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno (www.bafin.de), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (www.bundesbank.de).

Il presente documento non è stato presentato, né rivisto o approvato da alcuna delle autorità di vigilanza sopra o sotto menzionate.

Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

Il presente documento è strettamente privato e confidenziale e viene distribuito a un numero limitato di investitori; non deve essere fornito a persone diverse dal destinatario originale e non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi. Ricevendo questo documento, la persona o l'entità a cui è stato rilasciato comprende, riconosce e accetta che questo documento non è stato approvato dalla Banca Centrale degli EAU, dalla UAE Securities and Commodities Authority, dal Ministero dell'Economia degli EAU o da altre autorità degli EAU. Nessuna commercializzazione di prodotti o di servizi finanziari è stata o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti e nessuna sottoscrizione di fondi, titoli, prodotti o servizi finanziari può essere o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti. Il presente documento non costituisce un'offerta pubblica di titoli negli Emirati Arabi Uniti ai sensi della Legge sulle società commerciali, della Legge federale n. 2 del 2015 (e successive modifiche) o di altro tipo. Il presente documento può essere distribuito solo a "Investitori Professionali", secondo la definizione contenuta nel Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism della UAE Securities and Commodities Authority (come di volta in volta modificato).

Per i residenti in Kuwait

Questo documento vi è stato inviato su vostra espressa richiesta. Questa presentazione non è destinata alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le Interessenze non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta delle Interessenze in Kuwait sulla base di un collocamento privato o di un'offerta pubblica è pertanto limitata ai sensi del Decreto Legge n. 31 del 1990 e dei relativi regolamenti attuativi (e successive modifiche) e della Legge n. 7 del 2010 e del relativo statuto (e successive modifiche). Nessuna offerta privata o pubblica delle Interessenze viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita delle Interessenze verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare le Interessenze in Kuwait.

Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

Il presente documento non può essere distribuito nel Regno se non alle persone autorizzate dai Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto del presente documento, non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla sua accuratezza o completezza e declina espressamente qualsiasi responsabilità per eventuali perdite derivanti da, o sostenute facendo affidamento su, qualsiasi parte del presente documento. I potenziali sottoscrittori dei titoli dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai titoli. Se non si comprende il contenuto del presente documento, è necessario consultare un consulente finanziario autorizzato.

Per i residenti in Qatar

Il presente documento non è stato depositato presso o approvato da la Banca Centrale del Qatar, l'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di Regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o qualsiasi altro ente governativo o borsa valori del Qatar, da alcuna legge dello Stato del Qatar. Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico ed è rivolto esclusivamente alla controparte a cui è stato consegnato. Nessuna transazione sarà conclusa in Qatar e qualsiasi richiesta o domanda dovrà essere ricevuta, e le assegnazioni effettuate, al di fuori del Qatar.

Per i residenti nel Regno del Bahrein

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita o di partecipazione di titoli, derivati o fondi commercializzati in Bahrain ai sensi dei regolamenti dell'Agenzia Monetaria del Bahrain. Tutte le richieste di investimento devono essere ricevute e le eventuali assegnazioni devono essere effettuate, in ogni caso, al di fuori del Bahrein. Il presente documento è stato redatto a scopo informativo privato solo per gli investitori previsti, che saranno istituzioni. Nessun invito sarà rivolto al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento non sarà emesso, trasmesso o reso disponibile al pubblico in generale. La Banca Centrale (CBB) non ha esaminato né approvato il presente documento o la commercializzazione di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrein.

Per i residenti in Sudafrica

Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o promozione in Sudafrica. Il presente documento non è stato depositato, esaminato o approvato dalla South African Reserve Bank, dalla Financial Sector Conduct Authority o da qualsiasi altro ente governativo o borsa valori sudafricano pertinente o ai sensi di qualsiasi legge della Repubblica del Sudafrica.

Per i residenti in 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 ad 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 è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", www.fsma.be). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito www.deutschebank.be.

Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank ed è registrata in Inghilterra e Galles con il numero societario 315841 con sede legale: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Il numero di registrazione per i servizi finanziari della DB UK Bank Limited è 140848.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft è costituita nella Repubblica Federale di Germania e la responsabilità dei suoi membri è limitata.

Per i residenti a Hong Kong

Questo materiale è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo materiale è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita. 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.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si consiglia di esercitare cautela in relazione agli investimenti contenuti nel presente documento (se presenti). In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong (la "SFC") né una copia di questo documento è stata registrata presso il Registro delle Imprese di Hong Kong, se non diversamente specificato. Gli investimenti contenuti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Tali investimenti non possono essere offerti o venduti a Hong Kong, per mezzo di qualsiasi documento, se non (i) a "investitori professionali" come definiti nella Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 delle leggi di Hong Kong) ("SFO") e qualsiasi regolamento emanato ai sensi della SFO, o (ii) in altre circostanze che non fanno sì che il documento sia un "prospetto" come definito nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 delle leggi di Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o che non costituiscono un'offerta al pubblico ai sensi della C(WUMP)O. Nessuna persona è autorizzata a emettere o possedere ai fini della pubblicazione, sia a Hong Kong che altrove, qualsiasi pubblicità, invito o documento relativo agli investimenti che sia diretto al pubblico di Hong Kong o il cui contenuto sia suscettibile di essere consultato o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle norme sugli strumenti finanziari di Hong Kong) ad eccezione degli investimenti che saranno o sono destinati ad essere ceduti solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo ad "investitori professionali" come definiti nella SFO e nelle norme emanate ai sensi della SFO.

Per i residenti a Singapore

Il presente documento è destinato a: Investitori Accreditati/Investitori Istituzionali a Singapore. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.

Per i residenti negli Stati Uniti d'America

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.

Per i residenti in Germania

Queste informazioni sono di carattere pubblicitario. I contenuti non soddisfano tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti. Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" e nel foglio informativo "Rischi nelle operazioni a termine", che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca. La performance passata o simulata non è un indicatore affidabile della performance futura.

Per i residenti in 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.

Per i residenti in 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. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 - 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

Per i residenti in Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo sotto forma di società per azioni (Société Anonyme), soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). La sua sede legale è situata al 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo ed è iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") del Lussemburgo con il numero B 9.164.

Per i residenti in Spagna

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal 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 Unipersonal 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. Registrata nel Registro delle Imprese di Madrid, volume 28100, libro 0. Folio 1. Sezione 8. Foglio M506294. Registrazione 2. NIF: A08000614. Le presenti informazioni sono state distribuite da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal.

Per i residenti in 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.

Per i residenti in 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. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio.



Informazioni importanti

Per i residenti nei Paesi Bassi

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG, Filiale di Amsterdam, con sede legale in De entree 195 (1101 HE) ad Amsterdam, Paesi Bassi, e iscritta nel registro delle imprese dei Paesi Bassi con il numero 33304583 e nel registro ai sensi della Sezione 1:107 della legge olandese sulla vigilanza finanziaria (Wet op het financieel toezicht). Il registro può essere consultato all'indirizzo www.dnb.nl.

Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia.

È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la redistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2024 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.