



# PERSPECTIVES

Special | Maggio 2025

**Investimenti Alternativi & Asset Allocation Strategica**

**Un framework robusto  
per gli investitori privati**



# Un framework robusto per gli investitori privati



**Christian Nolting**  
Global Chief Investment Officer

Gli Investimenti Alternativi rappresentano un'asset class sempre più importante. In questo report analizziamo le ragioni della loro evoluzione, le principali tipologie di investimenti alternativi e cerchiamo di fare distinzione tra le percezioni comuni e la realtà – ad esempio, in relazione alle aspettative di rendimento.

Per sua natura, il mondo degli investimenti alternativi è ampio ed eterogeneo. In questo documento, però, ci concentriamo sugli investimenti alternativi all'interno dei mercati privati e analizziamo come un processo efficace di asset allocation strategica possa valorizzarne l'integrazione all'interno di un portafoglio.

Tradizionalmente, gli investitori si sono sempre rivolti agli investimenti alternativi per obiettivi eterogenei: la generazione di flussi di cassa, l'accrescimento del capitale, la protezione dall'inflazione, la copertura in caso di stress di mercato o, semplicemente, come esposizione a temi di investimento di lungo periodo. Questi obiettivi sono legittimi, ma è fondamentale avere consapevolezza di ciò che è raggiungibile realisticamente. Inoltre, è importante comprendere le diverse tipologie di rischio associate a questi investimenti.

Gli investimenti alternativi vengono spesso valutati in maniera individuale. Secondo noi, i loro benefici emergono soprattutto all'interno di un portafoglio diversificato. Illustreremo come gli investimenti alternativi possano offrire modalità di diversificazione difficilmente replicabili attraverso i soli mercati quotati.

La comprensione delle modalità con cui un investitore possa integrare con successo gli investimenti alternativi in un portafoglio gestito secondo una logica di asset allocation strategica – elemento chiave per il successo dell'investimento – deve andare ben oltre l'obiettivo di diversificazione. Gli strumenti alternativi offrono molte modalità attraverso cui è possibile modificare il profilo rischio/rendimento di un portafoglio. Il report si conclude con una riflessione concettuale sulla necessità di bilanciare la robustezza con l'efficienza di portafoglio e del contributo che gli investimenti alternativi possono offrire in questa direzione, insieme alle implicazioni in termini di orizzonte temporale e ipotesi di rendimento.

I prossimi anni dovrebbero essere particolarmente interessanti per il mondo degli investimenti alternativi. Questo segmento si sta adattando – in molti casi con successo – allo scenario di tassi d'interesse “più alti più a lungo” e la volontà politica di incrementare gli investimenti infrastrutturali dovrebbe aprire nuove opportunità di investimento sui mercati privati.

Per sfruttare appieno queste dinamiche sarà fondamentale un'integrazione efficace degli investimenti alternativi all'interno dei portafogli degli investitori. Il nostro augurio è che le indicazioni contenute in questo report possano offrire spunti utili in questa direzione.



# Sommario

Autori:

Christian Nolting  
Global Chief Investment Officer

Dr. Dirk Steffen  
Chief Investment Officer EMEA

Christoph Schueler  
Investment Strategy Specialist

Ahmed Khalid  
Senior Investment Strategist

Dr. Olaf Scherf  
Global Head Risk Return  
Engineering

Rita Mayer-Sommer  
Head Engineering, Risk Return  
Engineering

## 01 Introduzione

## 02 Perché gli investimenti alternativi?

## 03 Le diverse tipologie di investimenti alternativi

## 04 Asset Allocation Strategica (Strategic Asset Allocation, SAA)

## 05 Considerazioni finali

Utilizza il QR code a fianco  
per accedere a tutti i report  
del CIO di Deutsche Bank  
[www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com).



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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## 01

## Introduzione

Dopo vent'anni di crescita, oggi gli investimenti alternativi sono diventati un mercato di dimensione istituzionale. La maggiore maturità raggiunta dalle asset class alternative, un quadro normativo in miglioramento e l'utilizzo crescente di dati hanno favorito progressi in termini di trasparenza permettendo un ampliamento della base di investitori, con un interesse crescente da parte dei privati.

L'evoluzione degli investimenti alternativi è stata notevole e oggi porta un insieme di opportunità e sfide. Di recente, il riferimento ai "mercati privati" ha acquisito centralità all'interno degli investimenti alternativi, con il Private Equity e Private Credit al centro dell'attenzione nel mondo finanziario. Tuttavia, molte forme "tradizionali" di investimenti alternativi – come le materie prime e gli hedge fund – continuano a svolgere un ruolo rilevante nei portafogli globali.

Riteniamo vi siano vantaggi inequivocabili dall'investimento in asset alternativi prevalentemente illiquidi in combinazione ad asset class liquide tradizionali. Le motivazioni sono molteplici. Pur invitando alla cautela nel basare le aspettative future di performance su quelle passate per alcuni segmenti di alternativi, crediamo vi siano alcune opportunità d'investimento che hanno un potenziale interessante. Il nostro obiettivo principale è aumentare la diversificazione del portafoglio, integrando fattori di rischio (come settori e stili) nei portafogli composti esclusivamente da strumenti liquidi, che a nostro avviso non esprimono appieno il loro potenziale di diversificazione – con quest'ultimo che rappresenta, in fondo, l'unico vero "free-lunch" nei mercati finanziari. Ad esempio, il mercato azionario statunitense oggi è caratterizzato da una concentrazione elevata sui titoli a mega capitalizzazione e da una composizione settoriale dominata dalla tecnologia e dai servizi di comunicazione. Gli investimenti alternativi, se mirati, possono colmare questo squilibrio e offrire un'esposizione ad altri settori migliorando l'efficienza del portafoglio.

L'integrazione degli investimenti alternativi nell'asset allocation strategica (di lungo periodo) di un portafoglio consente di gestire in modo più efficace il rapporto tra rischio e rendimento di mercato (componente beta) e il rendimento «attivo» (la componente di alpha), in funzione delle prospettive di lungo termine su azioni e obbligazioni e delle caratteristiche di mercato delle asset class alternative.

In questo report esponiamo il nostro approccio di integrazione degli investimenti alternativi nell'asset allocation strategica per la clientela privata. Tale approccio si basa sull'analisi dei rischi di mercato associati sia alle asset class tradizionali sia a quelle alternative, applicando il framework proprietario di asset allocation robusta di Deutsche Bank per coniugare valutazioni di rischio e prospettive di rendimento di lungo periodo.

## 02

## Perché gli investimenti alternativi?

### Lo sviluppo dei mercati privati

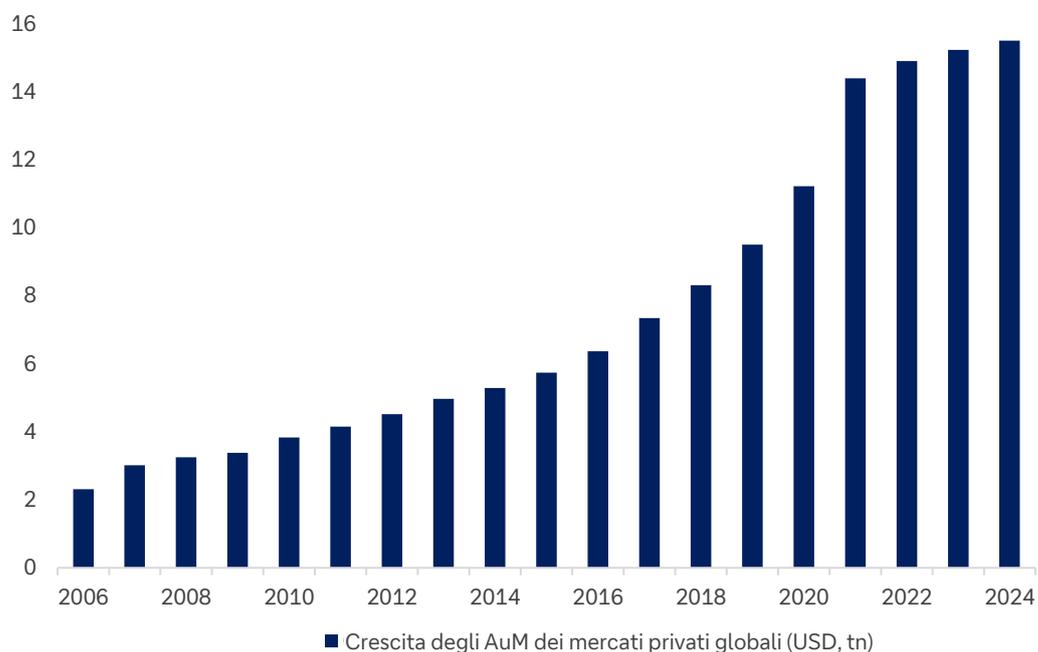
L'industria dei mercati privati ha registrato una crescita e una trasformazione notevole negli ultimi decenni, consolidando non solo il suo ruolo nel finanziare l'economia reale, ma offrendo anche agli investitori interessanti rendimenti corretti per il rischio. Gli attivi dei mercati privati (Asset under Management, AuM) sono triplicati in dimensione ogni decennio dal 2000, superando i USD 15.000 miliardi nel 2024 (Figura 1). In termini di **capitalizzazione di mercato**, nel periodo di 5 anni fino al 2024, gli attivi tradizionali, inclusi i mercati azionari globali e il reddito fisso liquido, sono cresciuti ad un tasso di crescita annuale composto di quasi il 5,5%. Tuttavia, la capitalizzazione degli attivi alternativi in senso più ampio è aumentata ad un tasso annuale composto vicino al 10% (Figura 2).

---

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.

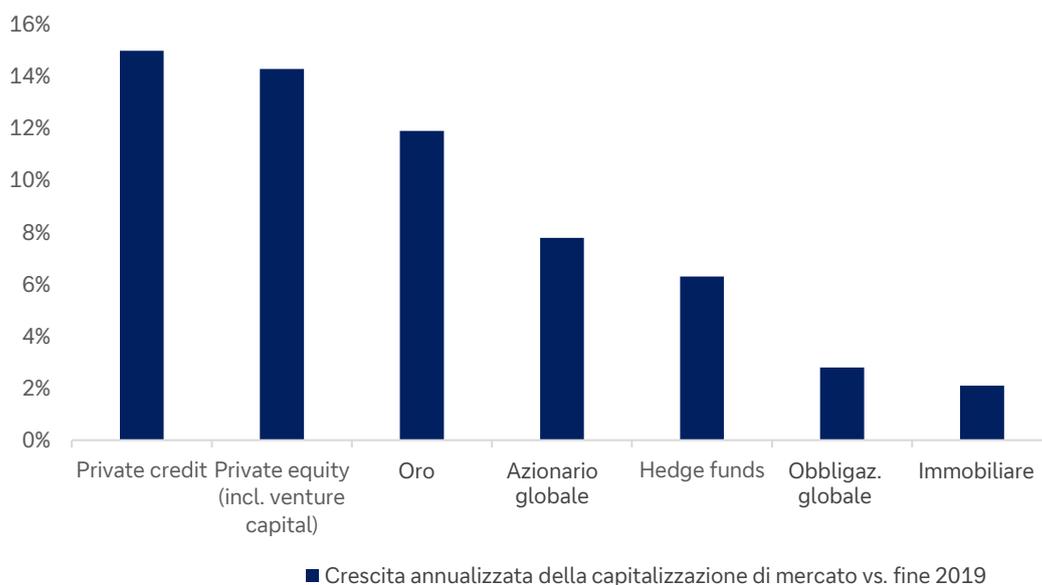


**Figura 1: Mercati Privati – una crescita robusta degli AuM globali\***



\*Si riferisce ai fondi di private capital tra cui private equity, venture capital, immobiliare, asset reali, private debt, fondi secondari e fondi di fondi. I dati del 2024 sono una previsione.  
Fonte: Pitchbook, Deutsche Bank AG. Dati al 30 giugno 2024.

**Figura 2: Investimenti Alternativi – Tra le aree di investimento a maggiore crescita**



Fonte: LSEG Datastream, LSEG Workspace, Bloomberg L.P., Barclays, Preqin, MSCI, HFR, J.P. Morgan, Deutsche Bank AG. Dati al 2 febbraio 2025.

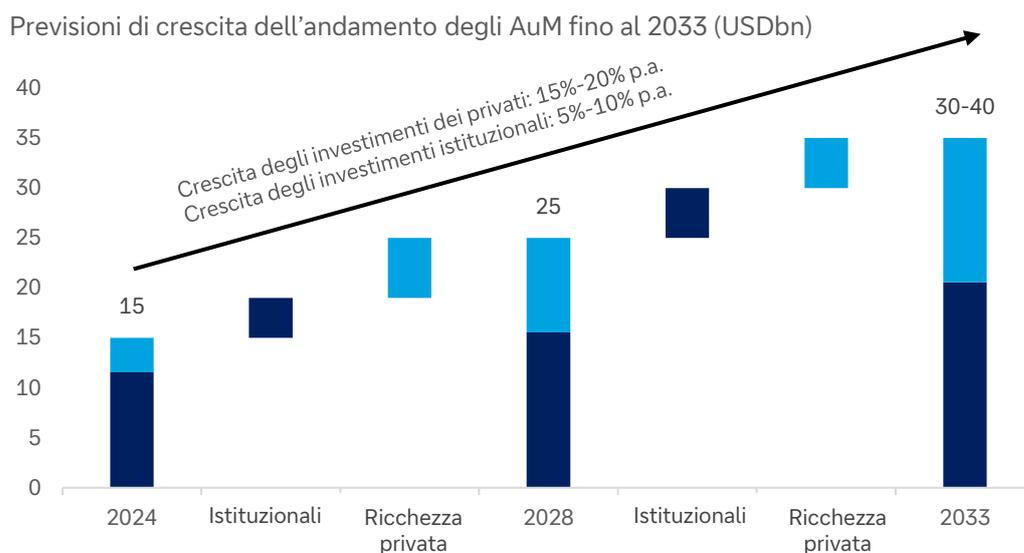
In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli 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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



L'evoluzione di questa asset class ha attraversato due fasi finora: prima, la fase di avvio (2001-2008), durante la quale i mercati privati sono emersi come area di investimento ma di nicchia e attirando soltanto i primi investitori; dopo, la fase di istituzionalizzazione (2009-2023), durante la quale il capitale degli investitori istituzionali investiti nel asset class è cresciuto e sono aumentate le varie tipologie di investimenti possibili.

Nel 2024, siamo agli albori della prossima fase, che può essere vista come quella della **democratizzazione e del consolidamento** degli investimenti alternativi (Figura 3).

### Figura 3: Democratizzazione – gli istituzionali costituiscono la base, la ricchezza dei privati offre la nuova crescita



Fonte: Partners Group, Deutsche Bank AG. Dati al 31 dicembre 2024.

Con fase di **democratizzazione** intendiamo un'espansione degli investimenti alternativi guidata sia da strutture non tradizionali (ad esempio, investimenti evergreen e strutture ad-hoc) ma anche da categorie di investitori che storicamente sono rimasti poco esposti ai mercati privati. La maggiore accessibilità all'asset class favorita da vincoli di investimento minimo più bassi e un contesto regolamentare più supportivo come gli ELTF 2.0 (European Long-term Investment Fund) ha attirato l'attenzione di investitori privati in aggiunta ai già presenti investitori istituzionali.

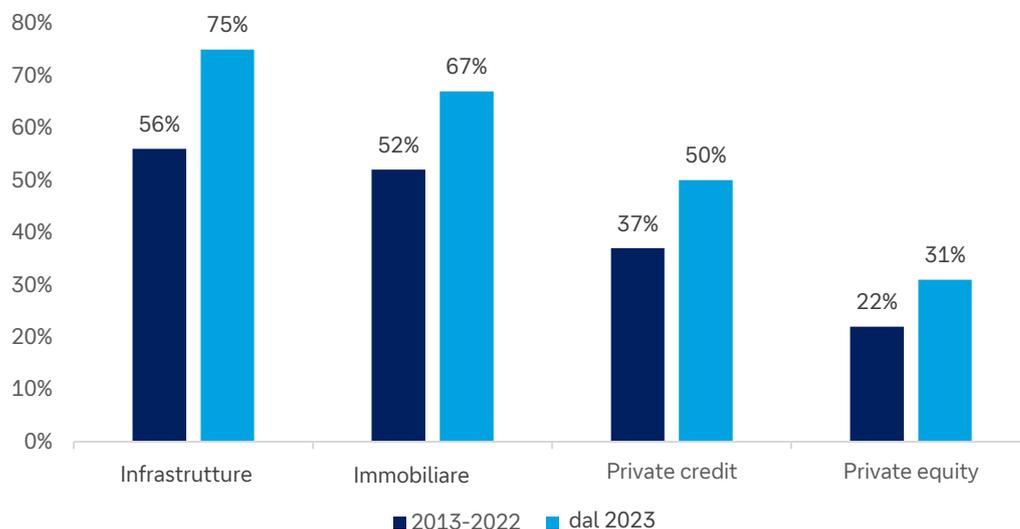
In questa fase, mentre i mercati privati diventano più diffusi al grande pubblico, si sta assistendo ad un **consolidamento**, come testimoniato dalla crescente concentrazione nella raccolta di capitale tra i principali gestori e le molte fusioni tra gestori annunciate in questi anni (Figura 4).

I driver fondamentali che supportano i mercati privati rimangono robusti anche per il futuro. La continua ricerca di rendimenti e il maggiore bisogno di capitale paziente utili per sostenere l'innovazione e i progetti infrastrutturali di lungo periodo continuano a supportare i flussi in ingresso nell'asset class. Questi elementi, uniti alla capacità di adattamento del settore, ci inducono a prevedere ancora uno sviluppo positivo per questi mercati.



## Figura 4: Consolidamento in corso – Il dominio dei migliori performer

Quota di mercato dei 20 più grandi gestori di mercati privati per asset class



Fonte: Partners Group, Deutsche Bank AG. Dati al 9 dicembre 2024.

### Che cos'è di preciso un asset class alternativa?

Un modo possibile di definire un'asset class alternativa consiste nel considerare quelle asset non scambiate sui mercati: questo è vero solo in parte se si considera che alcune asset class alternative come le materie prime o i fondi hedge sono scambiati pubblicamente. Un altro approccio consiste nel definire come alternative quelle asset class che sono illiquide. Tuttavia, come indicato da Fraser-Sampson (2010), questa definizione presuppone che tutte le obbligazioni quotate e le azioni siano sempre liquide in ogni momento, quindi anche in momenti di stress estremo dei mercati, un'ipotesi che non è sempre vera come dimostrato in alcune occasioni recenti.

Per noi, gli asset che vanno oltre le tradizionali azioni, obbligazioni, derivati, REITS e strumenti di liquidità ricadono nella definizione di asset class alternative. In senso generale la nostra definizione abbraccia il private equity, venture capital, private credit, immobiliare, infrastrutture, materie prime e fondi hedge. Secondo questa definizione, i mercati privati sono una sottocategoria degli investimenti alternativi.

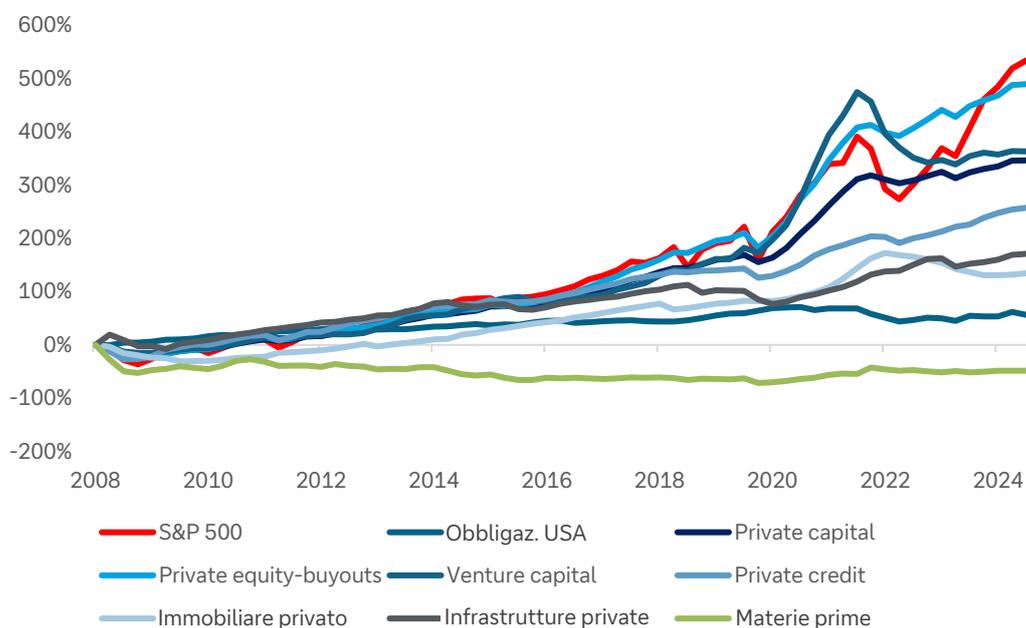
Gli **approcci di misurazione delle performance** sono molteplici per gli attivi alternativi e includono molti indici che spesso sono proprietari. Alcuni di essi, quindi, possono dare l'impressione che gli asset alternativi abbiano sovraperformato i loro omologhi tradizionali; altri possono indicare il contrario (Figura 5). Di conseguenza, noi non guarderemo solo alla sovraperformance per giustificare l'investimento in asset alternativi.

Una motivazione per investire negli asset alternativi è che, anche dopo il recente calo, le valutazioni sia della azioni quotate che del mondo obbligazionario tradizionale non sono basse, e la probabilità che questi continuino ad offrire rendimenti così elevati anche in futuro è diminuita. Ma dal nostro punto di vista, la principale motivazione per investire negli asset alternativi è legata più all'aumento della diversificazione dei fattori di rischio mantenendo al contempo un potenziale di rendimento relativamente elevato. In breve, gli alternativi aprono la porta ad un universo investibile molto più ampio.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



**Figura 5: S&P 500 – la sovraperformance passata non è garanzia dei risultati futuri**



\*basato sugli indici di mercato privato di Bloomberg con dati trimestrali fino al Q4 2024. Il capitale privato rappresenta un mix di strategie. Fonte: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG. Dati al 29 aprile 2025.

### Orizzonti di investimento e liquidità

Molti investimenti alternativi richiedono agli investitori un orizzonte di investimento lungo che varia in base alla strategia di investimento: da un paio d'anni a oltre un decennio in alcuni casi. Gli investitori possono dover affrontare periodi di lock-up lunghi durante i quali il loro capitale non è totalmente o parzialmente accessibile.

Gli investitori in asset class alternative possono affrontare l'effetto "J-curve", ossia un profilo di rendimento in cui i ritorni scendono prima di migliorare e diventare positivi. Gli investitori in un fondo di investimento alternativo chiuso, ad esempio, possono sperimentare rendimenti negativi durante il periodo in cui il fondo effettua gli investimenti nelle attività sottostanti. Ma con il passare del tempo gli investimenti iniziano a crescere di valore e i rendimenti diventano positivi.

Gli investitori devono avere la capacità di tollerare questi orizzonti di investimento lunghi durante i quali la loro liquidità è bloccata. Questa restrizione può essere compensata da un premio extra sui rendimenti futuri. Franzoni et al. (2012) hanno stimato questo **«premio per illiquidità»** intorno al 3% utilizzando un modello fattoriale sui rendimenti del private equity. Altre stime pongono questo intervallo tra il 2% e il 5% a seconda della strategia di investimento. Tuttavia, l'esistenza di tale premio è soggetta al dibattito accademico che esamineremo più avanti quando discuteremo del livellamento dei rendimenti.

Gli sforzi per aggirare questo problema di illiquidità, ad esempio tramite le strutture "evergreen", non forniscono una soluzione completa. I fondi evergreen ad apertura illimitata sono in realtà semi-illiquidi piuttosto che completamente liquidi, con limiti sulla massima proporzione dei beni del fondo (tipicamente il 5%) che possono essere rimborsati complessivamente lungo un determinato periodo. La necessità di mantenere una certa liquidità per far fronte a potenziali rimborsi limita anche la capacità di un fondo "evergreen" di investire completamente il suo capitale in attività alternative illiquide.



### Quali sono i benefici degli investimenti alternativi?

I potenziali benefici degli investimenti alternativi variano a seconda del sottostante. Alcune classi di attività alternative possono fornire flussi di **reddito**. Il credito privato (private credit) può fornire una fonte di reddito regolare e di solito ha spread di rendimento nei confronti dei benchmark rispetto ai corrispondenti quotati a causa del finanziamento diretto e del fatto che si tratta di capitale su misura, insieme ad un potenziale premio per la mancanza di liquidità. L'immobiliare può fornire un rendimento da affitto in misura costante, mentre gli investimenti in infrastrutture possono anche offrire flussi di cassa regolari e in buona parte prevedibili in quanto concordati nei contratti.

Gli investimenti alternativi in capitale di rischio, come il private equity e il venture capital, possono offrire l'accesso ad **opportunità di crescita** interessanti. In generale, il loro obiettivo è di creare valore per gli azionisti piuttosto che generare un flusso di reddito costante. In certa misura, anche i fondi hedge (a seconda della strategia sottostante) possono contribuire a questa creazione di valore sfruttando opportunità al di fuori dell'approccio «long-only» tipico dei mercati quotati.

Gli asset reali come le infrastrutture private e l'immobiliare possono mitigare gli effetti dell'**inflazione**, che probabilmente rimarrà un tema importante in futuro. Un numero considerevole di contratti nelle infrastrutture, ad esempio, prevede un aggiustamento dei flussi di entrata in base all'inflazione. Il private credit, data la sua struttura a tasso variabile, può anch'esso mitigare l'inflazione. Le materie prime possono rappresentare un'efficace protezione contro l'inflazione durante shock negativi sull'offerta, o quando l'inflazione è accompagnata da una forte crescita economica.

L'oro ha già una lunga reputazione come bene rifugio nei periodi di **stress di mercato**. Anche alcune strategie dei fondi hedge possono essere utili scenari di stress: ad esempio le strategie long-short azionarie che possono potenzialmente, ma non necessariamente, sovraperformare durante i periodi di stress di mercato grazie alla loro capacità di ridurre l'esposizione netta al mercato portandola eventualmente anche a livelli negativi in determinati momenti.

Gli asset alternativi possono anche offrire un'esposizione diretta ai trend secolari che dominano l'attualità, come l'elettrificazione, la digitalizzazione, la sicurezza e la salute. In molti casi, i mercati pubblici offrono opportunità soltanto limitate quando si tratta di tecnologie e innovazioni nascenti o non ancora testate. In tal senso, i mercati privati possono ampliare significativamente l'ambito di investimento di un investitore.

### Il dibattito della diversificazione

Gli investimenti alternativi sono spesso proposti per diversificare l'esposizione all'interno di un portafoglio. Ci sono molti contributi nella letteratura che supportano questa tesi, come Jackwerth e Slavutskaya (2016) e Nguyen et al (2020). Allo stesso tempo, studi come quelli di Platanakis et al. (2019) e Welch e Stubben (2018) evidenziano dei dubbi sui benefici della loro diversificazione. Questi risultati sono resi ambigui dalla scelta e dal numero di classi di attivo alternative considerate in essi, insieme a fattori come la scelta dei pesi a loro assegnati.

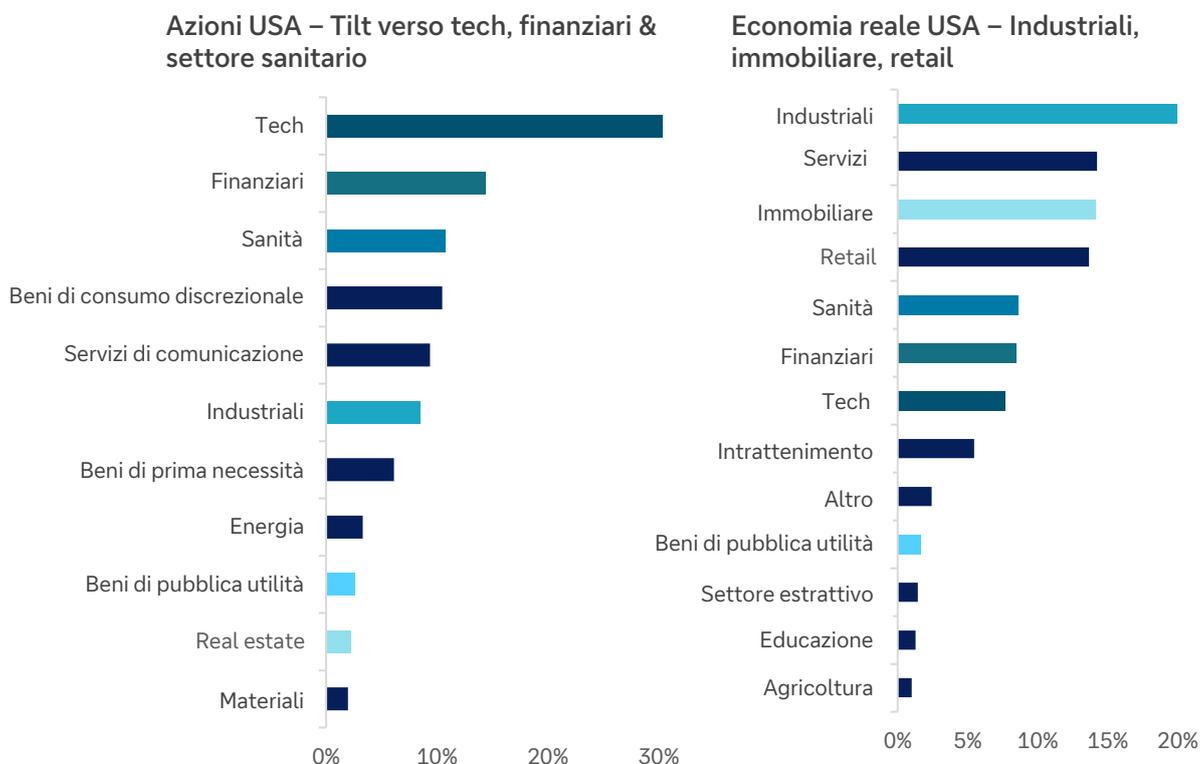
Alcuni, secondo la teoria dell'ottimizzazione di Markowitz, fanno riferimento alle correlazioni non perfette di queste classi di attivo con quelli tradizionali come motivo per aspettarsi dei benefici di diversificazione. Anche in questo caso, mentre è vero che alcune classi di attivo alternative hanno una correlazione limitata con quelli tradizionali, altre mostrano comunque una correlazione significativa.

Dal nostro punto di vista, il vero valore risiede nell'accesso che questo segmento fornisce ad un **universo investibile più ampio**, in cui i benchmark non dettano l'esposizione ai fattori di investimento. Prendiamo, ad esempio, l'S&P 500, dominato da alcuni settori, che non riflette l'esposizione settoriale della vera economia reale statunitense (Figura 6). In questo caso (e non solo), l'esposizione ad un benchmark ampio offre sì un'esposizione a diverse aziende in diversi settori, ma rappresenta solo una diversificazione parziale poiché sovrappesa determinati fattori come le large cap, il «growth», ecc., comportando quindi rischi di concentrazione significativi. Le asset class alternative ci offrono un universo significativamente più ampio che è rappresentativo del vero set di opportunità di investimento, diluendo i bias delle classi di attivi tradizionale.

**Pertanto, un portafoglio che contiene sia asset class tradizionali che alternative presenterà l'opportunità di un beta rappresentativo dell'intero universo dei fattori di rischio.**



**Figura 6: Il mix tra quotato e privato – la diversificazione dalle grandi società quotate**



Fonte: LSEG Datastream, Bureau of Economic Analysis, Deutsche Bank AG. Dati al 27 marzo 2025.

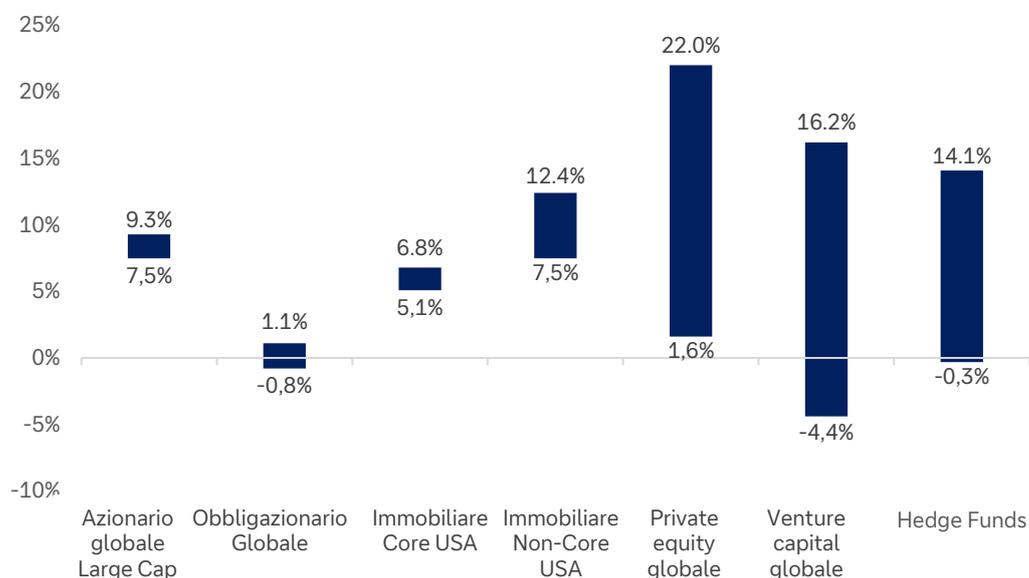
Come osservato sopra, alcuni investitori investono in asset class alternative con la convinzione di generare rendimenti superiori rispetto ad un benchmark. Ma noi non vediamo le asset class alternative come un modo garantito per generare **alpha**. Superare il mercato non è una caratteristica intrinseca delle asset class alternative: piuttosto, è un risultato della bontà del gestore, a volte difficile da prevedere. I problemi di **selezione dei gestori** sui mercati privati includono la scelta tra gestione passiva e attiva. Sui mercati pubblici, l'investimento passivo si riferisce tipicamente a strategie di «buy-and-hold» legate ad indici di mercato, mentre l'investimento attivo implica la selezione di titoli per cercare di superare il mercato. Nei mercati privati, la distinzione tra approccio attivo e passivo è più complessa. In questo ambito, gli investitori passivi spesso hanno una mentalità di allocazione degli asset, acquistando imprese o settori in base ai loro obiettivi di allocazione. Dall'altra parte, gli investitori realmente attivi sui mercati privati vanno oltre la selezione delle transazioni di investimento: impiegano sostanziali risorse interne ed esterne per sostenere i team di gestione, puntando ad un forte superamento delle performance dei mercati pubblici.

Come evidenziato in Soni (2020), gli asset alternativi mostrano una **dispersione di rendimento** tra i gestori molto maggiore rispetto alle classi di investimento tradizionali. Mentre la differenza di performance tra i gestori nella parte alta delle classifiche e quelli nella parte bassa si attesta intorno a 1-2 punti percentuali all'anno nel medio-lungo termine per i mercati azionari e obbligazionari tradizionali, questo divario aumenta in modo significativo per alcuni investimenti alternativi, arrivando in alcuni casi fino a 20 punti percentuali. Come già detto, qualsiasi alpha generato non è un risultato scontato anche per gli investimenti alternativi. Piuttosto, è un prodotto della competenza di un gestore.



## Figura 7: Investimenti alternativi – la necessità della selezione dei gestori

Dispersione dei rendimenti per investimenti tradizionali e alternativi – Q4 2014 – Q4 2024 (25° al 75° percentile)



Fonte: J.P. Morgan, Deutsche Bank AG. Dati al 28 febbraio 2025.

Durante la selezione dei gestori, gli investitori dovrebbero considerare i propri obiettivi di investimento e la propria tolleranza al rischio, oltre che valutare l'esperienza di un gestore all'interno di uno specifico settore, le capacità operative e l'allineamento di interessi. I gestori attivi dovrebbero dimostrare una profonda comprensione dei settori target e una capacità comprovata di raggiungere miglioramenti operativi. Bisognerebbe inoltre cercare di evitare un focus esclusivo sulle performance passate, dato che queste non garantiscono i rendimenti futuri.

### Incorporare gli investimenti alternativi nelle visioni di lungo termine

Gli investimenti alternativi non devono essere considerati con un approccio tattico all'interno dei portafogli. Al contrario, devono essere visti come un'opzione per dei portafogli che hanno una visione strategica che incorpora le prospettive del mercato dei capitali di lungo termine nelle decisioni di allocazione.

Nel nostro caso, le nostre gestioni discrezionali di portafoglio considerano la visione di lungo termine dei mercati per quantificare le assunzioni sui rendimenti futuri. L'idea di base è di avere queste visioni a lungo termine incorporate in un processo di allocazione degli attivi robusto, con un nucleo di attivi tradizionali integrati da investimenti alternativi come satelliti, massimizzando il beta da catturare. Se gli investitori vogliono aumentare le aspettative di rendimento a lungo termine, possono scegliere di aumentare la ricerca dell'alpha assumendo maggiore esposizione a investimenti alternativi.

### Le implicazioni di #higherforlonger

L'attuale contesto di rendimenti elevati secondo noi (e molti altri) dovrebbe continuare anche nel prossimo futuro. Questo, ceteris paribus, crea sfide per le classi di attivo alternative come le private equity, venture capital, immobiliare e infrastrutture. I tassi elevati comportano un rischio sulle valutazioni ma possono influenzare anche i gestori che utilizzano una leva importante per ottenere performance. L'industria, però, ha avuto un paio d'anni per adattarsi a questo ambiente di tassi elevati. Alcuni impatti valutativi si sono già materializzati, aprendo la strada a punti di ingresso negli investimenti, ad esempio in determinati segmenti immobiliari. I tassi elevati non hanno nemmeno frenato la spinta politica a reinvestire nelle

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



infrastrutture, con la Germania come esempio principale, creando opportunità in questo ambito. Per quanto riguarda gli investimenti legati all'equity, riteniamo che i gestori con approccio più conservativo possano essere meglio posizionati facendo meno affidamento alla leva e più al conseguimento di miglioramenti operativi, migliorando la qualità degli utili e aumentando il potenziale di crescita.

### I rischi degli investimenti alternativi

I rischi includono quello di liquidità (a volte definito **rischio di illiquidità**), ossia il rischio che gli investitori non siano in grado di vendere facilmente o rapidamente i loro investimenti per ottenere liquidità. Come discusso sopra, la maggior parte delle classi di attività alternative ha un periodo di lock-up. Anche con strutture evergreen gli investitori possono ottenere solo una liquidazione parziale. In più, anche se agli investitori è consentito vendere le partecipazioni ad altri investitori in alcuni casi, esiste la possibilità di non trovare acquirenti disposti ad acquistare alle valutazioni richieste o addirittura acquirenti in generale. Ne deriva che gli investitori possono incorrere in perdite se disinvestono in caso di necessità improvvise di liquidità.

Una preoccupazione aggiuntiva è data dal **rischio di prezzo** o livellamento del rendimento. A differenza degli attivi tradizionali, i cui prezzi sono aggiornati regolarmente, alcuni attivi alternativi vengono "valutati a mercato" solo su base periodica. Le valutazioni inoltre sono spesso basate o sulle valutazioni o su metodi interni. Come osservato da Ilmanen et al (2020), questo tende a generare dei rendimenti più smussati, sottovalutando la vera volatilità e il beta. Questi autori, insieme a Welch e Stubben (2018), Stafford (2015) e Phalippou (2020), evidenziano la possibilità di una preferenza per questi rendimenti livellati da parte di alcuni investitori istituzionali, che ne smussano la relativa volatilità.

Gli investimenti alternativi, in particolare quelli legati ai mercati privati, sono spesso oggetto di una mancanza di divulgazione di informazioni disponibili pubblicamente. Il **rischio di trasparenza/dei dati** è un elemento di preoccupazione anche per gli organismi regolamentari. La valutazione degli attivi è un esempio di questa opacità. Anche dove sono disponibili dati sulle performance basate sulle transazioni, la mancanza di informazioni riguardo alla metodologia di aggregazione può ostacolare gli investitori nel fare inferenze valide. Questo problema è aggravato dal cosiddetto bias di sopravvivenza, dove gli attivi o i fondi falliti possono essere esclusi dai dati riportati, sovrastimando così la performance complessiva. Coloro che registrano performance inferiori possono anche semplicemente scegliere di non riportare la performance. Gli investitori sono limitati dalla mancanza di informazioni sul reporting, il che significa che possono trovare difficile comprendere appieno i rischi e prendere decisioni di investimento informate.

Altri rischi includono il **rischio nella selezione del gestore**: come abbiamo già discusso, i gestori di investimenti alternativi presentano una dispersione nei rendimenti maggiore rispetto ai mercati pubblici. Inoltre, con il maggiore afflusso di capitale nei mercati privati, c'è la possibilità di un **rischio di affollamento** in determinati settori o tipi di transazioni, che potrebbe portare a un aumento dei prezzi degli attivi e a una potenziale riduzione dei rendimenti.

# 03

## Le diverse tipologie di investimenti alternativi

In questa sezione discutiamo i punti salienti degli attivi alternativi su cui noi ci focalizziamo.

### Private equity

Si tratta della classe di attivo più grande all'interno dei mercati privati e consiste in investimenti in aziende private in cui i gestori solitamente assumono partecipazioni di controllo e collaborano direttamente con il management delle aziende per trasformare le società nel corso di 3-5 anni. La creazione di valore nel private equity può derivare dal riposizionamento strategico, dal miglioramento gestionale e dai miglioramenti operativi a livello aziendale, generando rendimenti sia attraverso la crescita degli utili che l'espansione dei multipli di valutazione in uscita.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



Il private equity include diversi segmenti, con i buyout che sono i principali. Anche se comporta un rischio maggiore in quanto legato alla partecipazione azionaria diretta e alla leva, il private equity ha il potenziale necessario a sovraperformare le azioni quotate, offrendo minore volatilità e bassa correlazione con i mercati quotati in periodi di crisi.

### Venture capital

È un tipo particolare di private equity che fornisce capitale ad aziende giovani o piccole prima che generino ricavi – in alcuni casi anche prima che inizino le operazioni. Spesso si tratta di aziende con un elevato potenziale di crescita, solitamente nel settore tecnologico o in settori emergenti. L'accento è posto sugli investimenti in fase iniziale, per cui esiste un rischio intrinseco che il modello operativo o il prodotto fallisca, quindi un investitore dovrebbe anche aspettarsi un lungo orizzonte di investimento. Il rendimento per l'investitori si genera quando l'azienda si quota tramite un'Offerta Pubblica Iniziale (in inglese Initial Public Offering, IPO), o tramite una fusione o un'acquisizione. Di solito, questi fondi investono in una vasta gamma di società aspettandosi che almeno una cresca a tal punto da generare un rendimento molto elevato per il fondo.

### Infrastrutture private

Le infrastrutture private sono investimenti in beni fisici che forniscono servizi critici per economia e società. Questi possono includere trasporti, generazione e trasmissione di energia, sistemi di comunicazione, servizi idrici e infrastrutture sociali come ospedali e scuole, ma non solo. Essi operano tipicamente sotto contratti a lungo termine o all'interno di quadri normativi, generando flussi di cassa stabili e prevedibili. Inoltre, gli investimenti in infrastrutture godono di elevate barriere all'entrata e presentano frequentemente meccanismi di protezione dall'inflazione. Nei portafogli, le infrastrutture private offrono diversificazione, bassa volatilità e flussi di cassa stabili, attraverso contratti a lungo termine legati a servizi essenziali.

### Private credit

Il private credit è una forma di finanziamento in cui i gestori specializzati forniscono prestiti direttamente alle aziende senza l'intermediazione delle banche tradizionali. Questi prestiti finanziano principalmente la crescita aziendale e le acquisizioni. Gli investitori possono accedere a diversi strumenti lungo lo spettro di rischio-rendimento prendendo esposizione a diverse parti della struttura patrimoniale di un debitore. All'interno di un portafoglio di investimento diversificato, il private credit può migliorare il rendimento e offrire un reddito superiore rispetto agli investimenti a reddito fisso tradizionali. La struttura a tasso variabile di molti strumenti di offre una copertura contro l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse.

### Immobiliare

Gli investimenti immobiliari privati comprendono investimenti in proprietà commerciali che generano reddito, come magazzini, abitazioni multifamiliari, uffici, hotel e spazi commerciali. Le sue caratteristiche sono la generazione di reddito affidabile attraverso contratti di locazione pluriennali, una minore volatilità rispetto ai REIT o alle azioni e rendimenti competitivi. Le strategie di investimento coprono un ampio spettro di rischio-rendimento e includono investimenti core conservativi (proprietà di alta qualità con leva minima) ma anche approcci a valore aggiunto (proprietà che necessitano di miglioramenti e con leva maggiore). All'interno di un portafoglio, l'asset class può fornire diversificazione attraverso la sua moderata correlazione con azioni e obbligazioni e fungere da copertura contro l'inflazione grazie a canoni di locazione regolabili in base al costo della vita.

### Hedge funds

I fondi hedge seguono una vasta gamma di strategie di investimento sia sui mercati quotati che su quelli privati. Le strategie **long-short equity** solitamente hanno un'esposizione netta lunga sulle azioni, mentre le strategie **market neutral** di solito hanno un'esposizione equilibrata tra long e short. Le strategie **event-driven** investono concentrandosi su un evento unico che si

---

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



prevede avrà un impatto significativo su un'azienda o su una classe di attivi. Le strategie di **relative value** analizzano i dati di mercato cercando di identificare incoerenze sulla valutazione dei singoli titoli. Le strategie **global macro** si basano su elementi macro come economia, politica, guerra, clima, ecc. per capire come questi possano influenzare i mercati. Se una strategia si basa principalmente su analisi quantitative come la ricerca e la comprensione di schemi in grandi set di dati utilizzando modelli statistici e matematici, può essere definita **strategia quantitativa**. Una strategia **multistrategy** può essere basata su una combinazione delle strategie menzionate sopra.

### Materie prime

L'investimento in materie prime di solito comporta l'acquisto fisico di metalli preziosi o industriali, petrolio o prodotti agricoli, sebbene ciò implichi necessità di stoccaggio. Un altro modo è investire in materie prime tramite derivati come i contratti futures o tramite strutture basate su derivati come gli ETC e i certificati.

04

## Asset Allocation Strategica (Strategic Asset Allocation, SAA)

### Le fondamenta della SAA tradizionale

Negli ultimi sessant'anni, l'allocazione degli attivi ha avuto come punto di partenza la frontiera efficiente - l'insieme di portafogli che si prevede offra il rendimento massimo per un dato livello di rischio. Ma poiché i rendimenti attesi non sono di facile previsione, questo approccio è stato più tardi collegato al concetto di **portafoglio di mercato globale**, pesato secondo la capitalizzazione globale delle singole classi di attivi. Per costruzione, il portafoglio di mercato globale adotta una prospettiva retrospettiva, poiché fa l'assunzione di rendimenti storici stabili degli attivi. Quindi viene completato dalle opinioni degli investitori individuali sul futuro.

Ma, nonostante l'apparente semplicità di questo concetto, il portafoglio di mercato globale non è così facile da definire. Gli investitori devono decidere in quali classi di attivo possono e vogliono effettivamente investire. La dimensione relativa delle classi di attivo cambia nel tempo man mano che la loro importanza cresce o diminuisce. Gli investitori reali affrontano anche vincoli e preferenze individuali che renderanno l'investimento in un portafoglio di mercato globale subottimale o addirittura impossibile.

Nonostante ciò, il concetto di frontiera efficiente può essere utilizzato come punto di partenza nella ricerca dell'allocazione strategica degli attivi adeguata, per riflettere i nostri obiettivi e i nostri limiti. Tuttavia, rimane da affrontare la sfida principale: come gestiamo l'incertezza delle nostre assunzioni? Come costruiamo un portafoglio in grado di fornire il giusto compromesso tra i due obiettivi fondamentali di ogni investitore, ossia la **robustezza** da un lato e l'**efficienza** dall'altro?

- Per robustezza intendiamo che vogliamo essere resilienti di fronte alle avversità. Se le nostre ipotesi si rivelano errate, vogliamo essere in grado di "mantenere la rotta" e non essere costretti a intraprendere azioni pesanti sul nostro portafoglio.
- Per efficienza intendiamo che vogliamo partecipare alle condizioni di mercato favorevoli, ossia quando confermano le nostre ipotesi, nella maniera migliore possibile.

In ogni decisione di investimento, cerchiamo di **equilibrare le nostre scelte**. Quanto siamo fiduciosi nella validità delle nostre ipotesi e vogliamo massimizzare i rendimenti nel caso in cui esse si rivelino corrette? Al contrario, quanto scetticismo sulle nostre assunzioni vogliamo incorporare nelle nostre allocazioni per fornire resilienza in caso di sorprese negative? Sia la fiducia che lo scetticismo presentano vantaggi e svantaggi complementari – ma il loro compromesso non è simmetrico. Infatti, è possibile progettare portafogli che mostrano un grado di robustezza significativamente superiore rispetto al portafoglio più efficiente, che assume completamente le sue assunzioni come corrette, pur essendo solo leggermente meno efficiente. L'investimento robusto – come noi lo definiamo – non mira semplicemente a massimizzare la

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



robustezza, ma a fornire chiarezza sul compromesso tra robustezza ed efficienza, e a supportare costantemente delle scelte informate che ci permettono di avere quasi lo stesso beneficio del portafoglio efficiente quando i mercati si comportano in linea con le nostre aspettative e una buona resilienza quando non lo fanno.

### Assunzioni e incertezza

Per perseguire un approccio di investimento solido, dobbiamo completare le nostre assunzioni sui mercati dei capitali con una valutazione più approfondita delle relative incertezze. Non si può evitare se non vogliamo tornare a modelli più semplici di fronte alle sfide del mondo reale. Nel nostro processo decisionale per l'allocazione strategica degli attivi consideriamo in maniera esplicita e quantitativa il grado di affidabilità di tutte le nostre assunzioni – questo è il nostro strumento chiave per costruire allocazioni che garantiscano una solida partecipazione relativa al mercato in tutte le circostanze, evitando posizioni forti su assunzioni deboli.

### L'inclusione degli investimenti alternativi nella SAA

Come accennato sopra, l'obiettivo fondamentale di investimento - la costruzione di un portafoglio ben diversificato - è tutt'altro che banale. Poiché alla maggior parte degli investimenti alternativi/su mercati privati sono associati non solo il rischio di liquidità, ma anche il rischio di mercato, essi possono migliorare il grado di diversificazione e contribuire alla robustezza del portafoglio. Tuttavia, aggiungono anche la sfida di un'allocazione di portafoglio che a priori è difficile da valutare con gli strumenti analitici quantitativi utilizzati per le componenti liquide del portafoglio. L'analisi quantitativa del portafoglio è essenziale però, sia per la costruzione di un'allocazione di portafoglio robusta, sia per la quantificazione del rischio di ribasso del portafoglio.

Per affrontare questa sfida è necessario fare alcune assunzioni quando si includono asset alternativi/privati nell'allocazione strategica. Innanzitutto, nella valutazione dei rischi e delle opportunità di questa classe di attivi nel contesto di portafoglio consideriamo solo il loro contributo al **rischio di mercato**. Altri rischi materiali della classe di attivi alternativi/privati – in particolare, i rischi di liquidità – non sono discussi a causa della mancanza di dati e perché l'impatto di tali rischi dipende dalle circostanze in cui si manifestano. Supponiamo che il rischio di mercato degli investimenti alternativi/privati sia simile a quello degli investimenti del mercato quotato della stessa classe di attivi. Quindi scegliamo di riflettere tali componenti del portafoglio tramite posizioni proxy liquide, che si presume abbiano un'esposizione simile al rischio di mercato sistematico.

L'analisi delle correlazioni tra i singoli attivi è un grande vantaggio per l'investitore nella costruzione del portafoglio. Ma le correlazioni funzionano solo in caso di mercati liquidi a livello di rischio di mercato. Il rischio di liquidità riflette la probabilità, limitata, di vendere un attivo a breve termine ad un prezzo comparabile a quello di mercato.

In secondo luogo, facciamo un'assunzione semplificativa circa **l'orizzonte temporale dell'investimento**. Le caratteristiche chiave di un'allocazione strategica delle attività – rendimento atteso, rischio al ribasso, volatilità – sono di solito formulate in dati annualizzati. Quando si includono proxy liquide per riflettere il comportamento del portafoglio degli attivi alternativi/privati stiamo assumendo che l'investitore abbia un orizzonte temporale a lungo termine (tipicamente di circa dieci anni) durante il quale gli attivi non dovranno essere liquidati. Se gli investimenti alternativi/privati dovessero essere venduti prima della scadenza pianificata è difficile stimare in quale misura le transazioni siano possibili e a quale prezzo. Questo è vero anche in condizioni di mercato favorevoli, ma molto di più in quelle sfavorevoli.

### Il rischio di liquidità domina nel breve periodo, il rischio mercato nel lungo periodo

Gli investitori sui mercati quotati sanno quanto sia difficile rimanere investiti in tutti i momenti di mercato, resistere a scelte psicologiche nelle fasi estremamente volatili e attenersi all'idea che non si tratta di fare market-timing, ma di dare tempo al mercato. In questo caso, gli investitori sui mercati alternativi/privati hanno un vantaggio strutturale: il costo per disinvestire le loro partecipazioni nel breve termine può essere proibitivo, o potrebbero proprio non essere in grado di vendere entro l'orizzonte temporale previsto. Per loro è ovviamente più sensato - e quindi più

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



facile - rimanere investiti indipendentemente da ciò che accade. D'altra parte, ribassi significativi del mercato potrebbero innescare disinvestimenti di una parte delle attività liquide. In generale, se gli investitori sui mercati alternativi/privati devono vendere parte delle loro attività in un determinato momento saranno influenzati negativamente dagli effetti dell'illiquidità. In questo scenario, il potenziale beneficio della diversificazione deve essere considerato vicino a zero e superato dal rischio di liquidità.

Il rischio mercato potrebbe dominare nel lungo termine invece. Su un orizzonte temporale più lungo, ci aspettiamo di vedere molte transazioni sugli investimenti privati. La liquidità aumenterà ad un livello in cui possiamo considerare questi investimenti come liquidi. Se una transazione non è imposta dal venditore o dall'acquirente ma è in linea con la "offerta e domanda", continua a essere influenzata dal rischio di mercato. A questo livello la diversificazione funziona e dovrebbe essere riflessa nell'allocazione degli asset.

### Affrontare il pricing e le valutazioni infrequenti

Una delle maggiori sfide degli investimenti alternativi/privati è la loro mancanza di trasparenza sui prezzi delle transazioni passate. Questo problema è duplice: da un lato, le transazioni degli asset privati non avvengono su piattaforme di trading pubbliche, ma direttamente tra le controparti, dall'altra i valori delle transazioni pubblicate sono per loro natura poco affidabili. Ma un altro aspetto ha un impatto ancora maggiore sulla trasparenza: i volumi di trading negli asset privati tendono a scomparire durante situazioni di mercato avverse, a causa del costo della liquidità in tali circostanze (come delineato sopra). Pertanto, affidandosi solo ai dati pubblici delle transazioni passate, si otterrebbe un quadro distorto per le valutazioni di questi asset. Spesso si pensa che gli asset alternativi/privati mostrino maggiore resilienza durante i cali delle attività quotate - questo potrebbe essere un malinteso legato al fatto che vengono raramente scambiati in condizioni difficili, portando ad una mancanza di informazioni sui prezzi durante le crisi.

Pertanto, per approssimare le valutazioni degli asset privati nel contesto di portafoglio nel modo più realistico possibile, facciamo uso di **proxy del mercato quotato liquido**, come descritto sopra. Questa semplificazione necessaria è di particolare importanza per la stima dei rischi di portafoglio durante i ribassi di mercato, che sono cruciali per gli investitori per valutare se possono realisticamente mantenere le loro allocazioni strategiche di portafoglio, o se potrebbero trovarsi nella situazione indesiderata in cui delle perdite superiori alla loro tolleranza al rischio potrebbero costringere alla vendita di attivi rischiosi proprio durante lo stress di mercato.

### Focus sulla robustezza

Un investimento robusto è un obiettivo fondamentale per ogni investitore, a prescindere dal fatto che ci si concentri su attivi liquidi o illiquidi. È giusto seguire le nostre convinzioni e assunzioni, ma vogliamo anche rimanere in gioco se queste si rivelano errate. Se questi obiettivi sono così accettati, cosa rende così impegnativo investire in modo robusto? In principio, la maggior parte degli investitori è consapevole di affrontare incertezze quando prendono decisioni di investimento, ma molto spesso questa comprensione è offuscata dalle performance passate. Psicologicamente risulta abbastanza difficile non essere troppo convinti delle proprie idee.

Ecco perché seguiamo un processo di investimento robusto supportato da un'analisi quantitativa. Questo approccio è in contrasto con molti concorrenti, che tendono ad attenersi ad approcci più comuni che affrontano la sfida dell'incertezza attraverso valutazioni qualitative, mentre mancano della trasparenza analitica fornita da una differenziazione quantitativa esplicita circa l'affidabilità delle diverse previsioni. Includendo delle assunzioni sull'incertezza nel nostro processo di investimento, possiamo fare giudizi più informati e coerenti sul trade-off degli investitori: l'equilibrio tra la ricerca dell'efficienza d'investimento (ottimizzare il massimo rendimento atteso per un dato rischio stimato, accettabile – assumendo che le nostre assunzioni di mercato siano perfettamente corrette) e il desiderio di robustezza (ridurre al minimo l'impatto negativo sui futuri rendimenti dei portafogli che – a priori – hanno un rischio stimato simile, nel caso in cui – a posteriori – le nostre assunzioni di mercato si rivelino errate).

---

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



In relazione agli asset alternativi/privati, l'aspetto dell'incertezza diventa ancora più rilevante: da un lato perché la scarsità di dati storici sulle performance e sulle correlazioni rende ogni assunzione ancora più inaffidabile; e dall'altro lato, perché dobbiamo applicare le nostre assunzioni ad orizzonti temporali più lunghi richiesti da tali asset. Più lontano cerchiamo di guardare, più difficile diventa individuare la strada giusta. Pertanto, tenere in considerazione l'incertezza delle nostre assunzioni sugli asset privati è cruciale per affrontare la propensione umana a scommettere eccessivamente sulle proprie convinzioni - che, in modo piuttosto sorprendente, mostrano spesso una tendenza a diventare più forti meno sappiamo. Pertanto, questo processo diventa ancora più importante.

### La costruzione di portafoglio robusta

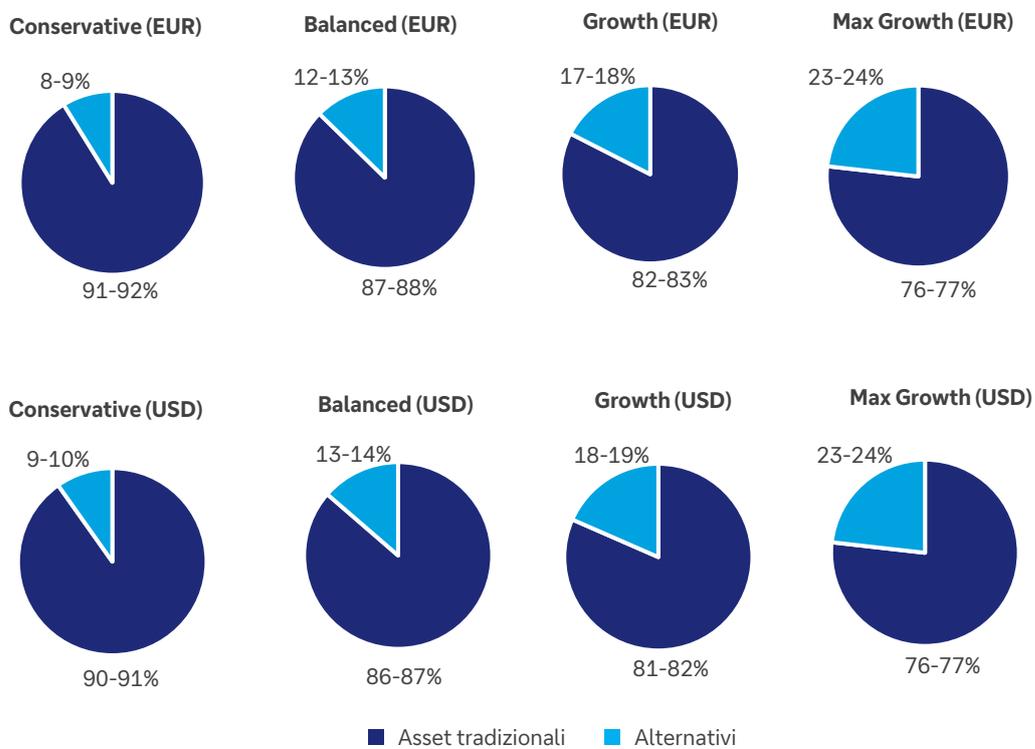
Costruire un portafoglio richiede di affrontare l'incertezza delle nostre assunzioni e, in certa misura, equilibrare la solidità con l'efficienza. Come per ogni decisione di investimento, dobbiamo bilanciare le nostre scelte e completare l'analisi dei mercati dei capitali con una valutazione della loro incertezza. Costruire un portafoglio ben diversificato è un'attività complessa, ma gli investimenti alternativi/privati possono migliorare il grado di diversificazione e contribuire alla robustezza del portafoglio. Seguiamo un processo di investimento robusto supportato quantitativamente che include assunzioni sull'incertezza per prendere decisioni informate e coerenti sui principali compromessi per gli investitori. Il problema dell'incertezza è molto importante sia per le classi di attività tradizionali che per quelle alternative, ma può essere gestito con processi forti e linee guida.

### L'utilizzo specifico degli investimenti alternativi nella SAA

Riunendo tutto quanto detto finora, gli investimenti alternativi svolgono un ruolo importante nell'allocazione strategica degli attivi di DB (vedi Figura 8). Le allocazioni alternative variano dall'8% al 24% in base ai vari profili di rischio a causa, in primis, delle indicazioni quantitative del nostro approccio proprietario all'allocazione robusta degli attivi (descritto in questo capitolo), ma anche in seguito ad approfondimenti nel settore degli investimenti alternativi basati su ricerche accademiche ed esperienza di mercato. Complessivamente, riteniamo che gli investimenti alternativi meritino un'allocazione significativa da parte degli investitori che comprendono le complessità delle rispettive sottoclassi di attivi e sono disposti a tollerare l'illiquidità.



**Figura 8: Gli investimenti alternativi nelle SAA in base al profilo di rischio**



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati al 14 maggio 2025.

# 05

## Considerazioni finali

La continua evoluzione delle asset class alternative è notevole e porta con sé un insieme di opportunità ma anche sfide. Come delineato in questo documento, vediamo chiari i benefici dell'investimento in attività alternative al fianco di classi di attivo tradizionali e liquide. Con esse, il nostro obiettivo principale è di aumentare la diversificazione del portafoglio attraverso l'esposizione ad ulteriori fattori di rischio e fonti di rendimento tipici dei portafogli solo liquidi. Inoltre, integrare gli investimenti alternativi nell'allocazione strategica ha il pregio di gestire il grado di rischio di mercato e di rendimento degli investimenti passivi rispetto ai rendimenti attivi derivanti dalle prospettive di lungo termine per le principali asset class. Il nostro approccio robusto all'allocazione strategica, basato su caratteristiche di rendimento rigorosamente mirate al futuro e basate sull'analisi del rischio di mercato, fornisce una base solida per la nostra convinzione negli investimenti alternativi.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## Bibliografia

- Franzoni, F., Nowak, E. and Phalippou, L., 2012. Private equity performance and liquidity risk. *The Journal of Finance*, 67(6), pp.2341-2373.
- Fraser-Sampson, G., 2010. *Alternative assets: investments for a post-crisis world*. John Wiley & Sons.
- Ilmanen, A., Chandra, S. and McQuinn, N., 2020. Demystifying illiquid assets: Expected returns for private equity. *The Journal of Alternative Investments*, 22(3), pp.8-22.
- Jackwerth, J.C. and Slavutskaya, A., 2016. The total benefit of alternative assets to pension fund portfolios. *Journal of Financial Markets*, 31, pp.25-42.
- Nguyen, D.K., Topaloglu, N. and Walther, T., 2020. Asset Classes and Portfolio Diversification: Evidence from a Stochastic Spanning Approach. Available at SSRN 3721907.
- Partners Group, 2025. Capital Markets Day.
- Phalippou, L., 2020. An inconvenient fact: Private equity returns & the billionaire factory. *University of Oxford, Said Business School, Working Paper*.
- Platanakis, E., Sakkas, A. and Sutcliffe, C., 2019. Harmful diversification: Evidence from alternative investments. *The British Accounting Review*, 51(1), pp.1-23.
- Soni, A., 2020. Performance dispersion risk assessment in alternatives and active strategies. *The Journal of Alternative Investments*, 22(4), pp.107-119.
- Stafford, E. (2015). Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting. Available at SSRN 2720479.
- Welch, K. and Stubben, S., 2018. Private equity's diversification illusion: Evidence from fair value accounting. Available at SSRN 2379170.

## Glossario

L'**Alpha** descrive il ritorno extra di un investimento rispetto all'indice di mercato ampio corrispondente.

I **Commodity Traded Exchange (ETC)** sono strumenti derivati che non richiedono il trading diretto nelle materie prime fisiche sottostanti o nei mercati dei futures.

La **diversificazione** si riferisce alla dispersione degli investimenti tra diverse tipologie di attività, geografie e così via, con l'obiettivo di ridurre il rischio o aumentare i rendimenti corretti per il rischio.

I fondi **evergreen** sono fondi aperti senza una data di scadenza fissa. A differenza dei tradizionali fondi di investimento alternativi che immobilizzano il capitale per diversi anni, le strutture evergreen consentono investimenti/riscatti periodici di capitale.

La **frontiera efficiente** è determinata dall'insieme di portafogli che offrono il massimo livello di rendimento atteso per un dato livello di rischio o il livello di rischio più basso per un dato livello di rendimento atteso.

I **fondi hedge** sono veicoli di investimento alternativi che utilizzano fondi accorpati e possono impiegare diverse strategie per ottenere un rendimento attivo per i loro investitori.

Le **infrastrutture private** forniscono beni e servizi necessari per un'economia (ad es. energia, trasporti, acqua, sociale, digitale) tramite capitale privato piuttosto che attraverso organizzazioni legate al governo.

Le strategie **long/short** azionarie assumono posizioni long in titoli previsti in rafforzamento e posizioni short in quelli previsti in indebolimento.

Il **premio di illiquidità** è il rendimento supplementare su un investimento illiquido, per compensare l'illiquidità.

Il **private equity** si riferisce a fondi e individui che investono direttamente in aziende private, non quotate.

Un **processo di allocazione strategica degli attivi (SAA)** comporta la definizione di allocazioni preferite per le classi di attivi su un orizzonte temporale medio-lungo.

Un Fondo di Investimento Immobiliare (**Real Estate Investment Trust, REIT**) è una società che possiede, e nella maggior parte dei casi gestisce, immobili che producono reddito. I REIT vengono scambiati come un'azione nelle principali borse e investono direttamente in immobili, sia attraverso proprietà che mutui.

L'Indice **S&P 500** include 500 delle principali aziende statunitensi, coprendo circa l'80% della capitalizzazione di mercato disponibile negli Stati Uniti.

Lo **spread** è la differenza nel rendimento quotato su due investimenti, comunemente usato per confrontare i rendimenti obbligazionari.

**USD** è il codice della valuta per il dollaro statunitense.

La **valutazione** cerca di quantificare l'attrattiva di un'attività, ad esempio confrontando il prezzo delle azioni di un'azienda rispetto ai suoi guadagni.

Il **venture capital (VC)** è un tipo di finanziamento di private equity, tipicamente per piccole aziende in fase iniziale e in crescita.

La **volatilità** è il grado di variazione di una serie di prezzi di trading nel tempo.



## Performance storica

Performance	21.5.2020 - 21.5.2021	21.5.2021 - 21.5.2022	21.5.2022 - 21.5.2023	21.5.2023 - 21.5.2024	21.5.2024 - 21.5.2025
S&P 500	40,9%	-6,1%	7,4%	26,9%	9,8%
Bloomberg Private Capital Index	30,5%	25,6%	-0,3%	3,2%	3,8%
Bloomberg Buyout Private Equity Index	42,4%	27,4%	1,9%	6,9%	5,4%
Bloomberg Venture Capital Index	60,1%	27,7%	-20,6%	4,2%	0,5%
Bloomberg Debt Private Equity Index	18,7%	13,2%	0,6%	10,8%	5,5%
Bloomberg Real Estate Private Equity Index	9,0%	32,4%	-1,0%	-11,2%	1,5%
Bloomberg Real Assets Private Equity Index	4,9%	19,2%	12,6%	-2,2%	6,1%
Bloomberg U.S. Aggregate Index	-0,5%	-8,2%	-2,4%	2,2%	3,8%
Bloomberg Commodity Index	44,4%	43,9%	-19,6%	11,7%	0,5%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati al 21 maggio 2025.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## 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, e 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 accurate 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.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## Informazioni importanti

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 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](http://www.ecb.europa.eu)) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno ([www.bundesbank.de](http://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.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## Informazioni importanti

### 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](http://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](http://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.

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 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.

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.



## Informazioni importanti

### 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.

### 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](http://www.dnb.nl).  
Publication date: May 22, 2025

### 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 Prudenciel 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 ridistribuzione, 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.

© 2025 Deutsche Bank AG. All rights reserved.

AK/ST

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. Questo documento è stato elaborato a maggio 2025.