



## CIO Special

11 Luglio 2022

Autori:  
Markus Müller  
Chief Investment Officer ESG

Lorenz Vignold-Majal  
Investment Strategist

Ivo Višić  
Senior Investment Officer

# ESG e performance: sfide all'orizzonte?

## Key takeaways

### 01 Introduzione

### 02 Gestire la trasformazione ESG

Prossimi passi nella gestione di  
un portafoglio ESG

### 04 Conclusioni

- Gli investimenti ESG sono passati a una nuova terza fase caratterizzata da un certo grado di consolidamento e riorientamento. L'informazione sarà la chiave di questa fase.
- La gestione della trasformazione ESG comporterà il raggiungimento del consenso sulle definizioni ESG e continueranno numerose iniziative per una migliore divulgazione.
- È probabile che ci sia anche una maggiore attenzione alle misurazione dell'impatto nel "mondo reale" degli investimenti ESG e alla migliore comprensione dei diversi tipi di rischio associati.
- Riteniamo che le aziende con una strategia ESG coerente abbiano maggiori probabilità, in generale, di affrontare i complessi problemi ambientali e sociali globali che ci attendono. Questo sarà importante dal punto di vista della gestione del portafoglio.

### 01 Introduzione

Gli investimenti ESG negli ultimi anni sono passati da tema di nicchia a parametro centrale per molti investitori. Dopo le prime due fasi – di accettazione, poi di rapida crescita – siamo ora entrati in una terza fase.

Questa terza fase è caratterizzata da un certo grado di consolidamento e riorientamento. Gli investitori stanno diventando sempre più consapevoli della performance degli investimenti ESG, sia in termini di rendimenti finanziari che di "rendimenti del mondo reale" (ovvero effetti positivi sul mondo che ci circonda).

L'informazione sarà la chiave di questa terza fase. Ha sempre alimentato le aspettative sulle due tradizionali dimensioni di investimento del business e dello sviluppo economico. L'informazione ci consentirà ora anche di valutare la nuova terza dimensione dell'investimento: i limiti che un ambiente naturale in deterioramento pone al modo in cui gli investitori e come le imprese possono agire. Questa variabile esogena del collasso ambientale (E) può anche richiedere un approccio diverso rispetto a quello più endogeno sociale (S) e di governance (G).

I criteri ESG rappresentano un importante cambiamento nell'ambiente sociale, economico e finanziario e tali cambiamenti di regime sollevano sempre interrogativi su come gli investitori dovrebbero valutarli. Come rileva questo rapporto, sono stati condotti molti studi sugli effetti dei criteri ESG sui rendimenti degli investimenti, ma eventuali valutazioni in questo caso devono ancora essere accuratamente qualificate.

Come per qualsiasi investimento, la performance relativa degli investimenti ESG dipenderà ovviamente da come vengono confrontati nel periodo di tempo scelto. Un esempio delle difficoltà che gli investitori devono affrontare nel valutare la performance è che i rating degli investimenti ESG variano tra le agenzie di rating e sono anche cambiati nel tempo.

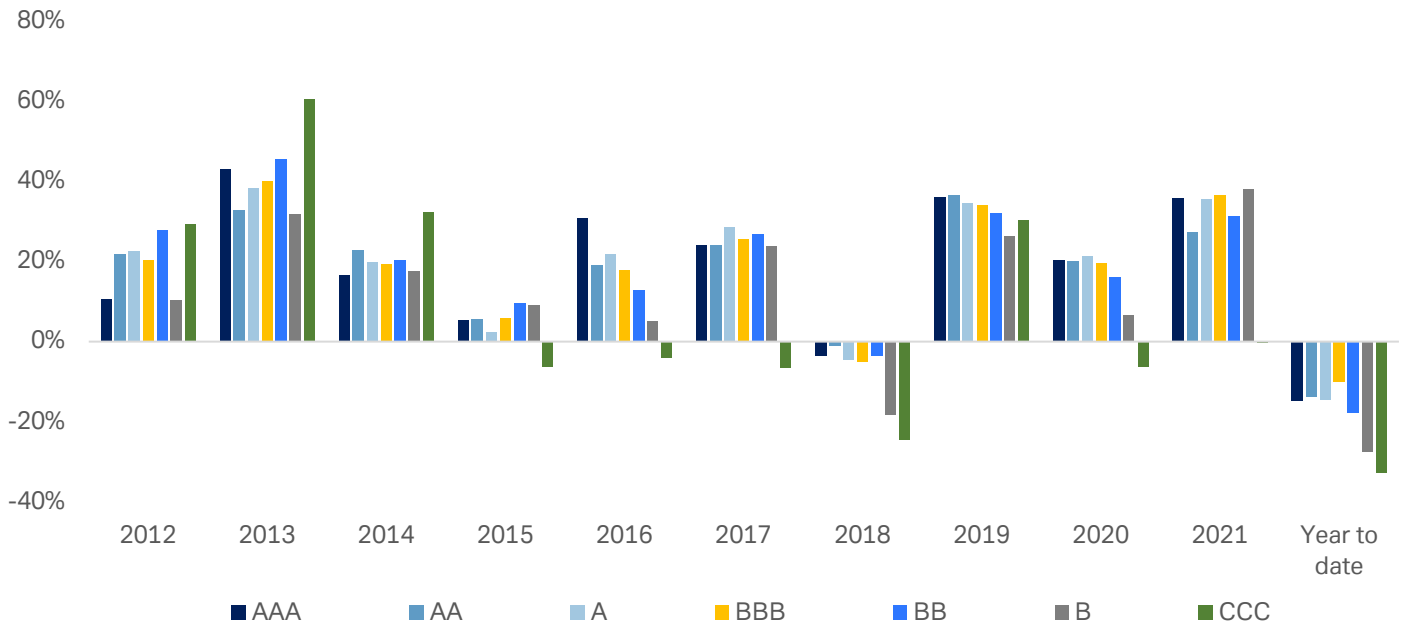
Pertanto, per tutti questi motivi, qualsiasi analisi o presentazione della performance ESG (ad esempio, Figura 1) deve essere trattata con grande attenzione. Problemi di misurazione simili si applicano ai confronti della volatilità relativa degli asset ESG.



Usare il QR code per accedere a  
una selezione di altri report del Chief  
Investment Officer di Deutsche Bank  
([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com)).



Figura 1: Rendimento totale medio dei titoli dell'S&P in base al rating ESG



Fonte: Bloomberg Finance L.P., MSCI, Deutsche Bank AG. Dati all'8 Luglio 2022.

Le barre del grafico mostrano la performance annuale dei panieri di azioni S&P, creati sulla base dei loro rating MSCI ESG. Come mostrato nel grafico, questi panieri non includono un numero simile di titoli e ciò influirà su qualsiasi valutazione della performance relativa. Rendimento totale medio dei titoli S&P 500 con i rispettivi rating ESG (i rating si riferiscono all'ultimo rating ESG di MSCI, AAA=25 società, AA=117 società, A=151 società, BBB=126 società, BB=53 società, B=11 società, CCC=2 società)

Allora perché investire seguendo i criteri ESG? Una prima risposta potrebbe essere che è meglio investire in aziende che stanno cercando in qualche modo di affrontare le complesse sfide ambientali e sociali che il mondo deve affrontare, piuttosto che in quelle aziende che sembrano ignorarle.

È probabile che questa risposta altruistica (e forse semplicistica) sia supportata da considerazioni pratiche. Riteniamo che le aziende con strategie per affrontare questioni ambientali, sociali e di governance siano in grado, in generale, di dimostrarsi migliori nell'affrontare un contesto ambientale e normativo sempre più complesso.

Dal punto di vista del portafoglio, questa capacità delle aziende con strategie ESG di navigare in un ambiente difficile può essere preziosa. Al contrario, investire in aziende prive di una strategia ESG coerente può comportare una corsa ad ostacoli a lungo termine, con aziende meno conformi ai criteri ESG che lottano per adattarsi agli sviluppi normativi e di altro genere. Se ciò si traduce in più tagli e modifiche degli investimenti per sostituire i non performanti, ciò comporterà dei costi per un portafoglio, anche perché gli errori di "market timing" nell'ingresso o nell'uscita dagli investimenti possono essere costosi.

Chiaramente, nel breve termine, le strategie ESG possono tuttavia sottoperformare. Ciò è stato evidente nel 2022, con molte strategie ESG in ritardo rispetto ai tradizionali peer non ESG. Ciò è dovuto principalmente al fatto che le società legate all'energia e alla difesa (vincitrici a causa effetti a catena della guerra Russia/Ucraina) sono spesso escluse dalle strategie ESG.

Gli investimenti ESG continueranno ad evolversi. La fornitura di dati più standardizzati è solo un primo passo e proseguirà il dibattito su come incorporare al meglio i criteri ESG nei processi di investimento: questi sono sempre più visti come un ulteriore livello di valutazione della qualità oltre alle tradizionali metriche economiche e finanziarie. Questioni come il rischio richiedono una definizione e un'analisi molto attente, per i motivi che esamineremo di seguito. Gli investitori continueranno inoltre a cercare nuovi modi per misurare i reali effetti positivi degli investimenti ESG sul mondo che ci circonda (ad esempio sulla biodiversità e attraverso la comprensione del concetto di «natural capital»).

Ma questo è un viaggio a cui si deve prendere parte: in definitiva, tutti gli investimenti sono investimenti ESG. Qualunque sia l'esatta portata del futuro aumento della temperatura globale o della perdita di biodiversità, le questioni ambientali non scompariranno e anche i fattori sociali e di governance rimarranno sotto il microscopio. In questo contesto, è razionale tenere conto dei fattori non finanziari nella valutazione degli investimenti e la digitalizzazione facilita l'accesso alle informazioni per farlo. Gli investimenti ESG sono diventati un modo efficace per adattare i portafogli a questa nuova realtà globale.



## 0 Prossimi passi nella gestione di un portafoglio ESG

Tutte le trasformazioni economiche e finanziarie rivelano carenze nei sistemi sottostanti. Gli investitori devono essere particolarmente vigili nei momenti di potenziale difficoltà. Devono comprendere sia gli impatti finanziari che le implicazioni per l'attività economica del "mondo reale".

Gli investimenti ESG (che possono essere definiti come la filosofia secondo la quale gli investitori decidono di considerare l'impatto che le loro decisioni di investimento avranno sulla natura e sulla società, oltre agli eventuali guadagni finanziari che potrebbero realizzare) rappresentano una trasformazione finanziaria importante che sta già cambiando il modo in cui investitori e mercati valutano l'ambiente economico. Le aspettative di investimento in merito ai criteri ESG sono a loro volta cambiate con l'evoluzione del settore. (Nella discussione di seguito, ci concentriamo sugli investimenti in mercati finanziari liquidi, e non sugli investimenti illiquidi o sulle attività istituzionali come il finanziamento bancario.)

Gli investimenti ESG della prima fase si sono concentrati sull'esclusione di determinati titoli o settori, principalmente perché questo era l'unico approccio possibile data la mancanza di dati e definizioni relativi ai criteri ESG. Molti investitori seguono ancora questo approccio. Una preoccupazione, quindi, è quanto tali esclusioni possano sminuire la performance di un portafoglio a breve e lungo termine. (Ci sono anche domande valide su quali effetti avranno davvero tali esclusioni, ad esempio la vendita di singole azioni.)

Durante la recente seconda e terza fase di rapida crescita degli investimenti ESG, la discussione sulle performance è diventata più completa e si è ampliata per includere le valutazioni delle performance sostenibili a lungo termine e della resilienza del portafoglio a futuri cambiamenti climatici (o ad altri avvenimenti).

A ciò si accompagnano numerosi studi sui legami tra ESG e performance degli investimenti. Come notato sopra, è probabile che i risultati dipendano fortemente dall'asset class in esame e dal periodo di tempo esaminato, tra gli altri fattori. Anche l'identificazione corretta del nesso di causalità è stata una preoccupazione particolare e può avere molteplici dimensioni, forse legate al processo di investimento stesso, ad esempio se l'esistenza di flussi di investimento liquidi (che possono spostarsi oltre che entrare) può incoraggiare una maggiore attività ESG da parte delle aziende.<sup>1</sup>

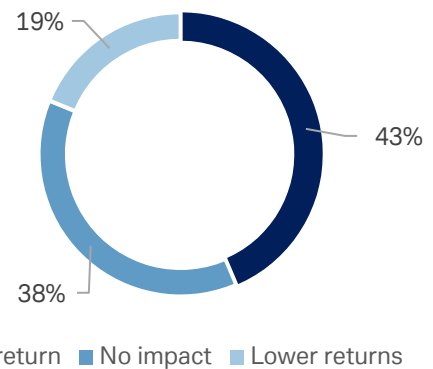
In effetti, l'importanza di questi studi sta probabilmente più in ciò che non dicono, piuttosto che in ciò che fanno. Nel complesso, non indicano una relazione negativa tra investimento ESG e performance.

Le limitazioni riconosciute intorno ai singoli studi hanno portato a vari meta-studi accademici (cioè studi di più studi). Ad esempio, una recente analisi della Stern School of Business<sup>2</sup> della New York University ha esaminato 245 studi pubblicati tra il 2016 e il 2020, deducendo che quel 65% ha mostrato una performance positiva o neutra rispetto agli investimenti convenzionali e solo il 13% indicava risultati negativi. Ma i risultati, anche dei meta-studi, possono essere interpretati in vari modi.

Gli studi sui criteri ESG e sulla performance degli investimenti non hanno fornito risposte definitive, ma sembrano aver rassicurato gli investitori sul fatto che gli investimenti ESG non comporteranno necessariamente sempre compromessi su

rendimenti inferiori; nell'ambito di questa terza fase più matura degli investimenti ESG, gli investitori desiderano anche valutare sempre più meglio rischi e opportunità. I nostri sondaggi<sup>3</sup> suggeriscono che la maggior parte degli investitori non si aspetta che l'ESG deprima i rendimenti rispetto alle aspettative precedenti (Figura 2). I nostri sondaggi suggeriscono inoltre che la maggioranza degli investitori desidera che il proprio investimento abbia un impatto positivo sul mondo.

Figura 2: Le convinzioni degli investitori sull'impatto dei criteri ESG sui rendimenti



Fonte: Deutsche Bank AG. Dati ad Aprile 2021.

### b) Raggiungere il consenso sulle definizioni ESG

Gli investitori devono tuttavia comprendere meglio la relazione tra ESG e performance. È importante capire, ad esempio, se un'eventuale correlazione positiva tra ESG e performance è dovuta ad altri fattori, ad esempio un approccio ESG che crea incidentalmente una "pregiudizio di qualità" nei titoli selezionati per l'investimento.

Per fare ciò, dobbiamo prima affrontare i problemi di definizione.

Con gli investimenti "tradizionali", gli investitori hanno stabilito definizioni di indici di mercato azionario e obbligazionario e misure di valutazione. Questi riflettono in gran parte una comprensione comune di quali misure sono più importanti e di solito non sono state guidate da un intervento legale. Il raggiungimento di questo consenso globale su come valutare le asset class "tradizionali" ha richiesto molti decenni, quindi i progressi compiuti finora in materia di metriche ESG e divulgazione del settore possono essere considerati relativamente rapidi.

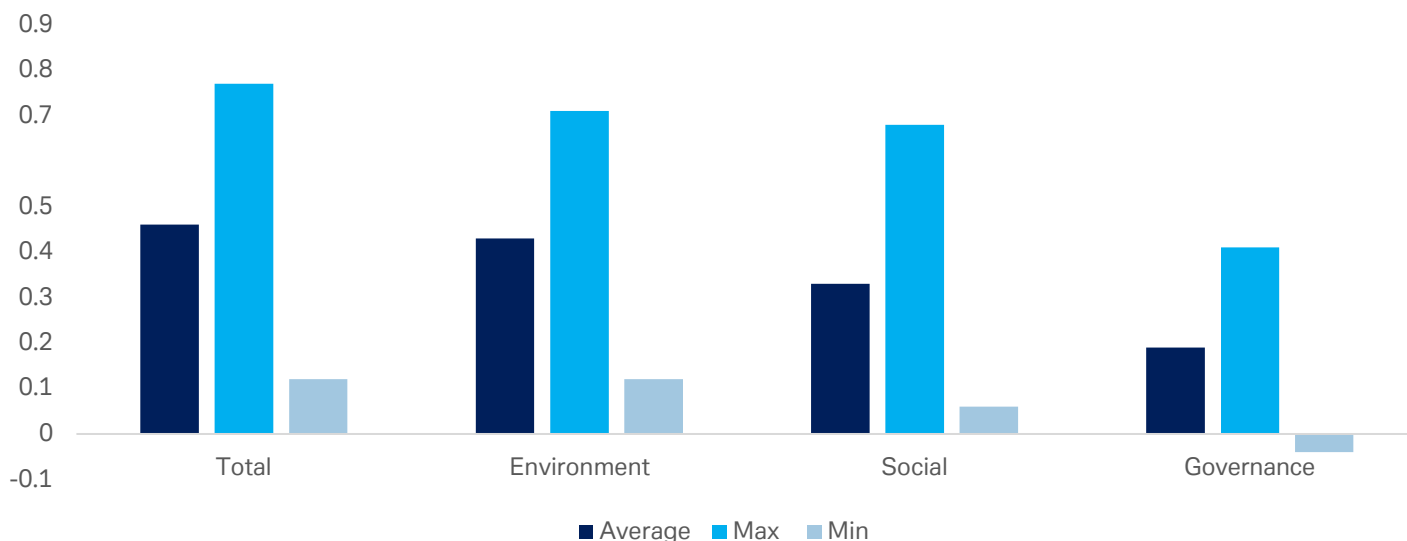
Tuttavia, permangono gravi carenze nella valutazione ESG con un consenso molto limitato su come dare uno scoring ESG ad un determinato asset ad una azienda (o settore), oltre ad esserci ancora domande concettuali irrisolte su cosa esattamente dovrebbe essere misurato.

Queste discrepanze sono evidenti nella variazione dei rating ESG tra i fornitori (cfr. Figura 3), in particolare per quanto riguarda le misure "S" (sociale) e "G" (governance).<sup>4</sup>

Va inoltre notato che, sebbene i rating possano essere un utile segnale complessivo, potrebbero non mostrare adeguatamente le componenti negative o positive sottostanti.



Figura 3: Correlazioni del punteggio dei rating ESG



Fonte: MEF, Deutsche Bank AG. Dati al 7 Marzo 2022.

Inoltre, per definizione, sono validi solo quanto i dati forniti, il che potrebbe penalizzare ingiustamente alcune aziende mentre ne supportano eccessivamente altre, a seconda dagli obblighi di rendicontazione regionale. (Ad esempio, le piccole imprese potrebbero trovare più difficile la rendicontazione necessaria, a causa del costo dell'ottenimento e della fornitura dei dati, e ciò significa che i loro contributi positivi sostanziali potrebbero non essere riconosciuti.) Esistono anche problemi tecnici relativi ai sistemi di rating che richiedono attenzione: ad esempio, poiché la rendicontazione aziendale generalmente migliora, i miglioramenti del rating possono portare a raggruppamenti di imprese nei percentili superiori di una distribuzione di rating che le rendono indistinguibili l'una dall'altra. È probabile che le metodologie di rating cambino per mitigare questo fatto, ma ciò a sua volta può comportare volatilità al variare dei sistemi di misurazione. Vale la pena sottolineare, inoltre, che gli impatti tematici e del "mondo reale" non vengono mai adeguatamente rilevati dai soli rating: qui il requisito è per dati più sottostanti, o informazioni specifiche su azioni positive o negative (es. tramite allineamento tassonomico, o violazioni delle norme) in quanto discutiamo nella prossima sezione.

### c) Enfasi sulla divulgazione

L'azione delle autorità di regolamentazione per affrontare tali carenze si è concentrata sull'incoraggiamento di una maggiore divulgazione, sviluppando al contempo una serie di schemi di classificazione o definizione ESG. I piani di divulgazione vanno già oltre le valutazioni per esaminare, ad esempio, questioni più ampie relative ai rischi ESG, alla sostenibilità aziendale, all'impatto ambientale e ai diritti umani/catene di approvvigionamento. Le iniziative pianificate dalla Taskforce for Nature-related Financial Disclosures (TNFD), dalla Taskforce for Climate-related Financial Disclosures (TCFD), dallo sviluppo dell'UE del Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) e dalla sua Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) dimostrano tutte un'ampia attività basate su questo fronte.

Tuttavia, la metodologia per la valutazione sottostante è più sviluppata in alcune aree (ad es. emissioni di carbonio) rispetto ad altre (ad es. finanziamenti oceanici). Ci sono anche alcune questioni metodologiche che non sono risolte a livello globale, ad es. abbinare il concetto di "doppia materialità" della tassonomia dell'UE (un'azienda deve esaminare sia se un'attività contribuisce al raggiungimento degli obiettivi concordati, sia se "non provoca danni significativi") con l'attenzione dell'azienda esistente su rischi e obiettivi finanziari.

Discussioni sulla divulgazione e sui rating sono in corso anche nel contesto della regolamentazione del settore finanziario. Ad esempio, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha pubblicato di recente (giugno 2022) i risultati di una richiesta di prove sui rating ESG, che copre sia i fornitori di rating ESG che gli utenti. Le carenze individuate dagli utenti dei rating ESG includevano metodologie complesse e poco chiare e un'insufficiente granularità dei dati. Anche le imprese coperte dai rating ESG hanno espresso preoccupazione per la mancanza di trasparenza.

Le iniziative per rendere i dati più solidi sono tutte regionali e ci vorrà del tempo per attuare pienamente un quadro globale. Senza tale read-across, sarà difficile per le aziende soddisfare gli standard regionali concorrenti e divulgare materiale comparabile in modo coerente. Ciò potrebbe inavvertitamente portare a difficoltà nell'accesso a fonti globali di finanziamento e catene di approvvigionamento. (Anche all'interno della regione più avanzata riguardo i temi ESG, l'Europa, ci sono differenze marcate nelle pratiche nazionali.)

A livello di asset class, c'è stato anche un aumento della domanda da parte degli organismi del settore per metriche migliori. L'International Capital Market Association, ad esempio, ha pubblicato nuove linee guida per gli emittenti di obbligazioni legate alla sostenibilità incentrate su come selezionare le metriche appropriate. Gli standard proposti dall'International Sustainability Standards Board (ISSB) di recente formazione potrebbero anche iniziare a guadagnare terreno con le autorità di regolamentazione dei mercati finanziari.



## 0 I prossimi step nella gestione dei portafogli ESG

I mercati sono attualmente concentrati sui rating ESG, ma la standardizzazione non risolverà tutti i problemi concettuali degli investimenti in questo campo. Valutazioni ESG più coerenti contribuiranno a creare un consenso sull'importanza relativa dei fattori ESG specifici, ma questo consenso è destinato a cambiare nel tempo. I rating sono solo una delle questioni da affrontare nella costruzione di sistemi avanzati di gestione del portafoglio.

### a) I diversi tipi di rischio

La comprensione del rischio sarà fondamentale in questo processo di gestione del portafoglio. Negli investimenti ESG esistono diverse forme di rischio e gli investitori devono fare attenzione a non confonderle.

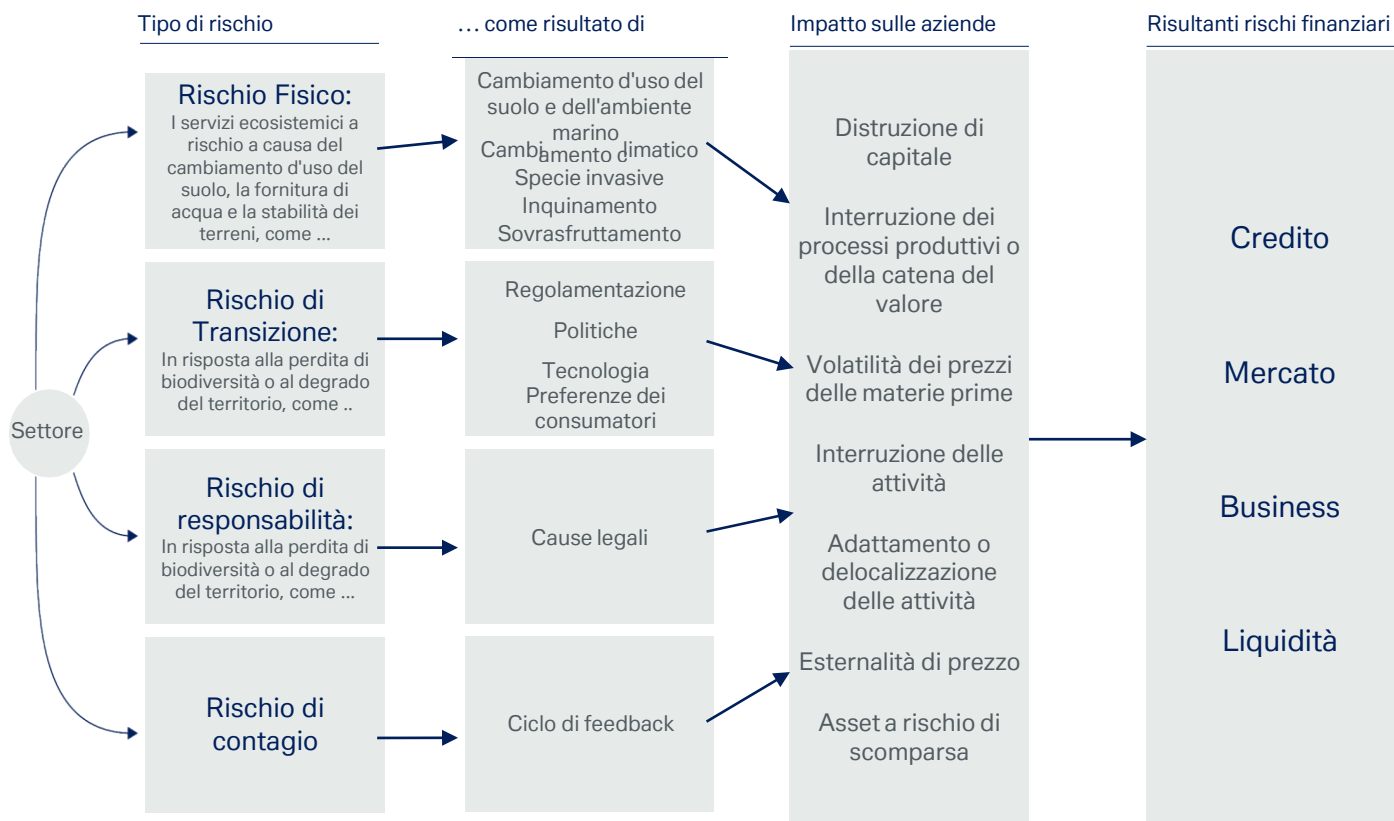
Dal punto di vista del portafoglio, ha senso concentrarsi innanzitutto sul rischio finanziario, ossia il rischio di ribasso del valore di un'azienda, evidente attraverso la volatilità o misure come il VaR (value at risk).

Il rischio finanziario è molto diverso dal rischio d'impresa a lungo termine che le organizzazioni devono affrontare. Questi rischi aziendali possono essere classificati in vari modi. (La Figura 4 mostra una classificazione comune in rischi fisici, di transizione, di responsabilità e di contagio). Lo studio del rischio finanziario è più avanzato rispetto agli altri tipi di rischio e la letteratura accademica esistente in materia è considerevole. Alcuni studi si sono concentrati sul legame tra i rating e la volatilità dei prezzi dei titoli, esaminando l'impatto delle variazioni dei rating e dei livelli complessivi di rating.<sup>5</sup> Altri hanno ampliato l'analisi al legame tra i rating ESG e il rischio idiosincratico (ossia i movimenti dei prezzi non associati ai movimenti complessivi del mercato).

Naturalmente si devono applicare le consuete avvertenze relative ai tempi, alla causalità e alla capacità degli studi passati di prevedere il futuro: la guerra tra Russia e Ucraina ci ha ricordato, ancora una volta, che i grandi eventi di rischio spesso non sono previsti e che gli effetti a catena possono avere un forte impatto sulla performance relativa degli investimenti. (I settori della difesa e dell'energia, ad esempio, hanno entrambi guadagnato a causa della guerra. Poiché questi due settori sono spesso esclusi dalle strategie ESG, molti di essi hanno sottoperformato negli ultimi mesi).

I rischi aziendali sono per il momento meno conosciuti di quelli finanziari, ma sono comunque importanti, soprattutto per il modo in cui vengono valutati nel prezzo corrente di un titolo e per quali periodi di tempo. Un recente studio condotto dai nostri colleghi della investment bank ha suggerito che i mercati possono valutare il rischio di transizione come una minaccia più immediata e il rischio fisico come un problema a più lungo termine. Il pricing dei titoli azionari in relazione ai rischi climatici, ad esempio, può spesso essere immediatamente influenzato dai cambiamenti nelle strategie ESG a livello aziendale e dalle decisioni politiche macro ESG.<sup>8</sup>

Figura 4: Diversi tipi di rischio d'impresa: una classificazione consolidata



Fonte: CISL, Deutsche Bank AG. Dati al 4 Febbraio 2022.

In Europa, Medio Oriente e Africa, come in Asia, questa pubblicazione è da considerarsi materiale di marketing, ma non negli Stati Uniti. Nessuna garanzia può essere data che qualsiasi previsione o obiettivo saranno raggiunti. Previsioni si basano su assunzioni, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi erranei. Rendimenti passati non fanno testo per rendimenti futuri. Gli investimenti passati sono soggetti a rischi. Il valore di un investimento può calare in qualsiasi momento, causando perdite di capitale.



Un approccio diverso per valutare l'approccio dei mercati al rischio d'impresa è quello di considerare il costo medio ponderato del capitale (WACC) di una società. Un presupposto fondamentale dell'investimento ESG è che punteggi ESG migliori si riflettano in un WACC più basso (in quanto i finanziatori vedono un minor rischio d'impresa e quindi di mancato rendimento). Esistono già alcune prove che il rating ambientale di un'azienda influisce sul suo WACC, ma gli effetti variano da settore a settore e dipendono dal livello di divulgazione delle informazioni aziendali.<sup>9</sup>

Nell'immediato futuro, gli investitori potrebbero continuare ad affrontare il problema del rischio finanziario osservando l'apparente relazione tra i punteggi ESG e la volatilità dei prezzi delle azioni. Per valutare il rischio d'impresa potrebbero essere utilizzate altre misure proxy (ad esempio, il prezzo del carbonio). In questo nuovo contesto potrebbe esserci spazio anche per una discussione più approfondita sulla natura fondamentale del Rischio, come quella avviata da Keynes e Knight quasi un secolo fa.

#### b) Misurare i «rendimenti del mondo reale»

Gli investitori devono considerare i rendimenti finanziari e il rischio, ma vorranno anche essere sicuri che i loro investimenti ESG stiano apportando un miglioramento materiale all'ambiente o ad altri aspetti desiderati del mondo in cui viviamo: questo, dopo tutto, è il vero scopo degli investimenti ESG e ciò che definiamo "rendimenti del mondo reale".

La sfida per un portafoglio consiste nel valutare questi "rendimenti del mondo reale" in modo coerente. Giudicare l'impatto ambientale (o sociale o di governance) di un singolo investimento può essere difficile, per non parlare della loro combinazione ottimale in un portafoglio. In un sistema finanziario che (a torto o a ragione) deve tradurre complicate situazioni del "mondo reale" in analisi matematiche, questo può essere particolarmente difficile.

L'importantissimo problema della biodiversità fornisce un esempio della complessità.<sup>10</sup> Almeno sei approcci principali valutano l'impronta di biodiversità delle imprese in modi diversi. Tuttavia, possono essere presenti temi comuni, come ad esempio il concetto di "capitale naturale", ovvero considerare le risorse naturali della Terra come un "capitale sociale" che dobbiamo gestire in modo sostenibile. L'approccio ENCORE (in inglese: exploring natural capital opportunities, risks and exposure), ad esempio, fornisce una visione di come le attività economiche possano dipendere o avere un impatto su questo "capitale naturale". I prossimi passi teorici in questo senso potrebbero essere, ad esempio, premiare le imprese che incrementano il "capitale naturale" e penalizzare quelle che lo riducono: possiamo vedere una prova di questo approccio nell'accordo del maggio 2022 tra i Ministri del Clima, dell'Energia e dell'Ambiente del G7 per implementare il Sistema di Contabilità Economica Ambientale (SEEA).

Passare da questi concetti utili a una misura concordata e standardizzata dell'impatto degli investimenti sarà difficile e dipenderà ovviamente da fattori esterni, come il miglioramento della nostra comprensione delle relazioni e dei processi ambientali. Ma una migliore misurazione dei "rendimenti del

mondo reale" potrebbe rivelarsi più importante del perfezionamento delle strutture di rating ESG più teoriche.

## 04 Conclusioni

Gli investimenti ESG stanno entrando in una nuova fase di consolidamento e riorientamento. Con i criteri ESG sempre più centrali nei portafogli degli investitori, abbiamo tutti bisogno di una migliore comprensione dei legami tra ESG, rendimenti del portafoglio e i diversi tipi di rischio.

Il consenso sui rating di valutazione ESG è un passo successivo necessario e dovrebbe contribuire a fornire una guida migliore all'esposizione delle imprese ai rischi ESG. Tuttavia, questo non è l'unico problema e le metriche ESG continueranno ad evolversi anche in molte altre aree, tra cui una migliore valutazione dell'impatto "nel mondo reale" degli investimenti ESG.

Non ci aspettiamo una soluzione perfetta ai problemi di misurazione ESG. È anche chiaro che, anche con un sistema di valutazione migliore, i singoli titoli ad alto rating ESG potrebbero non offrire rendimenti migliori nel breve termine o essere immuni da forti ribassi. Tuttavia, gli studi esistenti suggeriscono già che le strategie ESG non devono necessariamente avere un effetto negativo sui rendimenti a lungo termine.

A livello più ampio, riteniamo che l'argomentazione a favore degli investimenti ESG sia comunque convincente e vada oltre il fascino altruistico dell'investimento in società che vogliono trovare soluzioni ai problemi del mondo – e non solo ignorarli.

Infatti, la motivazione altruistica degli investimenti ESG è probabilmente supportata da considerazioni pratiche di gestione del portafoglio. Riteniamo che le aziende con una strategia ESG coerente abbiano maggiori probabilità, in generale, di essere in grado di affrontare i complessi problemi ambientali e sociali globali. L'identificazione e la detenzione di tali aziende può anche ridurre i rischi di market timing legati alle variazioni di portafoglio.

In definitiva, tutti gli investimenti sono investimenti ESG e i portafogli dovranno rifletterlo.



## Bibliografia

---

1. Aghion, Philippe, Van Reenen, John and Zingales, Luigi. Innovation and Institutional Ownership, American Economic Review 2013. See: <https://mitsloan.mit.edu/shared/ods/documents?DocumentID=2566>
2. ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020” of the NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management (p. 2). See: [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM ESG-Paper 2021%20Rev 0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf)
3. Deutsche Bank International Private Bank “Biodiversity loss: recognising economic and climate threats” 2021.
4. Gibson, Rajna and Krueger, Philipp and Schmidt, Peter Steffen, ESG Rating Disagreement and Stock Returns. Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-67, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 651/2020, Financial Analyst Journal, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3433728> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3433728>
5. Giese et al. (2019) *ibid.*
6. Sassen, Remmer, Anne-Kathrin Hinze, and Inga Hardeck. "Impact of ESG factors on firm risk in Europe." *Journal of business economics* 86.8 (2016): 867-904. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11573-016-0819-3>
7. Bouslah, K., Kryzanowski, L. & M’Zali, B. Social Performance and Firm Risk: Impact of the Financial Crisis. *J Bus Ethics* 149, 643–669 (2018). <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3017-x>
8. Deutsche Bank Research, Climate risk pricing in markets, June 2022. [https://research.db.com/research/research/Document?rid=051784c8\\_0a52\\_4d74\\_968b\\_be41b78192aa\\_604&kid=ESN001&wt\\_cc1=ind-642076-9405](https://research.db.com/research/research/Document?rid=051784c8_0a52_4d74_968b_be41b78192aa_604&kid=ESN001&wt_cc1=ind-642076-9405)
9. Deutsche Bank Research, *ibid.*
10. Deutsche Bank International Private Bank, Biodiversity: the new playing field for ESG Assessment, March 2022. [https://deutschewealth.com/en/our\\_perspective/cio-specials/biodiversity-new-playing-field-esg-assessment.html](https://deutschewealth.com/en/our_perspective/cio-specials/biodiversity-new-playing-field-esg-assessment.html)



## Glossario

---

La **correlazione** è una misura statistica di come due titoli (o altre variabili) si muovono in relazione tra loro.

La **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)** è una nuova normativa dell'UE che rafforza e standardizza le informazioni fornite da circa 50.000 società operanti nell'UE sulle questioni ESG.

L' **investimento ESG** persegue obiettivi ambientali, sociali e di governance aziendale.

**ESMA** è l'acronimo di European Securities and Markets Authority (ESMA), un'autorità indipendente dell'Unione Europea (UE) che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'UE migliorando la protezione degli investitori e promuovendo mercati finanziari stabili e ordinati.

L'**International Capital Market Association (ICMA)** rappresenta oltre 600 membri attivi nei mercati internazionali dei capitali e dei titoli.

The **International Sustainability Standards Board (ISSB)** was set up in 2021 to establish of global baseline for sustainability-related disclosure standards relevant to investors and other capital market participants.

Il **capitale naturale** si riferisce agli elementi dell'ambiente naturale che includono beni come le foreste, l'acqua, gli stock ittici, i minerali, la biodiversità e la terra.

Il **Sistema di contabilità economica ambientale (VediA)** riunisce le informazioni economiche e ambientali in un quadro comune per misurare le condizioni dell'ambiente, il contributo dell'ambiente all'economia e l'impatto dell'economia sull'ambiente.

Il **regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (SFDR)** è stato introdotto per la prima volta nel 2018 e obbliga le aziende a divulgare le metriche ESG sia a livello di entità che di prodotto (ad esempio per le catene di approvvigionamento). Sarà sostituita dalla CSRD (vedi sopra).

La **Taskforce of Climate-related Financial Disclosures (TCFD)** conta 31 membri, che rappresentano sia i preparatori che gli utilizzatori delle informazioni finanziarie.

**TNFD** è l'acronimo di Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, i cui membri cercano di stabilire e promuovere l'adozione di un quadro integrato di gestione e divulgazione del Rischio per promuovere la coerenza a livello mondiale per l'informativa sulla natura.

Il **costo medio ponderato del capitale (WACC)** è il costo medio del capitale di un'impresa, ponderato in base alla proporzione di diverse tipologie di capitale nella sua struttura patrimoniale.





## Informazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

Non è ammessa la riproduzione e la divulgazione del presente documento senza l'espressa autorizzazione scritta di Deutsche Bank. Deutsche Bank vieta esplicitamente la distribuzione e il trasferimento del presente materiale a terzi. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dalla distribuzione del presente materiale o per qualsiasi provvedimento attuato o decisione presa in riferimento agli investimenti menzionati nel presente documento che l'investitore potrebbe aver effettuato o effettuare in futuro.

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

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

### Regno del Bahrain

Per i residenti del Regno del Bahrain: Il presente documento non rappresenta un'offerta per la vendita di o la partecipazione a titoli, derivati o fondi negoziati in Bahrain, così come definiti dalle norme della Bahrain Monetary Agency (Agenzia monetaria del Bahrain). Tutte le richieste di investimento dovranno essere ricevute e qualsiasi allocazione dovrà essere effettuata in ogni caso al di fuori del Bahrain. Il presente documento è stato predisposto per finalità informative ed è rivolto a potenziali investitori che siano esclusivamente istituzionali. Nel Regno del Bahrain non sarà



## Informazioni importanti

effettuato un invito pubblico e il presente documento non sarà pubblicato, trasmesso o reso disponibile al pubblico. La Banca Centrale (CBB) non ha riesaminato né approvato il presente documento o la documentazione di marketing di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrain. Di conseguenza non è ammessa l'offerta o la vendita di titoli, derivati o fondi nel Bahrain o ai suoi residenti, tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi in vigore nel Bahrain. La CBB non è responsabile per la performance dei titoli, dei derivati e dei fondi.

### Stato del Kuwait

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

### Emirati Arabi Uniti

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

### Stato del Qatar

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

### Regno del Belgio

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

### Regno dell'Arabia Saudita

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

### Regno Unito

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

### Hong Kong

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

Nella misura in cui il presente documento si riferisce a una specifica opportunità d'investimento, i relativi contenuti non sono stati esaminati. I contenuti del presente documento non sono stati esaminati dall'Autorità di regolamentazione di Hong Kong. Vi invitiamo a usare cautela per quanto riguarda gli investimenti qui contenuti. In caso di dubbi in merito ai contenuti del presente documento, è opportuno avvalersi di una consulenza professionale indipendente. Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission (Commissione sui titoli e sui futures) di Hong Kong né una sua copia è stata registrata presso il Registro delle imprese di Hong Kong e di conseguenza (a) gli investimenti (eccetto gli investimenti che sono un "prodotto strutturato", secondo la definizione nella Securities and Futures Ordinance (Ordinanza sui titoli e sui futures) (Cap. 571 della Legge di Hong Kong) ("SFO")) non possono essere offerti o venduti a Hong Kong tramite il presente documento o qualsiasi altro documento a investitori che non siano "investitori professionali", secondo la definizione indicata nella SFO e nelle normative correlate, o in qualsiasi



## Informazioni importanti

altra circostanza in cui il documento non risulti un "prospetto" secondo la definizione indicata nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Ordinanza sulle società (Disposizioni sulle liquidazioni e varie) (Cap. 32 della Legge di Hong Kong) ("CO") o che non costituisca un'offerta al pubblico secondo quanto specificato nel CO e (b) nessuna persona dovrà pubblicare o possedere a scopo di pubblicazione, né a Hong Kong né altrove, qualsiasi pubblicità, invito, o documento relativo agli investimenti che sia diretto alla pubblica diffusione, o i cui contenuti siano accessibili o possano essere letti dal pubblico di Hong Kong (tranne nel caso in cui ciò sia consentito dalle leggi sui titoli di Hong Kong), ad eccezione degli investimenti che siano indirizzati o che si intenda indirizzare a persone al di fuori dal territorio di Hong Kong o solo a "investitori professionali secondo la definizione della SFO e dei regolamenti ad esso correlati.

### Singapore

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

### Stati Uniti

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

### Germania

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

### India

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

### Italia

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

### Lussemburgo

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



## Informazioni importanti

---

### Spagna

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

### Portogallo

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

### Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. È soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (Finanzmarktaufsicht o FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Vienna, e (in quanto società del Gruppo Deutsche Bank AG) alla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Germania e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germania e alla Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main, Germania. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza. Per alcuni degli investimenti a cui si fa riferimento nel presente documento, potrebbero essere stati pubblicati alcuni prospetti. In tal caso gli investitori dovrebbero prendere una decisione solo sulla base dei prospetti pubblicati, inclusi eventuali supplementi. Solo questi documenti sono vincolanti. Il presente documento costituisce materiale di marketing, è fornito esclusivamente a scopi informativi e pubblicitari e non è il risultato di analisi o ricerche finanziarie.