



Gennaio 2020

# CIO Special



La "S" negli ESG:  
Il brutto anatroccolo degli investimenti

# Indice

Autori:  
Markus Müller  
Global Head CIO Office

Enrico Börger  
Financial Writer CIO Office

Michele Bovenzi  
Discretionary Portfolio  
Manager

---

01	Prefazione: Il brutto anatroccolo degli investimenti. Perché la seconda iniziale è la chiave	p.2
02	"S" di Sociale: definire l'obiettivo per gestire gli investimenti	p.3
03	I valori sociali e la loro lunga storia negli investimenti	p.6
04	Riconoscere e rendicontare sulla S	p.9
05	Contributo del Professor Del Giudice: I criteri Sociali possono ridurre i rischi – con benefici per l'investitore e per l'azienda	p.11
06	Il significato della "S" negli ESG: semplice e sottile	p.13
07	Conclusione: la sostenibilità sociale diventa mainstream	p.17

---



Si prega di utilizzare il codice QR per accedere alle pubblicazioni precedenti dell'ufficio CIO Deutsche Bank Wealth Management.

# 01

## Prefazione: Il brutto anatroccolo degli investimenti. Perché la seconda iniziale è la chiave



Christian Nolting  
Global CIO

“Sostenibilità Sociale” è un’espressione sentita di rado nel contesto della gestione degli investimenti, soprattutto nel passato. Ha impiegato molto di più per entrare nel vocabolario mainstream rispetto alla dimensione di sostenibilità ambientale ed infatti è solo dalla decade scorsa che le aziende hanno cominciato a rendicontare sulla sostenibilità sociale e le società di asset management ad analizzarne il contenuto. Ad oggi gli strumenti ed i contesti per misurare l’impatto ambientale sono di gran lunga in numero maggiore rispetto a quelli disponibili per la dimensione sociale. A dimostrazione di ciò, solo il 14% dei rating puramente sociali elaborati dal Global Reporting Initiative (GRI), un’organizzazione indipendente focalizzata sul reporting sostenibile, è indirizzato al pubblico di investitori, rispetto al 97% dei rating ambientali e l’80% dei rating di governance che vedono il pubblico di investitori come audience principale. La ragione di questo dislivello risiede nel fatto che probabilmente il fattore sociale include uno spettro di fattori molto più vasto: dai diritti del singolo lavoratore e la sua sicurezza, incluso il lavoro minorile e lo sfruttamento, estendendosi alla dimensione comunitaria sui problemi di disuguaglianza, inclusione sociale e finanziaria, fino alla dimensione politica e geopolitica per affrontare temi come l’integrazione dei diritti umani nel sistema finanziario, i conflitti minerari, l’evasione e la corruzione.

---

È stato provato nel tempo che l’inclusione di aspetti non-finanziari come le metriche sociali, esercita un impatto finanziario sugli investimenti.

---

Mentre le convinzioni etiche che spingono questi sforzi sono evidenti, ciò che risulta meno palese è la convenienza di questo approccio nelle logiche di investimento: ovvero se viene preso in considerazione l’impatto di un investimento sulla società oppure no. La prospettiva del ritorno finanziario e delle conseguenze sulla comunità sociale diventano parte di uno stesso processo decisionale di investimento. Proprio in questo ragionamento giace la definizione di S in ESG. Ad oggi è diventato frequente sentire le aziende parlare del loro interesse per gli impiegati e per gli stakeholder, ma lo fanno da un punto di vista dell’investitore, prendendo, cioè, in considerazione le implicazioni sociali di un investimento. Il tema risulta nuovo ancora per molti, sebbene sia stato ormai dimostrato che le considerazioni non-finanziarie, come i temi racchiusi nelle metriche sociali, hanno un impatto quantificabile sulle performance degli investimenti. Nonostante ciò, la dimensione sociale è rinnegata dal momento che, dei tre fattori, la S è diventata il brutto anatroccolo dell’universo investibile ed un tale status quo non rende giustizia alla S nel contesto tritico degli ESG. In sintesi, l’attenzione alle considerazioni sociali non è nient’altro che uno sforzo che pone l’essere umano al centro di qualsiasi attività economica con l’obiettivo di preservare il benessere di tutti gli attori-stakeholder economici.

In termini semplici, deve cambiare l’atteggiamento quando si parla di consapevolezza sulla sostenibilità. Nel nostro ultimo special “La ‘E’ negli ESG” abbiamo delineato come le considerazioni ambientali debbano essere integrate in una prospettiva societaria più ampia e allo stesso modo queste vadano considerate apriori di ogni decisione di investimento. In questo approfondimento sulla ‘S’ abbiamo posto l’attenzione sui criteri sociali che fino ad oggi hanno giocato un ruolo secondario rispetto alle considerazioni ambientali. In particolare, miriamo a dare un’impronta di rilevanza sociale nello spazio della conoscenza pubblica, al fine di forgiarla dell’importanza che tale fattore merita. Facendo una proiezione all’anno prossimo, l’intenzione è di pubblicare un CIO Special di approfondimento sulla Governance che consideriamo un fattore veicolante per l’implementazione dei criteri sociali ed ambientali nelle policy aziendali.

# 02

## "S" di Sociale: definire l'obiettivo per gestire gli investimenti

Cosa si intende per S in relazione ad ESG? Questa definizione racchiude un mondo molto vasto. Lo scopo della S negli ESG ricopre quasi tutti gli obiettivi politici pubblici che potenzialmente cadono sotto l'influenza delle aziende, come la riduzione delle disuguaglianze, la promozione di uno sviluppo inclusivo e la promozione di maggiore diversificazione nella forza lavoro, sia a livello gestionale che a livello amministrativo. La Figura 1 mostra una parte degli elementi che compongono la S degli ESG.

Figura 1: Le sfaccettature della S negli ESG

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati a settembre 2019.



In Europa, Medio Oriente e Africa, così come nell'Asia Orientale, il contenuto di questa pubblicazione è considerato materiale di marketing. Gli Stati Uniti sono esclusi da questa affermazioni. Non si garantisce la realizzazione di qualsiasi previsione o obiettivo. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, pareri e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non sono indice dei rendimenti futuri. Gli investimenti sono dotati di rischio. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e si potrebbe non ottenere l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il capitale investito potrebbe essere a rischio.

Mentre molte società e industrie hanno performato bene pur non rispettando tutti i principi sostenibili inclusi nella S, questo potrebbe non valere in futuro per alcune di queste aziende. In un mondo in cui il pubblico mostra una preoccupazione crescente sui problemi di natura sociale, l'atteggiamento nel mondo degli investimenti sta cambiando, così come quello delle autorità governative e degli organi regolatori, che sono sottoposti ad una pressione incrementale per intervenire. Le lacune nell'allineamento ai criteri sociali potrebbero portare ad una minaccia esistenziale a lungo termine per alcuni settori. Secondo la teoria di Porter e Kramer (2006), mostrata nella Figura 2, "il principio di sostenibilità si appella ad uno spostamento del focus sull'interesse della persona, spesso invocando la così detta linea di performance a tre punti: economico, sociale ed ambientale. In altre parole, le aziende dovrebbero operare in modo da assicurare la performance economica a lungo termine evitando un comportamento a breve termine che risulti socialmente dannoso o detrimentalmente per l'ecosistema".

Figura 2: criteri sociali nelle attività primarie e di supporto

Fonte: Porter and Kramer (2006).



In Europa, Medio Oriente e Africa, così come nell'Asia Orientale, il contenuto di questa pubblicazione è considerato materiale di marketing. Gli Stati Uniti sono esclusi da questa affermazioni. Non si garantisce la realizzazione di qualsiasi previsione o obiettivo. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, pareri e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non sono indice dei rendimenti futuri. Gli investimenti sono dotati di rischio. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e si potrebbe non ottenere l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il capitale investito potrebbe essere a rischio.

Gli ESG stanno diventando mainstream nell'universo degli investimenti e parallelamente questi vengono integrati in maniera graduale nel processo di investimento. Anche i veicoli di investimento che non seguono esplicitamente le linee guida proprie degli investimenti responsabili, mostrano un'inclinazione crescente sulla responsabilità sociale e politiche aziendali più sensibili al tema, a partire dalla sicurezza dei prodotti, fino al benessere delle risorse umane, sebbene ci sia ancora molta strada da fare.

Le strategie con focus sociale stanno diventando sempre più sofisticate, basti considerare quelle aziende che cercano un approccio proattivo nelle performance con rispetto ai criteri sociali, piuttosto che limitarsi ad adottare criteri di esclusione nei portafogli di investimento tradizionali. Gli approcci attivi cercano tipicamente di promuovere un atteggiamento aziendale attraverso l'engagement ed il voto, spesso in collaborazione con altri investitori. Gli obiettivi sociali possono essere perseguiti attraverso strategie di investimento attive e passive.

Definire l'insieme della E, quello della S e quello della G talvolta diventa una convenzione, poiché molto spesso le questioni dei vari insiemi si intersecano. Ad esempio, l'inquinamento è sia una questione che riguarda il luogo di lavoro, ma è anche una questione che colpisce l'ambito umano, per cui, ad esempio, il carbone può essere una causa tumorale per il lavoratore in miniera, oltre a contribuire alle emissioni tossiche per l'ecosistema. Allo stesso modo, aspetti di governance si sovrappongono ad aspetti sociali, quale è il caso della rappresentanza di un lavoratore. Vediamo un parametro sostenibile che rientra nel dominio della governance, ovvero il proxy voting che in realtà è utilizzato per votare su questioni sociali in seguito ad un caso rottura nel 1970 (Medical Committee for Human Rights contro U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)). Più fondamentalmente, se una corporate governance povera non persegue un'adeguata disclosure, non è possibile implementare una strategia socialmente responsabile. Quindi, alcune pietre miliari negli investimenti sociali sono andate crescendo con lo sviluppo di iniziative in ambito ambientale e di governance.

Le strategie sociali fino ad ora sono state implementate nell'ambito azionario, ma possono essere egualmente applicate agli strumenti obbligazionari. Un esempio è dato dal mercato dei Green e Social bond. Il mercato dei Social bond risulta ancora molto più ridotto del mercato dei Green bond. Secondo la International Capital Market Association (ICMA), l'outstanding di social bond si aggira attorno ai 50 miliardi di euro, rispetto ai 599 miliardi di Green bond. Mentre l'emissione annuale di Social bond è stimata sui 47.4 miliardi di social bond e tra i 180 e i 240 miliardi di euro per i Green bond.<sup>1</sup>

I Social bond hanno un potenziale considerevole nel futuro imminente. Per sfruttare al massimo questa possibilità, è fondamentale evitare un numero di possibili insidie. Le critiche hanno ammonito l'utilizzo del valore finanziario sul miglioramento delle vite delle persone più vulnerabili. Inoltre si è notato che quando i governi usano i Social bond per perseguire obiettivi specifici, questi finiscono per imporre degli standard di performance ai manager di settori di fondi private, controindicazione che non dovrebbe mai verificarsi. Inoltre si è evidenziato come i governi che impiegano i Social bond per perseguire obiettivi specifici, finiscano molto velocemente per imporre dei requisiti di performance ai gestori di fondi private, distorsione che non dovrebbe verificarsi. In ogni caso queste tendenze possono essere reindirizzate. È una questione di implementazione, come nel caso dei Green bond. Studi hanno dimostrato come ciò può essere realizzato e sicuramente nuove soluzioni verranno individuate parallelamente all'evoluzione del settore dei Social bond.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Impact Invest Lab (2018)

<sup>2</sup> Forbes (2018)

# 03

## I valori sociali e la loro lunga storia negli investimenti

La sostenibilità e la responsabilità sociale sono concetti vecchi come l'umanità, come sostenuto nella nostra prima edizione dei bollettini CIO Specials sugli ESG pubblicato nel 2017: "Act today to ensure our future – understanding ESG". Quando si pensa all'applicazione di considerazioni sociali nella gestione degli investimenti, vediamo che già agli inizi del diciottesimo secolo, John Wesley, il fondatore dei Metodisti, iniziò ad applicare ciò che oggi noi definiamo filtri di esclusione sociale negli investimenti. Essenzialmente egli disprezzava il guadagno proveniente da aziende produttrici di alcool, dal gioco d'azzardo, da usurai e da pratiche di business non etiche come la corruzione. Nel secolo precedente in Inghilterra i Quaccheri già praticavano una prima forma di investimenti socialmente responsabili applicando criteri etici alle loro attività commerciali. Infatti, i fondatori della Friends Provident, prima associazione di servizi assicurativi sulla vita di stampo etico e religioso nel Regno Unito, erano Quaccheri. L'economista e filosofo del diciottesimo secolo Adam Smith è il pioniere della teoria economica del libero mercato, con cui si formalizza il principio basato sulla coesistenza dell'interesse individuale e quello collettivo: "Per quanto egoista lo si possa supporre, l'uomo ha evidentemente nella sua natura alcuni principi che lo inducono ad interessarsi alla sorte degli altri e che gli rendono necessaria la loro felicità."<sup>3</sup>

---

Agli inizi del diciottesimo secolo, John Wesley, il fondatore dei Metodisti, iniziò ad applicare filtri di esclusione sociale negli investimenti.

---

Come ulteriore esempio vediamo i fondi pensione della Chiesa Luterana in Scandinavia che per decenni hanno perseguito una mentalità etica nelle decisioni di investimento.

Il concetto di responsabilità sociale iniziò a diventare mainstream all'inizio della metà del secolo scorso, quando i fondi comuni presero ad implementare l'idea di sostenibilità (il Pioneer Fund nel 1950 diede il via ad una pulizia dei così definiti "titoli sin", ad esempio attività di investimento non considerate virtuose come il gioco d'azzardo e l'alcool) e parallelamente alcune istituzioni come i fondi pensione applicavano restrizioni etiche nei loro mandati. La Figura 3 illustra l'evoluzione dell'accezione di investimenti socialmente sostenibili nell'epoca moderna. Questo approccio inizialmente era limitato all'esclusione di settori specifici (in particolare tabacco, gioco d'azzardo, pornografia e armi) che gli investitori consideravano demoni sociali, ma dagli Anni '60 ad oggi gli investitori e le istituzioni hanno iniziato a focalizzarsi su come le considerazioni sociali e politiche dovrebbero impattare sulle decisioni di investimento. Con i Sullivan Principles concepiti negli Anni '70 vengono applicate sanzioni alle aziende del Sud Africa in segno di protesta contro l'apartheid, per cui molte corporazioni americane hanno aderito al codice di condotta sull'ivaniano iniziando una campagna di disinvestimento. Tale può essere annoverato tra gli esempi primordiali di screening negativo a livello politico nazionale.

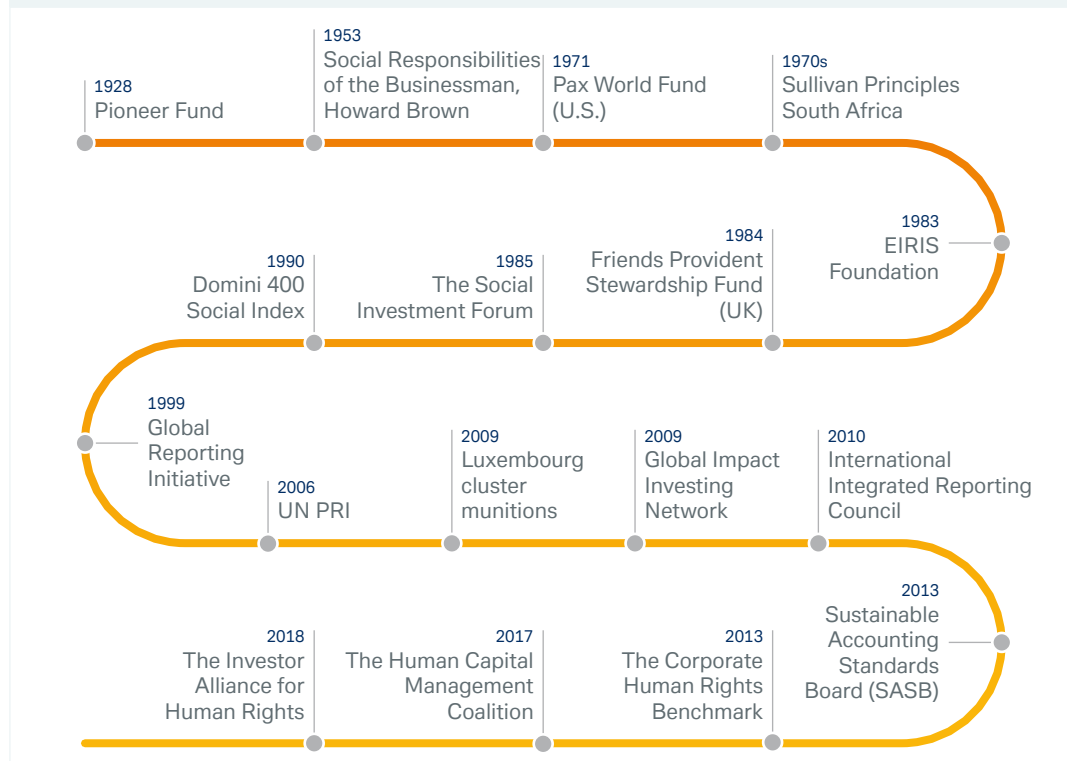
In molti Paesi sviluppati, il periodo successivo alla Guerra ha visto la diffusione delle associazioni di sindacato create specificamente per la difesa delle condizioni lavorative degli impiegati. Inizialmente queste considerazioni non vengono concepite nel concetto di gestione degli investimenti, sebbene fossero questioni oggetto di processi di negoziazione dei diritti tra datori di lavoro ed impiegati. Nel 1953 Howard Brown ha coniato il termine Corporate Social Responsibility (CSR) nella sua opera "Social Responsibilities of the Businessman", ma è solo 36 anni più tardi, nel 1999, che venne

<sup>3</sup> Smith (1759)



Figura 3: Linea del tempo sulla responsabilità sociale all'interno della gestione moderna degli investimenti

Fonte: The alliance of Religions and Conservation, deutsche Bank AG. Dati ad ottobre 2018.



introdotto il Global Reporting Initiative (GRI), a cui oggi aderiscono circa 11.000 aziende. Il GRI stato poi seguito da altre iniziative quali l'International Integrated Reporting Council (IIRC) nel 2010 e dal Sustainable Accounting Standards Board (SASB) nel 2013.

La scoperta di un impatto economico nella sfera sociale prodotto dall'attività economica reale è ciò che scaturisce nell'idea di investimento sociale nella sua accezione moderna, se limitiamo il concetto di ESG a CSR. Agli inizi degli Anni '90, la responsabilità sociale delle aziende (CSR) ha acquisito una prominenza pubblica dopo lo scandalo emerso sulle pratiche di lavoro controverse nel settore dell'abbigliamento sportivo, fenomeno che ha suscitato scalpore mediatico ed ha riscontrato una forte opposizione dell'opinione pubblica. Successivamente l'occhio mediatico si è spostato sulle maggiori compagnie petrolifere e sul settore farmaceutico. Questi sviluppi mostrano come le considerazioni sociali hanno guadagnato campo molto lentamente all'interno della coscienza pubblica e solo più recentemente inizia a paventarsi la sostenibilità come soluzione nell'ambito degli investimenti. Sebbene localmente siano state dirette diverse iniziative che hanno promosso una coscienza sociale nel business e, gradualmente, nella gestione degli investimenti, solo ad oggi la spinta ha cominciato ad accelerarsi raggiungendo un livello tale per cui i criteri sociali non rappresentano più un interesse elitario di pochi early adopters.

In particolare è il lato degli investitori istituzionali che sta man mano coinvolgendo dei gruppi fortemente focalizzati su questioni sociali, quali i diritti umani. Vediamo nelle manifestazioni eclatanti di questo interesse sorgente il Corporate Human Rights Benchmark (CHRB) il quale è finanziato da investitori con 5 trilioni di dollari fondato nel 2013. L'anno scorso lo stesso benchmark ha pubblicamente criticato un numero di compagnie che non hanno condotto attività di engagement con gli investitori in materia di schiavismo, diritti dei lavoratori e libertà di associazione.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> The Alliance of religions and Conservative (2017) per maggiori dettagli



L'associazione Investor Alliance for Human Rights, fondata nel 2018, rappresenta investitori con oltre 2 trilioni di dollari di AuM e adotta la leva degli investitori per evitare impatti umani avversi.<sup>5</sup> L'organizzazione U.S. Human Capital Management Coalition (HCM Coalition) – che comprende 25 investitori con 2.8 trilioni di dollari in asset, ha fatto petizione al SEC nel 2017 per richiedere agli emittenti di rendere pubbliche le informazioni sulle loro politiche di gestione del capitale umano, sulle pratiche di investimento e sulle performance. Al momento la SEC prevede un rendiconto collettivo che tenda a spiegare perché alcune componenti della S rimangano tuttora orfane all'interno degli ESG. Generalmente, il potenziale impatto sociale determinato dalle attività delle aziende è solo uno degli aspetti più importanti della sostenibilità. I prodotti e i servizi sono forniti dagli impiegati ai clienti ed il benessere di entrambe le parti in questa transazione è fondamentale per il benessere della società in generale.

<sup>5</sup> Investor Alliance for Human Rights (2018)

# 04

## Riconoscere e rendicontare sulla S

Misurare l'impatto sociale implica delle difficoltà derivanti dal fatto che gran parte dei dati è qualitativa o contiene un'informazione binaria associata agli input o alle intenzioni più che ad output misurabili. Per quanto riguarda questi ultimi, essi possono essere tradotti in vari schemi standard di reporting, ma non sempre si rivelano consistenti. Da un punto di vista geografico, alcuni di questi standard sono di matrice globale (GRI), altri sono di provenienza statunitense ed altri ancora sono stati elaborati dall'Europa. All'interno delle varie regioni geografiche ci sono differenze tra i diversi gruppi di standard che possono essere visti come equiparabili o complementari. Il fatto che le più grandi aziende tendano a fornire informazioni più complete ed approfondite, rende difficile fare un paragone veritiero tra le compagnie.

Una ragione per cui i criteri sociali sono difficilmente paragonabili è la divergenza di dati sullo stesso parametro forniti da provider diversi. Per cui ottenere un dato veritiero, comprensivo ed omologato non è un processo scontato. Per esempio, qualsiasi compagnia che opera in una catena di fornitura complessa deve avere fiducia nella qualità dell'audit preposta a questa fase del processo di produzione. Ma stabilire un certo grado di affidabilità può diventare un esercizio enormemente complesso, in quanto un'analisi approfondita deve passare per molteplici iterazioni tenendo in considerazione la lunga catena di subappaltatori coinvolti, il che implica un'analisi di provenienza geografica e politica diversa.

In quest'ottica, però, la perfezione non è imputata a nemica del bene. Le difficoltà di misurazione non dovrebbero fermare gli investitori dal considerare i fattori sociali come le basi per sforzi maggiori proprio in virtù dell'evidenza che mostra una correlazione positiva tra i fattori sociali e le migliori performance di portafoglio. Quando è iniziata la misurazione dell'impatto dei fenomeni sociali, si è potuto constatare come le compagnie hanno performato positivamente e le classi di dati così come le liste prodotti richiamate siano state ingenti. La diversità può essere considerata come l'equivalente sociale della biodiversità in natura, per cui, se la biodiversità è la linfa vitale dell'ecosistema, la diversità sociale nelle sue varie manifestazioni arricchisce la società ed il business.

Gli studiosi di NYU Stern hanno condotto uno studio approfondito sullo stato dei fatti nella misurazione ESG (La S negli ESG) ed hanno delineato in tre gruppi le dimensioni di ricerca emerse:<sup>7</sup>

- 01 **Una dimensione focalizzata sulla compagnia:** linee guida focalizzate sulla sostenibilità e sui diritti umani per le compagnie che le utilizzano per informare sulle pratiche sociali e sostenibili.  
Ad esempio: Sustainability Accounting Standards Board, Global Reporting Initiative, UN Guiding Principles Reporting Framework
- 02 **Una dimensione focalizzata sull'investitore:** ESG data providers, servizi di Consulenza third-party, di emissione di rating ed indici definiti specificamente per agevolare le decisioni di investimento.  
Ad esempio: Bloomberg, Dow Jones, MSCI, Cambridge Associates, SustainAbility
- 03 **Una dimensione focalizzata sui diritti umani:** rating e posizionamenti stilati da esperti di diritti umani per identificare quali sono le società leader sul lavoro e su altre questioni inerenti la sfera dei diritti umani.  
Ad esempio: ONG come Oxfam, Working Group delle Nazioni Unite dedicati ai diritti umani, Corporazioni Transnazionali, aziende ed altre Associazioni di investitori che si dedicano al tema dei diritti umani.

I risultati riportati dalla New York University mostrano come l'impatto sociale viene misurato da diverse angolature, mettendo in evidenza che molta strada deve essere fatta da questo punto di vista. Ci vorrà ancora tempo prima che tali dimensioni adottate per valutare le considerazioni sociali raggiungano lo stesso rigore e consistenza dei contenuti nei criteri ambientali e di governance.

<sup>6</sup> Schroders (2018)

<sup>7</sup> NYU Stern (2017)

Queste questioni sono estremamente importanti da una prospettiva di politica pubblica e gli investitori devono essere consapevoli dell'impatto che possono esercitare su fattori specifici e sull'economia nel lungo termine. Comunque, visto il vasto numero di fattori sociali misurabili e compresi negli screen e negli indici, gli investitori dovrebbero considerare allo stesso modo quali sono i fattori che possono essere assunti come fattori di rischio sulla performance di un'azienda. Una strategia d'investimento di successo necessita di distillare questi fattori nei più salienti, in particolare quelli che possono essere effettivamente analizzati. La stessa ricerca che ha portato alla creazione delle tre dimensioni di focus sociale, individua che tra i 1700 e più indicatori sociali esaminati nel loro lavoro, solo l'8% effettivamente valuta gli effetti delle pratiche di un'azienda. Questa misura prende il nome di creazione di valore o bene intangibile.<sup>8</sup>

---

## La dimensione sociale è probabilmente il criterio sostenibile meno standardizzabile.

---

Infatti, anche le strutture di misurazione più focalizzate sull'investitore, (ad esempio, quelle sviluppate da Dow Jones, FTSE, Bloomberg) sono propense a fattori qualitativi, poiché l'84% degli indicatori sono vaghi o limitati, così rendendo più difficoltoso catturare l'impatto sociale. Detto ciò, bisogna ammettere che tuttavia ci sono degli sviluppi positivi in atto.

Le dimensioni di misura concentrate sull'azienda, come quelle sviluppate dal SASB, includono una proporzione di indicatori dedicata all'analisi degli effetti. Queste strutture iniziano ad essere impiegate nell'ambito della ricerca accademica nella misurazione delle performance degli investimenti, la quale inizierà a fornirci maggiore evidenza sulla relazione diretta tra inclusione della sostenibilità sociale nei parametri di investimento ed andamento delle performance.

Il modello di reporting può essere sia globale che europeo. La proliferazione degli standard e le metriche di reporting rendono complicata la comparazione tra aziende su una base comune. Lo studio del 2018 condotto da Ernest Young, intitolato "Global Climate Change and Sustainability Services" avente come destinatario investitori istituzionali, dimostra l'esistenza di un desiderio di armonizzazione secondo la convinzione del 70% degli intervistati secondo cui questo processo dovrebbe essere guidato da Organizzazioni Internazionali e ONG.

Se ci soffermiamo sulla questione delle condizioni di lavoro, ad esempio, vediamo una certa debolezza sulla capacità di rispetto di tale metrica all'interno dei vari Paesi, nel corso del tempo. Ad esempio, il Consiglio Australiano Di Superannuation degli Investitori ha individuato che 67 delle più grandi compagnie australiane non presentavano una rendicontazione sulle fatalità riscontrate sul luogo di lavoro. Inoltre, lo stesso studio identifica delle carenze per coloro che includono nelle attività di reporting informazioni relative agli incidenti sul posto di lavoro.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Nasdaq (2018) per maggiori informazioni

<sup>9</sup> Financial review (2019)

## Contributo del Professor Del Giudice: I criteri sociali possono ridurre il rischio – con chiari benefici per l'azienda e per gli investitori

Contributo del Professor  
Alfonso Del Giudice,  
Università Cattolica del Sacro  
Cuore, Milano, Italy

Negli ultimi anni si è diffusa l'idea che l'attenzione alle questioni sociali all'interno del mondo aziendale può contribuire a mitigare una serie di rischi, contribuendo così alla salute di lungo termine di un'impresa. Tuttavia, le prove di una relazione tra gli aspetti sociali ed il rischio aziendale erano, fino ad ora, aneddotiche. Per questo motivo, abbiamo condotto uno studio al fine di valutare se sia possibile stabilire un nesso causale statisticamente significativo tra le questioni sociali ed il rischio aziendale e quali tipi di rischio sono interessati. In particolare, questo studio si è concentrato sulla confutazione del nesso tra aderenza ai criteri ESG, nell'evidenza del punteggio aggregato basato un indice ESG fornito da una terza parte, ed il rischio sistematico, quello idiosincratico ed il rischio totale dell'azienda. Ciò che si è constatato in primis è che l'adesione di un'azienda alle linee guida sociali esercita un impatto molto diverso sul suo profilo di rischio rispetto all'adesione ai criteri ambientali e di governance. Pertanto, siamo stati in grado di isolare i criteri sociali dai criteri ESG più generali analizzati da gran parte della letteratura precedente sull'argomento.

Abbiamo costruito un campione di 1.063 aziende appartenenti a diversi settori e abbiamo ponderato le aree di misurazione per la differenza di dimensioni, leva finanziaria, rendimento degli attivi, liquidità, debito e volatilità dei loro ricavi. Le aziende appartengono a 18 stati diversi e si è tenuto conto della loro performance finanziaria per un periodo di 14 anni, dal 2002 al 2016, confrontata con la performance media delle azioni europee, statunitensi, giapponesi e britanniche. I punteggi ESG sono stati presi da due fonti indipendenti, Refinitiv e MSCI, al fine di ottenere una valutazione oggettiva dell'impatto ESG. Il pilastro sociale, secondo la definizione utilizzata da Refinitiv, quantifica la capacità del modello di business di un'azienda di generare fiducia e fidelizzazione tra i propri stakeholder, di creare valore a sostegno della qualità delle condizioni di lavoro, di rafforzare la propria reputazione all'interno della comunità e di salvaguardare i diritti umani e la sicurezza.

Figura 4: come il pillar sociale riduce il rischio specifico.

La tabella riporta i risultati della regressione delle variabili Refinitiv ESG Index e di controllo rispetto al rischio totale, sistematico ed idiosincratico. Dati dell'ottobre 2019.

Variable	Rischio totale	Rischio sistematico	Rischio idiosincratico
E	-0,008*	-0,001	-0,003**
S	-0,009**	-0,042***	-0,005***
G	-0,012***	-0,009	-0,002**

In Europa, Medio Oriente e Africa, così come nell'Asia Orientale, il contenuto di questa pubblicazione è considerato materiale di marketing. Gli Stati Uniti sono esclusi da questa affermazioni. Non si garantisce la realizzazione di qualsiasi previsione o obiettivo. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, pareri e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non sono indice dei rendimenti futuri. Gli investimenti sono dotati di rischio. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e si potrebbe non ottenere l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il capitale investito potrebbe essere a rischio.

L'adesione di un'azienda alle linee guida sociali esercita un impatto molto diverso sul suo profilo di rischio rispetto all'adesione ai criteri ambientali e di governance.

---

Sulla base dei dati così ottenuti, come mostrato nella figura 4, lo studio non solo conferma che il pillar sociale riduce significativamente tutti e tre i tipi di rischio esaminati, vale a dire rischio sistematico, rischio idiosincratice ed il rischio complessivo della società, ma rivela anche che il pilastro sociale è l'unico fattore che riduce il rischio sistematico.

D'altra parte, i criteri ambientali e di governance influenzano solo i rischi totali e idiosincratice, ma non il rischio sistematico. Pertanto, concludiamo che il pilastro sociale sembra essere il più efficace nella riduzione del rischio aziendale.

Questi risultati forniscono nuove linee guida sull'impatto relativo a ciascun indice ESG sottostante sul rischio che può essere sfruttato sia a livello aziendale, che istituzionale.

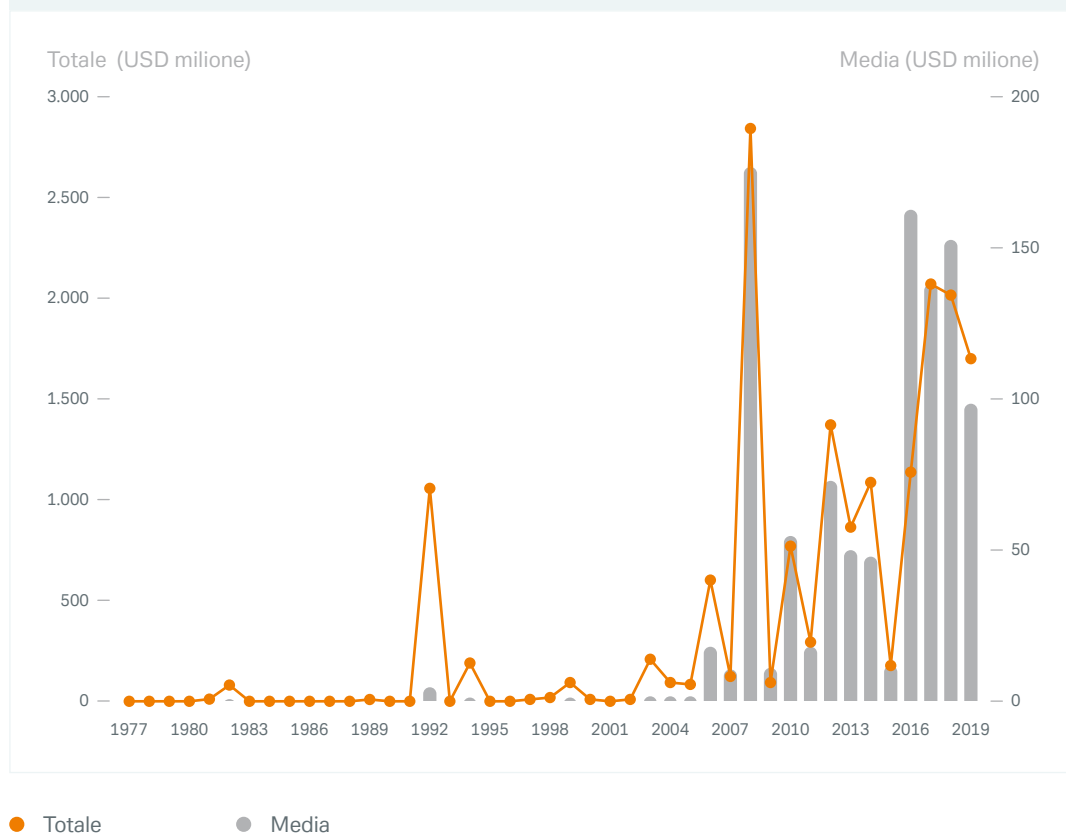
## Il significato della "S" negli ESG: semplice e sottile

Uno dei motivi per cui l'impatto economico focalizzato sui fattori che ricadono nel regime sociale sono stati fino ad ora oggetto di minor attrazione rispetto all'aspetto di impatto ambientale e climatico, è che quest'ultimo assume una concezione tipicamente macroeconomica, mentre la S si riferisce alla dimensione individuale, ovvero al comportamento del singolo agente economico, sia esso un fornitore, un regolatore, un'impresa, un lavoratore o un consumatore.

Tuttavia, si osserva una rapida evoluzione di questa tendenza ed una crescita in questo contesto della S che assume una posizione di rilevanza nella mentalità degli investitori. Quindi, in questa fase di transizione essa può rappresentare ancora una fonte di disallineamento del mercato tra i proventi attuali – ancora insufficienti – e gli sforzi e le sfide future che il mercato deve sostenere. In riferimento alla misurabilità dei parametri sociali, prendiamo quello della diversità nell'organo amministrativo di un'azienda che può essere relativamente misurato, almeno in termini di genere. Ulteriori aspetti inclusi nella dimensione di diversificazione (secondo la relazione annuale 2018 di EY: background, istruzione, genere, etnia, nazionalità, età, stili di lavoro e di pensiero, background religioso, orientamento sessuale, capacità e competenze tecniche) non sono misurabili in maniera assoluta. La maggior parte degli studi si concentra sul tema della diversità di genere e ritiene

Figura 5: La crescita delle sanzioni monetarie nell'ultima decadee

Fonte: Foreign Corrupt Practices Act Clearinghouse, Stanford Law School in collaborazione con Sullivan & Cromwell LLP. Data di pubblicazione giugno 2019.



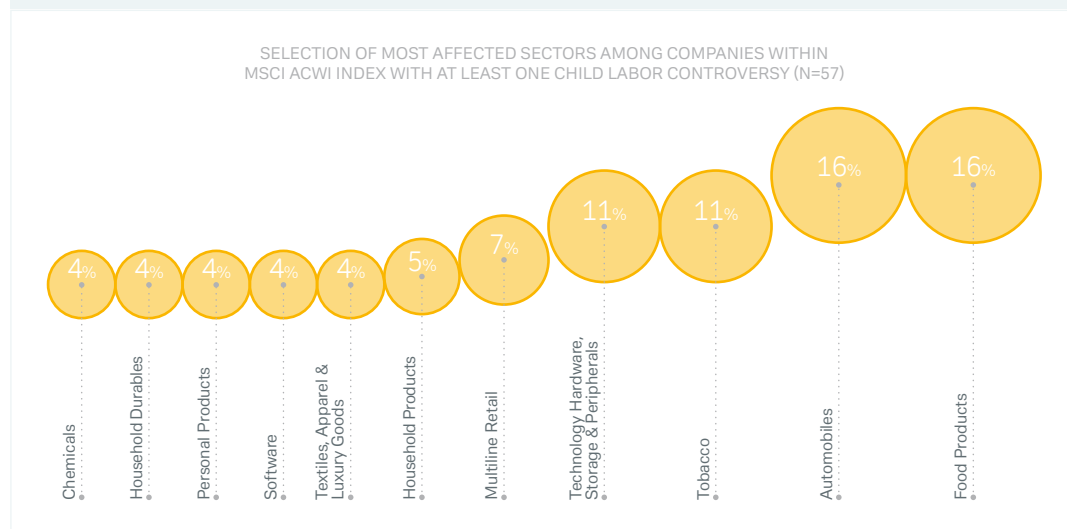
In Europa, Medio Oriente e Africa, così come nell'Asia Orientale, il contenuto di questa pubblicazione è considerato materiale di marketing. Gli Stati Uniti sono esclusi da questa affermazioni. Non si garantisce la realizzazione di qualsiasi previsione o obiettivo. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, pareri e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non sono indice dei rendimenti futuri. Gli investimenti sono dotati di rischio. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare e si potrebbe non ottenere l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il capitale investito potrebbe essere a rischio.

che sia positivamente correlata al rendimento dei prezzi delle azioni. Per esempio, Thomson Reuters rileva che le aziende con almeno il 10% delle donne in consiglio di amministrazione hanno sovraperformato rispetto alle aziende che non presentano diversità di genere.<sup>10</sup>

Possiamo notare come fenomeni di violazioni della privacy, riciclaggio di denaro, imbrogli contabili e commercio con Paesi soggetti ad embargo o semi-embargo hanno avuto ritorsioni notevoli in forma di multe, sanzioni e spesso bruschi picchi di prezzo delle azioni. Le multe societarie riscosse dallo U.S. Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) sono in rialzo negli ultimi decenni. La figura 5 mostra quanto siano aumentate le sanzioni monetarie nell'ultimo periodo, suggerendo che determinate considerazioni devono essere prese sul serio dalle imprese e dagli investitori.

Figura 6: Settori ricorrenti nel mirino

Fonte: MSCI ESG Research, Deutsche Bank AG. Il termine "settore" si riferisce alla classificazione GICS. Dati a dicembre 2017.



Uno studio recente suggerisce che le aziende che mostrano violazioni dei dati hanno sottoperformato rispetto al mercato<sup>11</sup>, mentre un altro studio sui richiami di prodotto di alcune compagnie ha rilevato che tale fenomeno implica una diminuzione nei prezzi delle azioni<sup>12</sup>.

Un'area sfidante per l'analisi dell'impatto sociale e sempre più sotto i riflettori è la filiera produttiva. In un mondo interconnesso i fornitori spesso rappresentano gran parte del valore aggiunto nella produzione di beni. Mentre ci sono solide ragioni economiche a sostegno di questa teoria, spesso accade che il marchio che commercializza un bene non lo ha prodotto direttamente e ciò si traduce in un'incapacità delle policy aziendali basate su elevati standard sociali di includere tutti i lavoratori coinvolti nel processo produttivo: il benessere sociale dei dipendenti dell'azienda è importante quanto quello degli impiegati dai suoi subappaltatori. Sempre più spesso l'opinione pubblica imputa alle aziende ciò che accade all'interno delle loro catene di approvvigionamento, come nel caso della protesta che seguì l'incendio dell'industria di abbigliamento in Bangladesh nel 2012, fatto che ha reso eclatante la condizione precaria di lavoro dei dipendenti nelle filiere produttive appartenenti a molte etichette importanti nel mondo della moda. I diritti umani fondamentali emanati a sostegno delle condizioni di lavoro fanno riferimento al lavoro minorile, ai salari equi, agli standard sanitari e di sicurezza, alle condizioni di lavoro forzato e all'approvvigionamento dai paesi con embargo. La questione è stata riportata in un caso studio di MSCI<sup>13</sup> che analizza le controversie sul lavoro

<sup>10</sup> Thomson Reuters (2014)

<sup>11</sup> Comapritech (2019)

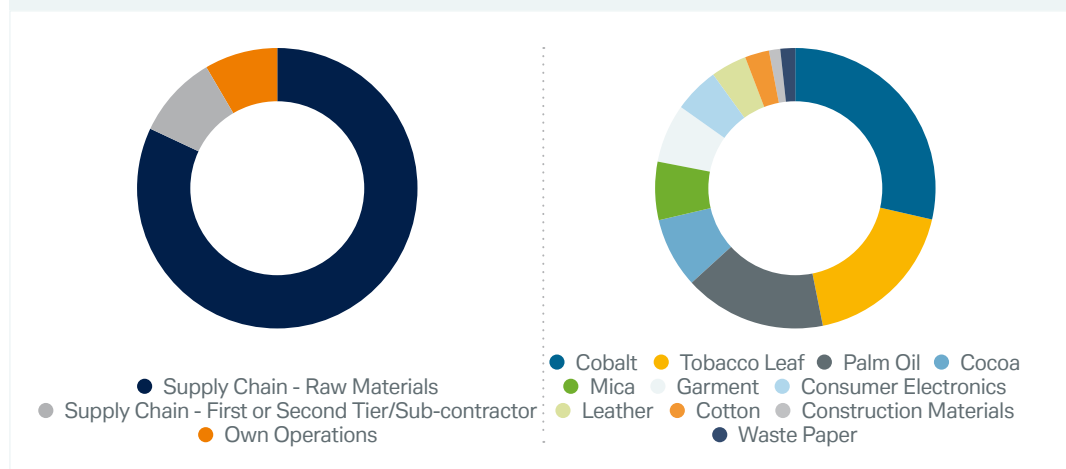
<sup>12</sup> Bernon et al. (2018)

<sup>13</sup> MSCI (2017)



Figura 7: Le 73 principali controversie sul lavoro minorile in base alla supply chain ed al settore

Fonte: MSCI ACWI Index, Deutsche Bank AG. Dati a dicembre 2017.



minorile dal punto di vista degli investitori. Lo studio ha rilevato che il 2,3% dei costituenti dell'indice MSCI All-County World Index (ACWI) si trovava a fronteggiare questo tipo di controversie e che le imprese con un'esposizione significativa al rischio nella fase di approvvigionamento erano quasi cinque volte più colpite di un'azienda normale dalle controversie sul lavoro minorile. Lo studio ha inoltre rilevato che le imprese con rating ESG più bassi hanno performato mediamente tre volte peggio sul tema dello sfruttamento minorile rispetto ai principali concorrenti nelle posizioni rating ESG più alte. I dati illustrati nelle figure 6 e 7 forniscono una panoramica più dettagliata della questione e di come essa incida sui vari settori economici.

Le questioni fondamentali relative ai diritti umani includono il lavoro minorile, i salari equi, gli standard sanitari e di sicurezza, il divieto di lavoro forzato ed estendere la supply chain a paesi con embargo o semi-embargo. L'Organizzazione Internazionale del Lavoro (OIL) stima che ancora oggi 152 milioni di bambini sono impiegati come manodopera minorile.<sup>14</sup> Dagli eventi recenti si conclude che non sarebbe saggio da parte degli investitori tradizionali sottovalutare l'impatto dei fattori sociali sulle performance delle aziende solamente a causa delle difficoltà di misurazione.<sup>15</sup> Le aziende non sono in grado di fare disclosure su tutte le politiche sociali promosse, ma i media spesso mettono in risalto eventuali disfunzioni, anche se la questione è riportata da una cifra esigua di dipendenti o clienti che ritiene di aver subito un trattamento di sfavore. L'elenco dei fattori che minano la reputazione di un'azienda include: scarsi rapporti di lavoro, scioperi, sicurezza dei prodotti, notizie legate alle condizioni di lavoro a livello di supply chain e sui problemi di sicurezza del personale, scandali per molestie sessuali e per condotta professionale illecita. Tutti questi aspetti possono comportare sia conseguenze in termini di costi finanziari a breve termine come responsabilità legali, multe, la perdita di licenze, sia danni alla reputazione a lungo termine.

In futuro sarà interessante verificare se i risultati che emergono dalle analisi delle agenzie di rating sostenibile siano sintomo di un allineamento crescente sulle questioni sociali e come i modelli di valutazione tendano ad una standardizzazione. La dimensione sociale, sebbene molto diversificata e frammentata, mostra anche una notevole ricchezza nelle sue metriche. In quanto tale, è probabilmente quello meno standardizzato dei tre pilastri, in virtù del fatto che è difficile per le agenzie di rating tenere traccia della vasta gamma di iniziative sponsorizzate dalle aziende al fine di creare un impatto positivo sulle comunità locali. Questo ritardo nell'identificazione e nel monitoraggio delle questioni sociali rimane una delle principali sfide per l'inserimento della S nella cornice ESG. Le aziende non sempre divulgano o formalizzano politiche sulla responsabilità

<sup>14</sup> International Labour Organization (2017)

<sup>15</sup> Financial Times (2017)

<sup>16</sup> Judge et al. (2010) - Liang and Renneboog (2016)

sociale, poiché non considerano che la conoscenza pubblica di queste politiche porti un valore aggiunto all'azienda. Anche per quanto riguarda le imprese che riconoscono l'importanza di divulgare e regolamentare le questioni sociali, il loro impatto può essere ben lungi dall'essere evidente a breve termine. In aggiunta a ciò, bisogna notare che il microcosmo delle metriche sociali è di solito specifico per settore, se non anche per dimensioni dell'azienda e per nazione di appartenenza. In ulteriore analisi, quando scrutiamo le supply chain delle aziende, non dobbiamo dimenticare il legame intrinseco tra le questioni sociali e quelle ambientali, per cui spesso l'uno influenza l'altro in maniera direttamente proporzionale.

## Conclusione: la sostenibilità sociale diventa mainstream

L'importanza della dimensione sociale per gli investitori è destinata a crescere. Gli studi suggeriscono che oggi gli investitori sono più socialmente consapevoli rispetto al passato e hanno maggiori probabilità di esercitare pressioni sulle imprese sia come consumatori, che come investitori. Le pressioni normative sono in aumento in molti settori. Le leggi anti-corruzione sempre più severe negli Stati Uniti ed in Europa costituiscono una minaccia per le aziende che in passato si sono mostrate indulgenti su queste pratiche. Allo stesso tempo, le società che dimostrano di dare un contributo sociale positivo, possono essere in grado di guidare i prezzi premio per i loro prodotti e le valutazioni dei premi per le loro azioni. A nostro avviso, è nell'interesse dell'investitore abbracciare le imprese che offrono benefici sociali, se queste offrono rendimenti superiori. Forse la conclusione più importante da trarre da questa relazione riguarda la società ed è il beneficio della diversità. La diversità determina benefici per la società finora sottovalutati, ma soprattutto, per le imprese e per il panorama degli investimenti che la rendono un fattore chiave da prendere in considerazione. In particolare, abbiamo solo iniziato a vedere i primi benefici della diversità sull'innovazione e, quindi, i rendimenti degli investimenti. Questa pubblicazione ha illustrato alcuni motivi chiave dell'importanza della diversità, riteniamo che l'importanza della diversità sia destinata ad aumentare ulteriormente negli anni a venire.

Dal 1978, la Tavola Rotonda delle Imprese degli Stati Uniti – che oggi rappresentano i dirigenti di 181 società blue-chip – ha periodicamente emesso un'intesa comune sugli obiettivi di una società: l'ultima dichiarazione è stata particolarmente risoluta nell'affermare che "Sebbene ciascuna delle nostre singole aziende serva al proprio scopo aziendale, condividiamo un impegno fondamentale nei confronti di tutti i nostri stakeholder." Quale sarà il fattore di passaggio del focus dagli azionisti agli stakeholder? Sicuramente un maggiore controllo dell'inclusione sociale, della diversità, di un dialogo rafforzato tra le parti interessate, di una maggiore trasparenza a livello di supply chain e logistica, nonché di una maggiore attenzione alla compensazione e alla formazione dei dipendenti. In un mondo sempre più caratterizzato da disuguaglianze, sfide ambientali e linee di faglia geopolitiche, i vantaggi economici derivanti dalla promozione di una crescita aziendale più inclusiva non dovrebbero essere trascurati.

E adesso? Crediamo che il business rispecchierà l'evoluzione in atto nella società verso una migliore collaborazione ed un riconoscimento più diffuso dei benefici dei fattori sociali sia per le imprese, che per gli investitori. L'applicazione della S in ESG alle decisioni aziendali e di investimento porta ad un cambiamento nei modelli di business, con la conseguenza che i modelli di business tradizionali potrebbero non funzionare più, il che avrà un impatto sulle imprese che non si adatteranno ai nuovi standard. A nostro avviso, tecniche di misurazione del rischio sempre più sofisticate saranno indice del fatto che l'attenzione ai criteri sociali diminuisce il rischio sistematico, come dimostra lo studio speciale contenuto in questa pubblicazione. Allo stesso modo, metodologie di misurazione e di rendicontazione più sofisticate dei criteri sociali sono destinate ad evidenziare i molteplici modi in cui le questioni sociali si intersecano con il ritorno finanziario. I criteri ambientali sono attualmente in cima all'agenda politica ed economica, per cui adesso gli investitori devono mirare alla S per assicurarsi che non stiano perdendo questa componente cruciale del quadro ESG. Questo è importante anche dal punto di vista della diversificazione del portafoglio.

In linea di massima, ci sono due conclusioni da apprendere in questa relazione. La prima è che le considerazioni sociali sono ancora, in generale, il brutto anatroccolo del mondo degli investimenti. Sono molto meno discussi ed apprezzati rispetto ai criteri ambientali e di governance, anche se le cose stanno iniziando a cambiare. La seconda conclusione è che, in netto contrasto con la percezione comune, la S in ESG non è mai stata più rilevante per la produttività aziendale e, di conseguenza, per i rendimenti degli investimenti. Crediamo che gli investitori abbiano molto da guadagnare da un mondo sempre più sensibile all'impatto sociale derivante da qualsiasi tipo di attività economica e realizzabile nel benessere delle parti interessate. Il nostro obiettivo è quello di continuare a ricercare questo tema che, nonostante il suo status spesso sottovalutato, è estremamente significativo per la transizione verso un modello di crescita sostenibile.

# Bibliografia

Bernon, M., M. Bastl, W. Zhang, and M. Johnson (2018). Product recalls: The effects of industry, recall strategy and hazard, on shareholder wealth. *International Journal of Business Science and Applied Management* 13(1), 1-14.

Comapritech (2019). How data breaches affect stock market share prices. Retrieved from: <https://www.comapritech.com/blog/information-security/data-breach-share-price-analysis/>. November 7, 2019.

Del Giudice, A., M. Migliavacca, and S. Piserà (2019). The impact of ESG factors on systematic, idiosyncratic and total firm risk. Working paper.

Financial Review (2019). Workplace fatalities missing from ESG reporting. Retrieved from: <https://www.afr.com/work-and-careers/workplace/workplace-fatalities-missing-from-esg-reporting-20190805-p52dzt>. November 6, 2019.

Financial Times (2017). Where is the S in ESG investing?. Retrieved from: <https://www.ft.com/content/df915480-bb33-11e7-9bfb-4a9c83ffa852>. November 6, 2019.

Forbes (2018). How social impact bonds can confound their critics and deliver better value for government. Retrieved from: <https://www.forbes.com/sites/michelegiddens/2018/10/03/how-social-impact-bonds-can-confound-their-critics-and-deliver-better-value-for-government/>. November 11, 2019.

Impact Invest Lab (2018). Social Bonds. The Social Bond market: towards a new asset class? Retrieved from: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf>. November 7, 2019.

International Labour Organization (2017). Global Estimates of Child Labour: Results and trends. Retrieved from: <https://www.ilo.org/global/topics/child-labour/lang-en/index.htm>. November 6, 2019.

Investor Alliance for Human Rights (2018). Working paper. Retrieved from: <https://www.ohchr.org/Documents/Issues/Business/WGSubmissions/2018/InvestorAlliance.pdf>. November 6, 2019.

Judge, W. Q., A. Gaur, and M. I. Muller-Kahle (2010). Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance: An International Review* 18(4), 258-273.

Liang, H. and L. Renneboog (2016). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance* 72(2), 853-910.

MSCI (2017). Four approaches for identifying engagement targets.

Nasdaq (2018). Advisory Intelligence: The importance of the 'S' in ESG. Retrieved from: <https://www.nasdaq.com/articles/advisory-intelligence%3A-the-importance-of-the-s-in-esg-2018-12-03>. November 7, 2019.

NYU Stern (2017). Putting the 'S' in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors. Retrieved from: <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/global/putting-s-esg-measuring-human-rights-performance-investors>. November 6, 2019.

Porter, M. E. and M. R. Kramer (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*.

Schroders (2018). Index-based ESG strategies: key things to watch for. Retrieved from: <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/insights/2018/thought-leadership/e.s.g.-in-passive-final.pdf>. November 7, 2019.

Smith, A. (1759). *The Theory of Moral Sentiments*.

# Bibliografia

The Alliance of Religions and Conservation (2017). THE ZUG GUIDELINES for faith-consistent investment. Retrieved from: [http://www.arcworld.org/downloads/ZUG\\_Guidelines\\_to\\_FCI\\_2017.pdf](http://www.arcworld.org/downloads/ZUG_Guidelines_to_FCI_2017.pdf). November 11, 2019.

Thomson Reuters (2014). CLIMB TO THE TOP — TRACKING GENDER DIVERSITY ON CORPORATE BOARDS. Retrieved from: <https://ftsewomenleaders.com/wp-content/uploads/2015/08/Thomas-reuters-climb-to-the-top.pdf>. November 7, 2019.

# Glossario

**ACWI** è l'acronimo di All-Country World Index.

**Bloomberg** è una società privata che fornisce dati finanziari e di mercato.

**CHRB** è l'acronimo di Corporate Human Rights Benchmark.

**CSR** è l'acronimo di Corporate Social Responsibility.

**Dow Jones** è una casa editrice che compila il Dow Jones Industrial Average (DJIA), un indice azionario della Borsa di New York.

**ESG** è l'acronimo di Environment, Social, Governance ed è l'acronimo più comunemente usato per gli investimenti sostenibili.

**FCPA** è l'acronimo di Foreign Corrupt Practices Act, una legge federale degli Stati Uniti nota per requisiti di trasparenza contabile ai sensi del Securities Exchange Act del 1934 e la corruzione di funzionari stranieri.

**FTSE** è l'acronimo di Financial Times Stock Exchange. Il FTSE 100 è il principale indice di riferimento della Borsa di Londra.

Il Global Industry Classification Standard (**GICS**) è stato sviluppato da Standard and Poor's e Morgan Stanley Capital International (MSCI) per definire i settori azionari.

I **green bond** sono obbligazioni specificamente destinate ad essere utilizzate per progetti climatici e ambientali. Queste obbligazioni sono tipicamente collegate ad attività e sostenute dal bilancio dell'emittente e sono anche denominate Climate bond.

**GRI** è l'acronimo di Global Reporting Initiative.

**HCM Coalition** è l'acronimo di Human Capital Management Coalition.

**ICMA** è l'acronimo di International Capital Market Association ed è un'associazione senza scopo di lucro che risponde alle esigenze della sua vasta gamma di imprese aderenti ai mercati dei capitali globali.

**IIRC** è il Consiglio internazionale integrato delle relazioni.

L'**OIL** è l'acronimo di International Labor Organization, un'agenzia delle Nazioni Unite il cui mandato è promuovere condizioni di lavoro dignitose.

**MSCI** è l'acronimo di Morgan Stanley Capital Index.

L'**indice sociale MSCI KLD 400**, precedentemente noto come **Domini 400 Social Index**, è un indice azionario ponderato di 400 società quotate in borsa che hanno soddisfatto determinati standard di eccellenza sociale ed ambientale. I potenziali candidati per questo indice avranno risultati positivi su questioni quali relazioni tra dipendenti ed esseri umani, sicurezza dei prodotti, sicurezza ambientale e di governo societario. Aziende impegnate nel settore dell'alcol, del tabacco, delle armi da fuoco, del gioco d'azzardo, energia nucleare e armi militari sono automaticamente esclusi.

**NYU** sta per la New York University.

**PRI** è l'acronimo dei Principi per gli Investimenti Responsabili.

**SASB** è l'acronimo di Sustainable Accounting Standards Board.

**SEC** è l'acronimo di Securities and Exchange Commission, un'agenzia indipendente del governo federale degli Stati Uniti responsabile dell'applicazione delle leggi federali sui titoli, promulgando in materia di valori mobiliari e la regolamentazione del settore dei titoli.

I **Social Bond** sono strumenti a reddito fisso i cui proventi saranno basati su progetti sociali ammissibili con l'obiettivo di migliorare il risultato sociale per gruppi specifici di cittadini.

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

# Disclaimer

## Informazioni di carattere generale

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

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

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

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

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

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

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

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

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



# Disclaimer

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

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

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

## Regno del Bahrain

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

## Stato del Kuwait

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

## Emirati Arabi Uniti

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

## Stato del Qatar

Deutsche Bank AG presso il Centro finanziario del Qatar (QFC) (n. registrazione 00032) è regolamentata dal Qatar Financial Centre Regulatory Authority (Autorità di vigilanza sul centro finanziario del Qatar) (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.deutsche-bank.be](http://www.deutsche-bank.be).

## Regno dell'Arabia Saudita

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

# Disclaimer

## Regno Unito

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

## Hong Kong

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

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

## Singapore

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

## Stati Uniti

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

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

## Germania

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

# Disclaimer

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

## India

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

## Italia

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

## Lussemburgo

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

## Spagna

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

## Portogallo

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

## Austria

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