

Deutsche Bank
Chief Investment Office



Settembre 2021

CIO Special



Investire nel Venture Capital
Rendimenti e diversificazione

Sommario

Autori:
Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer & Head Investment
Solutions

Ivo Višić
Senior Investment Officer
Europe

Sagar Singh
Investment Officer APAC

01	Introduzione	pag. 2
02	Cosa significa investire nel venture capital?	pag. 4
03	Il venture capital nell'imprenditoria	pag. 7
04	Tendenze del venture capital	pag. 9
05	Portafogli e venture capital	pag. 13
06	Conclusione	pag. 19



Usare il codice QR per accedere
a una selezione di altri report del
CIO di Deutsche Bank
(www.deutschewealth.com).



01

Introduzione



Christian Nolting
Global Chief Investment
Officer & Head Investment
Solutions

La ripresa economica globale dalla pandemia di coronavirus finirà per determinare un rialzo dei tassi di interesse, ma è probabile che per ancora qualche tempo i rendimenti dei titoli obbligazionari continueranno a restare ai minimi storici. Questo spingerà gli investitori a mantenere alto l'interesse nei confronti dei titoli azionari, anche se non mancano altri modi per investire nelle imprese commerciali. Alcuni approcci alternativi tentano di intercettare un premio di illiquidità: l'investitore rinuncia alla liquidità immediata (come non avviene invece per gli investimenti sui mercati) nella speranza di realizzare dei rendimenti a lungo termine più elevati. Rientrano in questa categoria gli investimenti in private equity, tuttavia nel presente documento porremo l'attenzione sugli investimenti nel venture capital (Venture Capital, VC), ovvero gli investimenti in start-up o imprese ancora giovani.

Il venture capital è un ambito degli investimenti dinamico che ha contribuito a creare nuovi modelli di business e perfino nuovi settori, favorendo l'innovazione. La storia insegna che gli investitori di venture capital, puntando alle giovani start-up più promettenti, hanno fornito un contributo significativo nel trasformarle in motori della crescita economica. La maggioranza delle prime 10 società al mondo per capitalizzazione di mercato, tra cui diverse importanti società pioniere nel settore tecnologico, ha ricevuto qualche forma di sostegno di venture capital nel corso della loro storia.

Per molti investitori privati, si tratta però ancora di un territorio perlopiù sconosciuto. Questo report inizia quindi con l'esaminare cosa si intende per investimento nel venture capital nonché concetti come quello di "ciclo di vita" di un impegno. Prende in considerazione, inoltre, il ruolo degli investitori di venture capital nello sviluppo delle imprese.

Esamineremo quindi i motivi alla base della costante crescita negli ultimi tempi degli investimenti nel venture capital, l'impatto della pandemia di COVID-19 e i principali settori beneficiari degli investimenti.

A nostro giudizio, lo scenario di medio termine rimarrà probabilmente favorevole per gli investimenti nel venture capital, grazie anche a una maggiore facilità di accesso al settore.

Se gestito adeguatamente, il venture capital può conseguire ottimi rendimenti e offrire importanti benefici in termini di diversificazione all'interno del portafoglio.

Come vedremo, però, è importante cercare di ridurre i rischi legati a questo tipo di investimento, che si associa a un profilo di rischio complessivo elevato. La storia suggerisce che i portafogli dovrebbero detenere un ampio ventaglio di investimenti di venture capital (su diversi settori, in diverse fasi e regioni) per compensare la probabilità di fallimento dei singoli investimenti. L'accesso ai gestori di venture capital è fondamentale per trarre benefici dai rispettivi investimenti.

Come sempre, l'investimento nel venture capital deve essere considerato nel quadro dei propri obiettivi di portafoglio e della propria tolleranza al rischio. L'investimento nel venture capital consegue rendimenti in modo molto diverso rispetto a un portafoglio liquido costruito in modo convenzionale. Un approccio di venture capital presuppone che probabilmente una piccola parte delle imprese investite realizzerà rendimenti molto elevati, i quali dovranno essere sufficientemente elevati per compensare i bassi o nulli rendimenti ottenuti altrove.

In sintesi: investimenti nel venture capital

- Il venture capital è un ambito dinamico e in crescita degli investimenti, che possiede il potenziale per realizzare ottimi rendimenti e diversificare il portafoglio.
- Il potenziale investitore deve essere però consapevole di vari rischi. Molti obiettivi di investimento produrranno rendimenti bassi o nulli: i rendimenti sugli investimenti di successo devono essere sufficientemente elevati per compensarli.
- I portafogli di venture capital devono quindi detenere un ventaglio attentamente diversificato di asset. Affidarsi a ottimi gestori di venture capital dovrebbe contribuire a migliorare i rendimenti.



02

Cosa significa investire nel venture capital?

Le imprese necessitano di finanziamenti dalla fase iniziale fino a quando non diventano redditizie. Tuttavia, le imprese giovani hanno difficoltà ad accedere alle fonti di finanziamento convenzionali, dal momento che non hanno un'identità consolidata e hanno una scarsa visibilità.

Al contrario, l'investimento nel venture capital (Venture Capital, VC) può offrire dei fondi in cambio di una partecipazione al capitale dell'impresa, da cui l'investitore di venture capital spera di conseguire un rendimento potenzialmente elevato.

Le società di venture capital investono solitamente in start-up con elevato potenziale di crescita, a differenza delle società di private equity che solitamente investono in imprese più mature.

Il venture capital può essere messo a disposizione da cosiddetti "business angel", ovvero investitori con un grande patrimonio, oppure essere capitale privato organizzato sotto forma di società o di istituto. In alternativa, il venture capital può essere erogato da società controllate appositamente costituite, da società holding di banche commerciali e da altri istituti finanziari. In quest'ultimo caso, possono esserci obiettivi diversi dal rendimento – ad esempio lo sviluppo di una tecnologia – che realizzino sinergie sia per la società investita sia per la società di venture capital. Il tema principale di questo report sono però i fondi di venture capital in generale.

Una breve storia

Fino agli anni Quaranta, gli investimenti in società private erano prerogativa di persone e famiglie facoltose. Nel 1946 Georges Doriot fondò l'American Research and Development Corporation (ARDC), probabilmente la prima società istituzionale di venture capital (VC) al mondo. La società aveva raccolto USD 3,5 milioni con il sostegno di MIT, University of Pennsylvania, University of Rochester, Rice University e di molti istituti finanziari, per sostenere nuove imprese nel campo della scienza e della tecnologia.

Gli anni Sessanta e Settanta del '900 hanno visto la nascita delle società private di venture capital sulla costa occidentale degli Stati Uniti, in contemporanea allo sviluppo dell'industria dei semiconduttori nella Silicon Valley. Nel 1979, il Ministero del lavoro statunitense ha consentito ai fondi pensione di inserire nel proprio mix di portafoglio degli asset alternativi. In seguito, hanno iniziato ad affluire ingenti capitali verso il settore del venture capital. Nel 1978, 23 fondi di venture capital contavano circa USD 500 milioni di capitale gestito. Nel 1983, le società erano salite a 230 e gestivano USD 11 miliardi. Il venture capital non si concentra più solo sui semiconduttori e i processori di dati, ma abbraccia anche i settori come i personal computer e le tecnologie mediche. Questo è stato ritenuto uno dei fattori alla base della bolla dei titoli tecnologici scoppiata nel 2000: erano stati effettuati infatti grandi investimenti in società tecnologiche nate da poco, che in retrospettiva avevano solo poche possibilità di successo. Il venture capital ha perso popolarità negli anni successivi allo scoppio della bolla tecnologica.

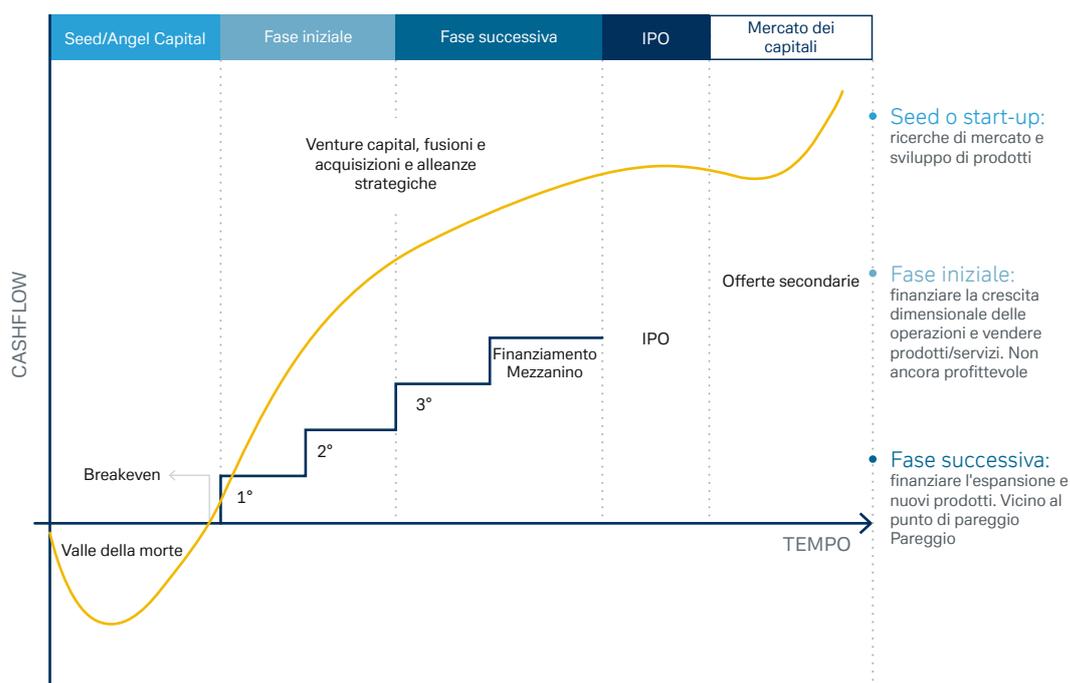
Nell'ultimo decennio circa, Internet ha prodotto però diverse società che hanno modelli di business sostenibili. La crescita delle big tech è stata accompagnata da progressi (spesso guidati dalla tecnologia) in altre aree come il settore sanitario. Le società di venture capital si sono trovate ben posizionate per sfruttare le opportunità, e di seguito illustreremo la crescita registrata di recente in questo settore.

Ciclo di vita di un investimento nel venture capital

Le fasi principali di un finanziamento nel venture capital sono mostrate nella figura 1. L'esatta terminologia può cambiare leggermente, ma in questo caso il concetto fondamentale è il "finanziamento per fasi". Anziché erogare i fondi all'inizio, il finanziamento per fasi consente agli investitori di venture capital di aggiornare periodicamente le informazioni sulla società, monitorare i suoi principali parametri, rivederne i piani e valutare la necessità eventuale di ulteriori capitali oppure cercare un'uscita.

Figura 1: le fasi di un investimento nel venture capital

Fonte: Cardullo (1999), "Financing innovative SMEs in a global economy", 2004.



"Il concetto fondamentale è quello del finanziamento per fasi, che consente agli investitori di venture capital di valutare periodicamente l'eventuale necessità di ulteriori capitali o cercare un'uscita."

1 **Seed financing:** storicamente molte società ricevevano il cosiddetto "seed capital" (capitale di avviamento) da familiari e amici; di recente, invece, è stato considerato il primo round di finanziamenti istituzionali in una start-up. Il seed capital è investito prevalentemente in ricerca e sviluppo, continuando a sviluppare il prodotto originario dell'impresa. Le società che si trovano in questa fase sono caratterizzate solitamente da flussi di cassa pesantemente negativi: il seed capital deve essere sufficiente per consentire alle imprese di superare la cosiddetta "valle della morte", dove molte imprese falliscono.

2 **Finanziamento nella fase iniziale:** prima fase (talvolta detta anche fase A): dopo aver raggiunto un certo ritmo in termini di crescita degli utenti o dei ricavi, le start-up si trovano nella posizione di poter raccogliere ulteriori fondi da investitori "early stage". Il prodotto viene migliorato facendo tesoro dei feedback ricevuti. Le somme raccolte in questa fase tendono a essere un multiplo di quelle raccolte durante la fase di seed capital iniziale.

Seconda fase (fase B): il round "early stage" finale: le società nella seconda fase solitamente hanno portato il prodotto a una condizione pronta per il mercato e presentano un'importante crescita di utenti, anche se non di ricavi. Le imprese spesso raccolgono capitale per investire in vendite e marketing al fine di portare il prodotto su mercati più ampi. Le somme solitamente raccolte in questa fase sono ancora considerevoli, in quanto alcuni investitori specializzati talvolta vengono coinvolti solo in questa fase.

3 **Espansione o fase successiva / capitale di terza fase:** quando una start-up ha raggiunto la terza fase (fase C) o una fase successiva, solitamente non è più considerata una società in fase di avviamento. Queste imprese continuano a finanziare l'espansione con investimenti nel business. L'attenzione è rivolta in questo caso a realizzare una forte crescita, ad esempio, attraverso acquisizioni di altri possibili competitor. La tipologia di investitori coinvolta in questa fase può essere ancora più ampia e comprendere investitori specializzati, ma non in venture capital, in quanto la società è considerata fondamentalmente profittevole.

Finanziamenti mezzanini / pre-IPO: di solito le società mature a questo punto continuano a non essere profittevoli e a raccogliere capitale per finanziare la crescita attraverso una quarta raccolta di capitali (fase D), ed eventualmente ulteriori round di raccolta, per arrivare in definitiva a un'uscita, anche se alcune società possono uscire prima da questa fase. L'ultimo round di finanziamento prima di un'uscita è detto solitamente "round pre-IPO" (o fase E+). Negli ultimi anni, questi round sono stati dominati da investitori in start-up non tradizionali come i fondi sovrani, i fondi comuni e gli hedge fund.

4 **Uscita tramite IPO o M&A:** I fondi di VC escono dall'investimento nelle aziende di successo attraverso la vendita a società di più grandi dimensioni oppure attraverso una IPO. L'attenzione dei mezzi di comunicazione è spesso rivolta alle IPO, ma per l'uscita da società start-up in tutte le relative fasi sono invece molto più diffuse le operazioni di M&A. Esamineremo le SPAC (special purpose acquisition companies) più avanti in questo report.

In ultima analisi, lo scopo degli investitori a questo punto è solitamente quello di realizzare profitti dall'investimento, presumendo che la società sia sopravvissuta e sia diventata profittevole.

03

Il venture capital nell'imprenditoria

Il ruolo degli investitori di venture capital

Uno studio (Lerner e Nanda, 2020) indica che ogni anno negli Stati Uniti meno dello 0,5% delle società costituite riceve finanziamenti di venture capital: esse rappresentano comunque quasi il 50% delle società che riescono ad arrivare sul mercato borsistico.

Gli investitori di venture capital non si limitano a mettere a disposizione il capitale. Molte start-up sono esposte a rischi importanti a causa dell'elevata incertezza dei rendimenti, asimmetria informativa, dell'assenza di asset tangibili considerevoli, ecc. Solitamente, oltre a offrire un cuscinetto di capitale, gli investitori di venture capital acquisiscono un posto nel consiglio di amministrazione delle società in portafoglio e partecipano attivamente alla gestione. Questa attività spesso comprende il collegamento della società investita con risorse e competenze per lo sviluppo e la produzione, la prestazione di consulenza e attività di networking per il marketing, e l'assistenza nella selezione del management. In questo modo, gli investitori affiancano gli imprenditori/fondatori nella crescita della società fino al momento in cui quest'ultima è in grado di proseguire in modo indipendente.

Nell'ambito di questo processo, gli investitori di venture capital fanno attraversare alla società diversi round di finanziamento. In ogni round la società deve soddisfare determinati traguardi per ottenere nuovi capitali al fine di continuare la crescita o l'espansione. Se la società non raggiunge questi obiettivi, oppure se il profilo di rischio cambia significativamente (a causa delle condizioni di mercato o di una politica normativa, ad esempio), la responsabilità che gli investitori di venture capital hanno nei confronti dei propri stakeholder può portarli a un'uscita anticipata. Queste caratteristiche, ovvero la pazienza, l'affiancamento attivo e le conoscenze, la disponibilità ad assumere un elevato livello di rischio di fallimento, rendono il venture capital una classe di investimento unica. Le caratteristiche fondamentali del venture capital sono sintetizzate nella figura 2.

Figura 2: caratteristiche fondamentali degli investimenti nel venture capital

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati ad agosto 2021.



Venture capital ed ESG

I potenziali investitori nel venture capital non possono ignorare le tematiche ESG (ambientali, sociali e di governance), benché non rappresentino l'elemento centrale della loro decisione di investimento. La domanda di investimenti coerenti con i criteri ESG è cresciuta notevolmente negli ultimi anni, così come la pressione sugli investitori per integrare i fattori di sostenibilità all'interno dei propri investimenti. Gli investitori nel venture capital, data la loro importanza nel plasmare e dirigere le potenziali imprese di mercato del futuro, possono contribuire a migliorare la sostenibilità integrando le tematiche ESG (ambientali, sociali e di governance) nei propri processi di selezione del portafoglio.

Ma è più semplice a dirsi che a farsi. È noto che gli investitori nel venture capital sono alla ricerca di business innovativi, che spesso non hanno modelli sviluppati sugli aspetti della gestione delle tematiche ESG. Può trattarsi anche di investimenti in settori (ad esempio la tecnologia) che rappresentano il focus delle tematiche ESG emergenti. Ma, anche con queste avvertenze, un'adozione relativamente precoce delle politiche ESG può contribuire a mitigare i rischi. Probabilmente per un'impresa sarà meno doloroso includere i criteri nella sua cultura aziendale sin dalle prime fasi, piuttosto che integrarli successivamente sotto la pressione di investitori, revisori e autorità di regolamentazione.

“Affrontare le tematiche ESG può essere difficile in alcuni investimenti di venture capital, ma l'adozione di politiche ESG può contribuire a mitigare i rischi.”



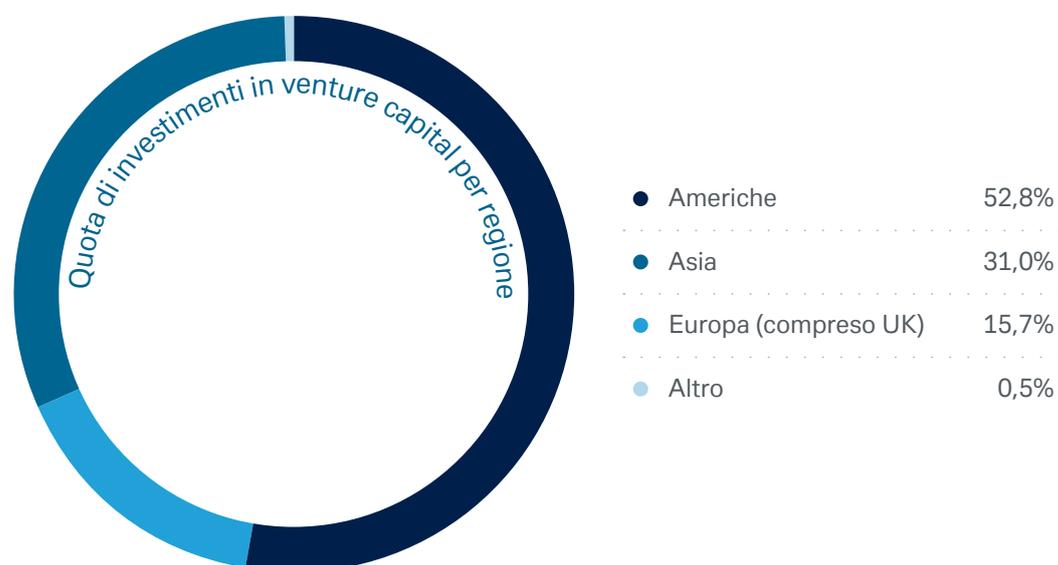
Trend del venture capital

Crescita e pandemia COVID-19

Gli investimenti globali in venture capital sono cresciuti a un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 13,5% tra il 2015 e il 2020, raggiungendo USD 330,2 miliardi nel 2020. Il continente americano continua a rappresentare la quota di mercato maggiore, con il 52,8% del valore totale delle operazioni nel 2020. L'Asia e l'Europa rappresentano rispettivamente il 31,0% o il 15,7% del mercato complessivo (si veda figura 3).

Figura 3: composizione regionale degli investimenti globali in venture capital nel 2020

Fonte: Venture Pulse, T1/2021, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Dati forniti da PitchBook. Dati aggiornati al 21 aprile 2021.



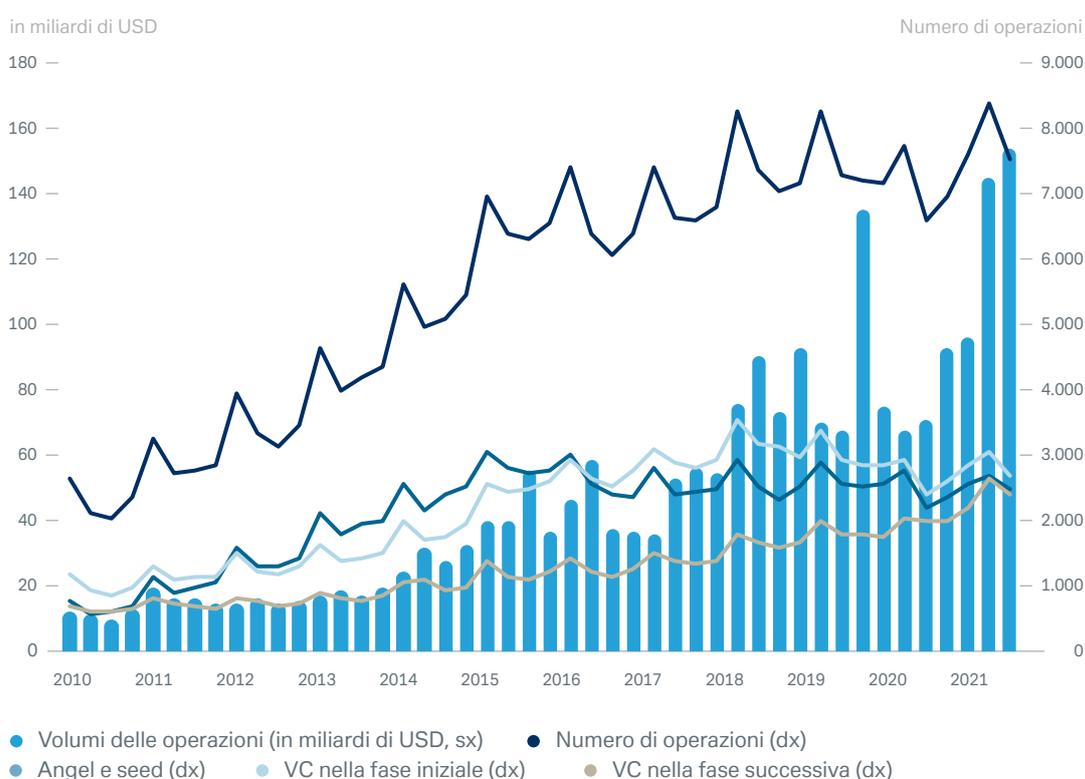
Nel 2020 il coronavirus ha stravolto molti settori, ma ha dato anche una spinta alla trasformazione tecnologica e all'innovazione, dal momento che il mondo delle imprese ha cercato di sfruttare i trend di digitalizzazione in crescita e rivedere i propri modelli di business. Questo contesto di cambiamenti repentini ha portato a una grande crescita delle partecipazioni in numerosi segmenti nella seconda metà del 2020, quando gli investitori hanno cercato di entrare in società che beneficiavano della grande accelerazione della domanda.

Gli investimenti globali in venture capital hanno raggiunto nel 2021 valori senza precedenti, assestandosi nel secondo trimestre a USD 157,1 miliardi (si veda figura 4). L'Europa (USD 34 miliardi), gli Stati Uniti (USD 75 miliardi) e la regione delle Americhe nel suo complesso (USD 84 miliardi) hanno toccato nuovi picchi in termini di volumi di investimento in venture capital, mentre l'Asia (USD 38 miliardi) si è attestata ben al di sotto del suo picco del terzo trimestre 2019. Vale la pena ricordare che l'Europa registra per il quarto trimestre consecutivo un record degli investimenti in venture capital, e per il sesto trimestre consecutivo una crescita degli investimenti dello stesso tipo. Questa incredibile crescita è stata trainata principalmente dalla crescita nel numero di imprese mature, e dagli "unicorn" esistenti (società non quotate con una valutazione superiore a USD 1 miliardo) che richiedono considerevoli importi di investimento, anche in diversi segmenti/settori. Mentre i volumi delle operazioni del Regno Unito sono calati leggermente rispetto ai livelli record registrati nel primo trimestre, l'Irlanda e la Germania hanno registrato i migliori risultati trimestrali di sempre in termini di investimenti in venture capital.

Sorprende che, negli ultimi quattro trimestri, gli investimenti globali in venture capital siano in crescita anno su anno, nonostante una riduzione del numero di operazioni. Questo può essere il frutto di una crescente preferenza, nella maggior parte delle regioni del mondo, per i modelli di business consolidati e per operazioni da realizzare in una fase di vita più avanzata delle società, perché durante i periodi di elevata incertezza le società più mature possono essere considerate una scommessa più sicura. Il rischio è che la costante diminuzione delle partecipazioni in venture capital nelle primissime fasi di vita delle imprese possa avere ripercussioni negative a lungo termine sulla pipeline generale delle operazioni. La rivalità tra gli investitori per ottenere una fetta della torta ha certamente alimentato anche il timore che le valutazioni siano elevate in alcuni settori, ma gli elevati multipli post-IPO delle società che alla fine vengono quotate stanno sostenendo tali livelli.

Figura 4: Investimenti globali in venture capital

Fonte: Venture Pulse, T2/2021, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Dati forniti da PitchBook. Dati aggiornati al 21 luglio 2021.

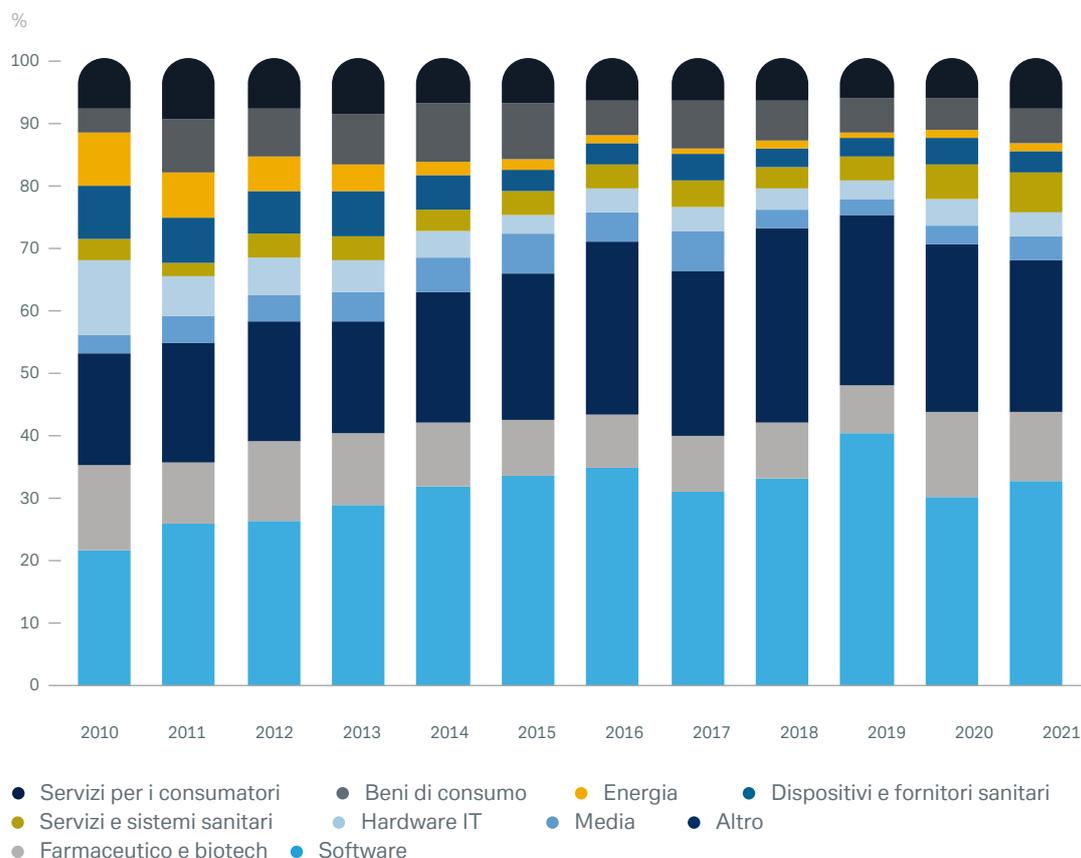


Nel primo semestre 2021 la maggior parte dei fondi investiti è andata a beneficio dei settori favoriti dalla pandemia. La domanda ha riguardato soprattutto software e diverse soluzioni digitali incentrate sul consumatore (ad esempio gaming, fintech, edtech, logistica e food delivery, ma anche il settore sanitario e delle biotecnologie). Non si tratta però di una semplice risposta a breve termine: la figura 5 esamina la composizione settoriale degli investimenti globali in venture capital dal 2013 e mostra una crescita della quota di investimenti totali di software, farmaceutici e biotecnologie, ma anche di servizi e sistemi sanitari.

"Nel 2021 la maggior parte dei fondi è andata a beneficio dei settori favoriti dalla pandemia. Non si tratta però di una semplice risposta a breve termine."

Figura 5: tendenze degli investimenti globali in società supportate da venture capital per settore

Fonte: Venture Pulse, T2/2021, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Dati forniti da PitchBook. Dati aggiornati al 21 luglio 2021.



Gli investitori hanno continuato anche a destinare ingenti somme di denaro in fondi di venture capital. Nel 2020 sono stati raccolti USD 127,7 miliardi, con impegni di capitale pari a USD 103,7 miliardi nel primo semestre 2021 (si veda figura 6). Se gli impegni di capitale continueranno al ritmo corrente, il 2021 supererà forse per la prima volta la soglia di oltre USD 200 miliardi allocati globalmente in fondi di venture capital. Anche la concentrazione dei fondi sta crescendo in modo evidente (un numero maggiore di fondi allocati in un numero minore di veicoli di investimento). Nel 2021 vi è stata una concentrazione maggiore su "fondi da oltre USD 1 miliardo", in quanto gli investitori cercavano gestori di fondi che avessero un track record comprovato di rendimenti "best in class". Non mancano comunque significative operazioni di prime raccolte e un numero crescente di veicoli puntano ad assumere quote in aree di nicchia (spesso segmenti sottoserviti) beneficiando potenzialmente di un'innovazione radicale.

"La concentrazione dei fondi sta crescendo: viene allocato più capitale, ma in un numero minore di veicoli di investimento."

Figura 6: crescita dei volumi globali di raccolta di venture capital

Fonte: Venture Pulse, T2/2021, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Private Enterprise. Dati forniti da PitchBook. Dati aggiornati al 21 luglio 2021.



Prospettive a medio termine

Nel medio termine, lo scenario complessivo dovrebbe rimanere favorevole a un'ulteriore crescita del mercato del venture capital. Nel mercato vi è abbondanza di "dry powder" (il termine utilizzato nel settore per indicare i fondi impegnati ma non ancora allocati) e la concorrenza per le operazioni migliori dovrebbe sostenere le valutazioni. Un persistente contesto di tassi di interesse bassi in molte regioni del mondo dovrebbe a sua volta sostenere l'interesse degli investitori verso il venture capital.

Anche le tendenze di digitalizzazione e i cambiamenti nelle abitudini di consumo e di investimento potrebbero contribuire a sviluppare ulteriormente il mercato del venture capital. I fondi comuni e il settore bancario stanno agevolando l'accesso per i loro clienti all'universo del venture capital.

Guardando al di là della pandemia da COVID-19, gli investimenti in venture capital in molte aree dell'universo sanitario probabilmente rimarranno consistenti alla luce dell'esigenza di rivedere numerosi aspetti del sistema sanitario e delle opportunità di utilizzare o sfruttare le nuove tecnologie in questo contesto (il settore sanitario è uno dei nostri principali temi di investimento a lungo termine). È probabile anche che l'intelligenza artificiale e la robotica diventeranno temi di investimento centrali per quanto riguarda il venture capital.

È possibile anche che il settore del venture capital cambi forma. L'investimento in venture capital in forma societaria continua ad accelerare, con società consolidate alla ricerca di start-up innovative in grado di aiutarle ad ampliare il proprio portafoglio digitale e migliorare l'efficienza delle proprie attività operative.

Potremmo anche assistere a cambiamenti nella fase finale dell'investimento in venture capital, nel momento in cui gli investitori realizzano il proprio guadagno grazie alla quotazione delle società sul mercato.

Negli ultimi trimestri hanno acquisito maggiore preminenza le SPAC (special purpose acquisition companies), che rappresentano un'alternativa all'initial public offering (IPO) tradizionale quale strumento per le imprese per uscire dalla proprietà privata e quotarsi. (Gli investitori impegnano il proprio denaro nella SPAC con una sorta di "assegno in bianco", ed è quindi la SPAC stessa a quotarsi, piuttosto che la società che verrà da essa in definitiva acquistata). L'approccio tramite SPAC solleva diversi dubbi legittimi, ad esempio, la possibilità che incoraggi le imprese a quotarsi prima di aver raggiunto la necessaria maturità. L'andamento delle fusioni di SPAC annunciate nei prossimi trimestri potrebbe determinare se esse rappresenteranno o meno una tendenza a lungo termine.

IMARC (società leader nelle ricerche di mercato) prevede una crescita degli investimenti globali nel venture capital con un CAGR intorno al 16% nel periodo 2021-2026: se dovesse verificarsi, questa crescita sarebbe ancora più veloce di quella registrata negli ultimi cinque anni.

Portafogli e venture capital

Performance e mercati azionari a confronto

Il venture capital è ancora sottorappresentato in molti portafogli di investitori privati, nonostante l'interesse di lunga data dimostrato da investitori istituzionali e UHNWI (ultra-high net worth individuals) nei confronti dello stesso.

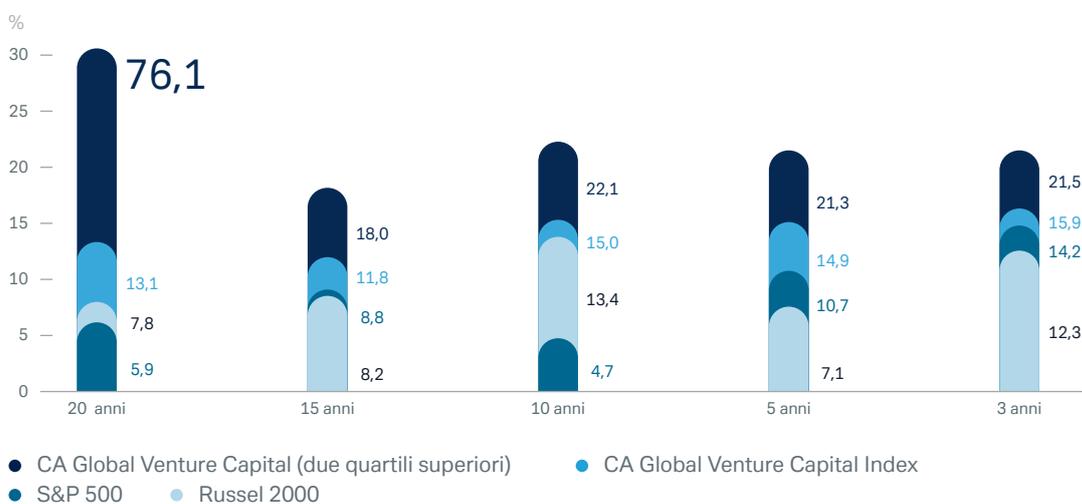
Gli investitori istituzionali hanno motivi validi per investire nel venture capital. Una ricerca condotta da Cambridge Associates ("The 15% Frontier", 2016) suggerisce che le allocazioni in investimenti privati potrebbero rappresentare un fattore chiave determinante per una sovraperformance a lungo termine. Essa mostra che 242 fondi e fondazioni che hanno destinato almeno il 15% del proprio capitale a investimenti privati hanno realizzato un rendimento annualizzato mediano (2005-2015) del +7,6%, sovraperformando dell'1,5% rispetto ai competitor con un'allocazione massima del 5% in investimenti privati.

I dati di Cambridge Associates rivelano anche che negli Stati Uniti il venture capital ha costantemente registrato una performance migliore rispetto ai più ampi indici di mercato azionario nei periodi di 3, 5, 10, 15 e 20 anni, quadro confermato anche dai dati recenti degli ultimi anni. Come mostra anche la figura 7, il co-investimento nei due quartili superiori (ossia il 50% superiore) delle società di venture capital ha prodotto rendimenti annualizzati medi multipli rispetto agli equivalenti dei mercati regolamentatisu un orizzonte di 20 anni (due quartili superiori di CA Global Venture Capital: +76,1% / CA Global Venture Capital Index: +13,1% / S&P 500: +5,9% / Russell 2000: +7,8%).

Parte di questa sovra-performance può essere ovviamente spiegata dal cosiddetto "premio di illiquidità" ovvero la necessità di rendimenti più elevati per compensare una minore liquidità degli investimenti, ma il venture capital sembra essere anche un modo interessante per sfruttare il progresso tecnologico e il talento/lo spirito imprenditoriale. Segnaliamo però l'esigenza di avere un ampio spettro di investimenti in venture capital per proteggersi dal fallimento di singole società, come illustrato di seguito.

Figura 7: performance di venture capital e mercati azionari a confronto

* Rendimento di CA Global Venture Capital (due quartili superiori) su venti anni, limitato per problemi di scala. Fonti: Cambridge Associates LLC "Venture Capital positively disrupts intergenerational investing". Dati aggiornati al 30 giugno 2019.



Note: i rendimenti aggregati periodici degli investimenti privati si intendono al netto di commissioni, spese e interessi. I rendimenti analizzati pluriennali sono generati per i periodi temporali chiusi al 30 giugno 2019.

In Europa, Medio Oriente e Africa e nella regione Asia-Pacifico, ma non negli Stati Uniti, questo documento è considerato materiale di marketing. Non è possibile garantire in alcun modo che si realizzino le previsioni o gli obiettivi. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che potrebbero rivelarsi errati. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei rendimenti futuri. Gli investimenti sono associati a un rischio. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire, ed è possibile che in un dato momento non si possa recuperare l'intero ammontare dell'investimento originario. Il capitale investito può essere a rischio. Il presente documento è stato elaborato ad agosto 2021.

Possibili benefici in termini di diversificazione

Oltre a offrire un'esposizione verso i settori in evoluzione o le tecnologie innovative emergenti, gli investimenti in venture capital possono essere intesi anche come una copertura naturale dai rischi associati a modelli di impresa/business maturi, che potrebbero essere vulnerabili a cambiamenti radicali.

I dati storici indicano che i rendimenti di venture capital non solo presentano una scarsa correlazione con i rendimenti di altre asset class (si veda figura 8), ma alcune ricerche indicano addirittura una correlazione inversa tra i mercati di private equity e quelli azionari globali nel loro complesso.

In un contesto di diversificazione, è utile menzionare anche che i mercati azionari regolamentati non sono più diversificati come un tempo. Il numero di società quotate nelle borse statunitensi si è più che dimezzato dal picco del 1996, e oggi l'S&P 500 rappresenta ~80% del valore del mercato azionario statunitense. Inoltre, il 25-30% della capitalizzazione totale di mercato dell'S&P 500 è attribuibile ai primi 10 titoli per peso nell'indice, con una forte preponderanza dell'Information Technology (che ha un peso del 28% sull'indice generale).

Per contro, il numero di società non quotate è in costante crescita negli ultimi decenni (confrontando i periodi 1990-2000 e 2010-2020), senza però riuscire a contrastare il calo del numero di IPO. Gli elevati costi di un'operazione IPO, l'orientamento a breve termine dei mercati azionari e la crescente disponibilità di capitale privato sono ritenuti i principali fattori che spingono un numero crescente di imprese nella fase iniziale a cercare capitale dagli investitori privati piuttosto che in borsa. Sui mercati regolamentati non mancano le possibilità per acquisire un'esposizione verso titoli a bassa capitalizzazione, ma la gamma di opportunità si è ristretta.

È quindi possibile sostenere che il mercato degli investimenti privati offre oggi maggiore diversità in termini di settori, tecnologie e modelli di business rispetto al mercato azionario. I portafogli di investimento che comprendono unicamente titoli quotati in borsa sono anche esclusi dalla creazione eventuale di valore che avviene tra le prime fasi del ciclo di vita di un'impresa e un'IPO, se la società dovesse poi quotarsi.

"I mercati azionari borsistici non sono più diversificati come un tempo. Il mercato degli investimenti privati può offrire maggiore diversità in termini di settori, tecnologie e modelli di business."

Figura 8: correlazione dei rendimenti di venture capital con altre asset class

Fonte: Invesco "The Case for Venture Capital"; Cambridge Associates Global Venture Capital, Global Private Equity, e Global Real Estate Benchmarks Return Report. Dati di venture capital, private equity e real estate di Cambridge Associates. Dati aggiornati al 31 dicembre 2015.

Correlazione tra i rendimenti trimestrali delle asset class

	Venture capital	Private Equity	Real Estate	Azioni a grande capitalizzazione	Obbligazioni high yield	Aggregato obbligazioni core
 Venture capital	1,00	0,71	0,69	-0,06	-0,13	-0,13
 Private Equity	0,71	1,00	0,65	0,46	0,33	-0,06
 Real Estate	0,69	0,65	1,00	0,13	0,03	-0,11
 Azioni a grande capitalizzazione	-0,06	0,46	0,13	1,00	0,73	0,13
 Obbligazioni high yield	-0,13	0,33	0,03	0,73	1,00	0,35
 Aggregato obbligazioni core	-0,13	-0,06	-0,11	0,13	0,35	1,00

Nota: la tabella mostra la correlazione tra le differenti asset class, dove un valore +1 indica una correlazione positiva perfetta (ovvero le asset class si muovono nella stessa direzione e con gli stessi volumi), mentre -1 indica una correlazione negativa perfetta. L'asset class del private equity non comprende il venture capital. Per rappresentare l'andamento dei titoli azionari a grande capitalizzazione si usano le performance del fondo azionario statunitense aggregato di titoli a grande capitalizzazione Lipper. Per rappresentare l'andamento delle obbligazioni high yield si usano le performance del fondo obbligazionario high yield aggregato Lipper. Per rappresentare l'andamento delle obbligazioni core si utilizzano le performance del fondo di titoli di obbligazioni core Lipper. Rendimenti per il periodo compreso tra il 1990 e il 2014, al 31 dicembre 2015. La dimensione del campione per ciascuna asset class elencata è indicata di seguito: venture capital: 771; private equity: 932; real estate: 309; azioni a grande capitalizzazione: 674; obbligazioni high yield: 421; e aggregato dei titoli di Stato dei Paesi "core": 385. I risultati passati non costituiscono una garanzia circa i risultati futuri.



Gli investitori possono valutare l'aggiunta di una certa esposizione in venture capital in funzione dei propri obiettivi generali di investimento e delle limitazioni del proprio portafoglio di investimento. È comunque importante essere consapevoli dell'incremento significativo del livello di rischio associato a un investimento in venture capital rispetto alle asset class tradizionali. La figura 9 illustra i profili di rischio/rendimento del venture capital e di alcune delle principali asset class tradizionali.

Figura 9: profili di rischio e rendimento di differenti asset class

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati ad agosto 2021.

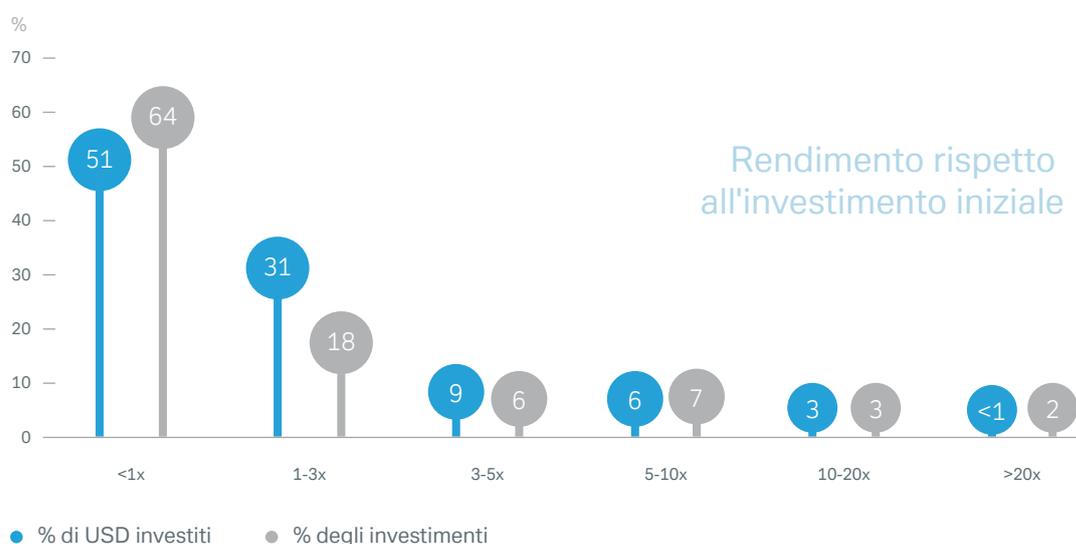


Nota: il grafico è a scopo puramente illustrativo.

Di seguito si riportano i due principali rischi di un investimento in venture capital. In primo luogo, il capitale è vincolato per un lungo periodo (solitamente un investimento è bloccato per ~10 anni). In secondo luogo, vi è un considerevole rischio di default o fallimento delle società nella loro fase iniziale. In un orizzonte temporale di 10 anni, alcune società del portafoglio possono essere profittevoli, ma la maggior parte non lo sarà. Uno studio di Correlation Ventures, che ha esaminato il risultato di oltre 27.000 investimenti (dal 2009 al 2018), ha mostrato che il 64% delle operazioni di venture capital non ha nemmeno restituito il capitale iniziale (si veda figura 10). Come regola di massima, gli investitori di venture capital tendono a presupporre che due terzi dell'universo di start-up semplicemente non restituirà l'investimento iniziale o terminerà in una qualche fase del processo di venture capital, non riuscendo rispettivamente ad assicurarsi investimenti successivi o a trovare un'opportunità di disinvestimento appropriata. Il rendimento di un investimento in venture capital dipenderà dalle performance positive del terzo rimanente di società che registrano risultati positivi.

Figura 10: distribuzione dei rendimenti di venture capital rispetto all'investimento iniziale

Fonte: Correlation Ventures "Venture Capital - No, We're Not Normal". Dati aggiornati all'11 settembre 2019.



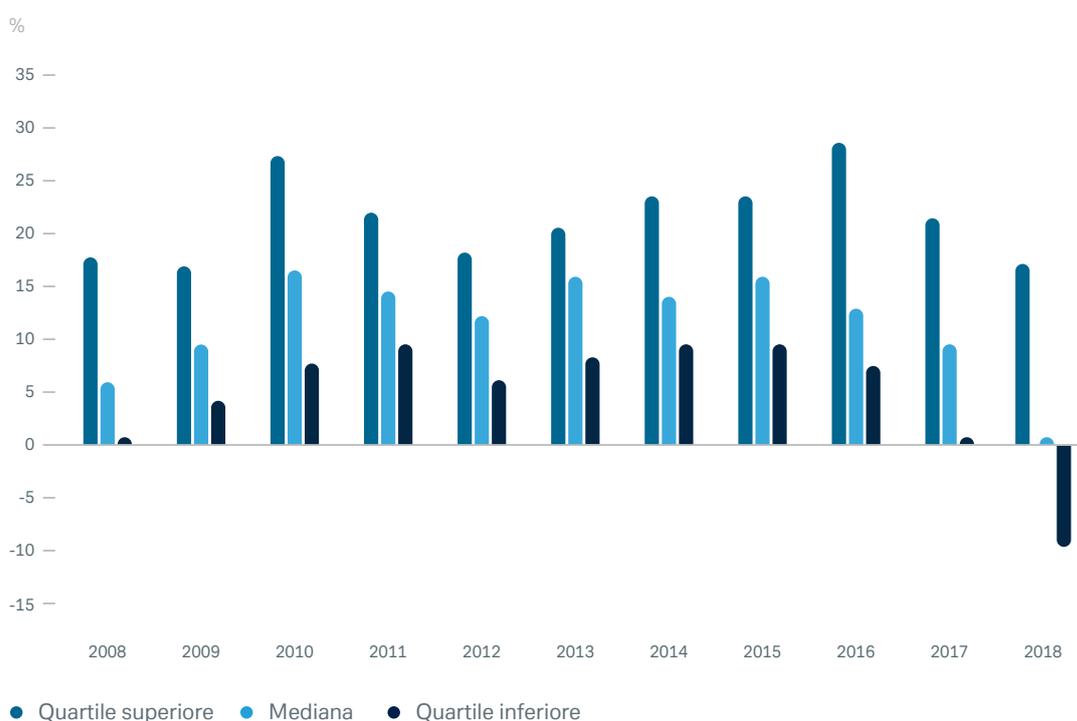
Note: distribuzione spostata verso destra dei rendimenti di venture capital negli Stati Uniti. Percentuale di dollari investiti e percentuale di partecipazioni in società che hanno cessato la propria attività, che sono state acquisite o hanno effettuato un'IPO, 2009-2018 (n=USD 20,5 miliardi; n = 27.878 investimenti)

Questo implica che i portafogli di venture capital dovranno comprendere un ampio numero di investimenti. Tuttavia, non conta solo il numero di uova nel paniere. La diversificazione svolge probabilmente un ruolo ancora più importante nel contenere l'impatto degli investimenti che non vanno a buon fine, riducendo la volatilità e il rischio complessivi, e migliorando il risultato aggregato. Può apportare un importante contributo al riguardo investire in un ampio spettro di settori e in differenti fasi della vita di un'impresa (ad esempio, seed capital, avviamento, espansione), regioni e vintage.

Oltre a questo aspetto della diversificazione, vale la pena tornare alla considerazione che i fondi nei quartili superiori generano costantemente una quota non proporzionata dei rendimenti complessivi (si veda figura 11). A differenza delle asset class più tradizionali (quotate sui mercati azionari), i rendimenti degli investimenti in venture capital tendono a presentare una grande distorsione. È quindi importante accedere ai fondi di venture capital best in class.

Figura 11: tassi interni di rendimento di venture capital per quartile

Fonti: Cambridge Associates LLC "Q2 2020 U.S. Venture Capital - index and selected benchmark statistics".
Dati aggiornati al 30 giugno 2020.



Note: sulla base dei dati compilati da 1529 fondi di venture capital statunitensi, comprese le partnership interamente liquidate, formati tra il 1995 e il 2018. I tassi interni di rendimento si intendono al netto di commissioni, spese e interessi. Una ricerca di CA mostra che per la maggior parte dei fondi trascorrono almeno sei anni prima che entrino nel proprio quartile definitivo, e che prima di questo assestamento solitamente si posizionano in 2-3 altri quartili; quindi le metriche delle performance di fondi o benchmark che si trovano in fasi più recenti potrebbero essere meno significative.

06

Conclusione

Negli ultimi anni il venture capital è diventato un ambito di investimento molto interessante e probabilmente si confermerà tale, in particolare alla luce della costante repressione finanziaria rappresentata dai bassi tassi di interesse. È probabile che le somme investite continueranno a crescere e che il venture capital assumerà un ruolo chiave nel promuovere società e settori innovativi. Nel corso del tempo, i rendimenti di venture capital potranno continuare a registrare risultati migliori rispetto a quelli disponibili sui mercati regolamentati. È però importante comprendere le differenze fondamentali tra il venture capital e le strategie di investimento più liquide, i rischi intrinseci, e in che modo eventualmente contenere tali rischi attraverso la diversificazione e la selezione dei gestori. Nella tabella che segue cerchiamo di sintetizzare i principali aspetti positivi e negativi di un investimento in venture capital (si veda figura 12).

Figura 12: investimento in venture capital: aspetti positivi e negativi

Fonte: Deutsche Bank AG. Dati aggiornati ad agosto 2021.

Positivi

Sovraperformance nel lungo termine rispetto ai mercati azionari

Guadagni dal premio di illiquidità

Ampio numero di società non quotate accessibili

Bassa correlazione dei rendimenti con altre asset class

Negativi

Profilo di rischio molto elevato

Richiede un impegno a lungo termine

Consigliabile un portafoglio di venture capital diversificato data la probabilità di fallimento dei singoli investimenti

La performance può essere condizionata dall'investimento in fondi nei quartili superiori/da investitori best in class



Fonti

1. Cambridge Associates (2016). The 15% Frontier.
Abgerufen über: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2016/07/The-15-Percent-Frontier.pdf>. 21. Mai 2021
2. Cambridge Associates (2020). Venture Capital Positively Disrupts Intergenerational Investing.
Abgerufen über: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively-Disrupts-Intergenerational-Investing.pdf>. 21. Mai 2021
3. Invesco (2016). The case for venture capital.
Abgerufen über: <https://apinstitutional.invesco.com/dam/jcr:1f35880c-bdf9-42ea-8afe-ab69b85bc7a4/The%20Case%20for%20Venture%20Capital.pdf>. 21. Mai 2021
4. KPMG (2021). Q2'21 Venture Pulse Report – Global trends.
Abgerufen über: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/07/venture-pulse-q2-2021.pdf>. 22. Juli 2021.
5. Lerner, J. und Nanda R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. Arbeitspapier Nr. 20-131. Harvard Business School.
6. Jeong J., Kim J., Son H. und Nam D. (2020). The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation.
7. OECD (2004). Financing innovative SMEs in a global economy.
Abgerufen über: <https://www.oecd.org/cfe/smes/31919231.pdf>. 3. Juni 2021.
8. Correlation Ventures (2019). Venture Capital – No, We're Not Normal.
Abgerufen über: <https://medium.com/correlation-ventures/venture-capital-no-were-not-normal-32a26edea7c7>. 21. Mai 2021

Glossario

American Research and Development Corporation (ARDC) era una società di venture capital e private equity fondata nel 1946 dal "padre del venture capital" (Georges Doriot).

Per **intelligenza artificiale (AI)** si intende l'intelligenza dimostrata dalle macchine.

CA Global Venture Capital Index Cambridge Associates ricava il proprio indice Global ex U.S. Developed Markets Private Equity and Venture Capital da informazioni finanziarie contenute nella propria banca dati proprietaria di fondi globali di private equity e venture capital non statunitensi. Al 30 giugno 2019, la banca dati comprendeva 839 operazioni globali di buyout, fondi azionari growth e fondi di venture capital di mercati sviluppati esclusi gli Stati Uniti, creati dal 1986 al 2019, con valore di circa USD 266 miliardi. I fondi in questo indice investono prevalentemente in mercati sviluppati in Australia, Canada, Israele, Giappone, Nuova Zelanda, Singapore ed Europa occidentale.

CAGR indica il tasso di crescita annuale composto.

La **correlazione** è una misura statistica in cui due titoli (o altre variabili) si muovono in relazione l'uno all'altro.

Per **diversificazione** si intende la dispersione degli investimenti in diverse tipologie di asset, aree geografiche ecc., con lo scopo di ridurre il rischio o aumentare i rendimenti corretti per il rischio.

ESG sta per criteri ambientali, sociali, di governance (Environment, Social, Governance): è l'acronimo più utilizzato nel mondo degli investimenti sostenibili. Misura la sostenibilità e l'impatto sociale di un investimento in una società o un'impresa.

Le **obbligazioni high yield (HY)** sono obbligazioni a più elevato rendimento con un rating di credito più basso rispetto alle obbligazioni corporate investment grade, i titoli di Stato e le obbligazioni degli enti territoriali.

Il **premio di illiquidità** è il rendimento in eccesso generato da un investimento illiquido per compensare appunto la sua illiquidità.

Un'**offerta pubblica iniziale (IPO)** è l'emissione di titoli azionari mediante offerta di azioni di una società a capitale privato che si quota in borsa.

Il **finanziamento mezzanino** è un tipo di finanziamento ibrido fra debito ed equity.

Un **fondo comune** aggrega il denaro proveniente da numerosi investitori per acquistare titoli ed è un fondo di investimento gestito da professionisti.

Le **fusioni e acquisizioni (M&A)** sono due importanti metodi di consolidamento societario: una fusione è la combinazione di due società per formare una nuova società, mentre l'acquisizione è l'acquisto di una società da parte di un'altra senza costituzione di una nuova società.

Per **private equity** si intendono i fondi o le persone che investono direttamente in società private non quotate.

L'**indice Russell 2000** è un indice di titoli a bassa capitalizzazione statunitense che comprende circa 2000 società, i due terzi inferiori dell'indice Russell 3000.

Un processo di **asset allocation strategica (SAA)** prevede la definizione di allocazioni privilegiate tra le asset class su un orizzonte a medio-lungo termine.

La prima fase di un processo di raccolta di capitali per una start-up è detta **seed financing**.

Per **Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)** si intende una società di comodo, non operativa, quotata in borsa con lo scopo di raccogliere capitali attraverso una IPO o tramite l'acquisizione di una società privata.

Una **start-up** è un progetto o una società gestiti da un imprenditore per far crescere un modello di business tramite la ricerca, lo sviluppo e il consolidamento.

Glossario

L'**Indice S&P 500** include 500 società statunitensi leader che coprono indicativamente l'80% della capitalizzazione di mercato statunitense disponibile.

Per **Ultra-high-net-worth individuals (UHNWI)** si intendono clienti molto facoltosi (talvolta con un patrimonio di almeno USD 30 milioni).

Unicorn è un termine utilizzato nel settore del venture capital per descrivere una società start-up privata con un valore superiore a USD 1 miliardo.

Venture Capital, VC è un tipo di investimento di private equity, solitamente a favore di imprese piccole, emergenti, nelle prime fasi di vita.

La **volatilità** è il livello di variazione di una serie di quotazioni di borsa nel corso del tempo.

Nota importante

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.

Nota importante

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 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.

Nota importante

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 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 statunitense) del 1933 e successive modifiche).

Nota importante

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.

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.