



CIO Special

11 de julio de 2022

Autores:
Markus Müller
Chief Investment Officer ESG

Lorenz Vignold-Majal
Investment Strategist

Ivo Višić
Senior Investment Officer

ESG y rentabilidad de la inversión: ¿retos por delante?

Puntos clave

01 Introducción

- La inversión en ESG ha pasado a una nueva tercera fase caracterizada por cierto grado de consolidación y reorientación. La información será clave en esta fase.
- La gestión de la transformación ESG implicará el logro de un consenso sobre las definiciones ESG, y continuarán las múltiples iniciativas para mejorar la divulgación.
- También es probable que se preste mayor atención a la medición del impacto en el "mundo real" de la inversión en ESG y a una mejor comprensión de los diferentes tipos de riesgo asociados.
- Creemos que las empresas con una estrategia coherente en materia de ESG tienen más probabilidades, en general, de poder sortear los complejos problemas medioambientales y sociales mundiales que se avecinan. Esto será importante desde la perspectiva de la gestión de carteras.

02 Gestionando de la transformación ESG

03 Próximos pasos en la gestión de carteras ESG

04 Conclusión

01 Introducción

La inversión en ESG ha pasado en los últimos años de ser una preocupación de nicho a una consideración central para muchos inversores. Tras las dos primeras fases de la inversión en ESG -de aceptación y luego de rápido crecimiento-, hemos entrado en una tercera etapa.

Esta tercera fase de la inversión en ESG se caracteriza por un grado de consolidación y reorientación. Los inversores son cada vez más conscientes de los resultados de la inversión ESG, tanto en términos de rentabilidad financiera como de "rentabilidad en el mundo real" (es decir, efectos positivos en el mundo que nos rodea).

La información será clave en esta tercera fase. Siempre ha impulsado las expectativas sobre las dos dimensiones tradicionales de la inversión, el negocio y el desarrollo económico. Ahora, la información también nos permitirá evaluar la nueva tercera dimensión de la inversión: los límites que el deterioro del entorno natural impone a la actuación de los inversores y las empresas. Esta realidad exógena del colapso del medio ambiente (E) también puede exigir un enfoque diferente que las preocupaciones sociales (S) y de gobernanza (G) más endógenas.

Los ESG representan un cambio importante en el entorno social, económico y financiero, y estos cambios de régimen siempre plantean preguntas sobre cómo deben evaluarlos los inversores. Como se señala en este informe, se han realizado muchos estudios sobre los efectos de los ESG en el rendimiento de las inversiones, pero cualquier deducción que se haga en este sentido debe ser cuidadosamente matizada.

Como ocurre con cualquier inversión, el rendimiento relativo de las inversiones ESG dependerá, por supuesto, de con qué se comparen y del periodo de tiempo elegido. Un ejemplo de las dificultades a las que se enfrentan los inversores a la hora de evaluar el rendimiento es que las calificaciones de las inversiones ESG varían entre las agencias de calificación y también han cambiado con el tiempo.

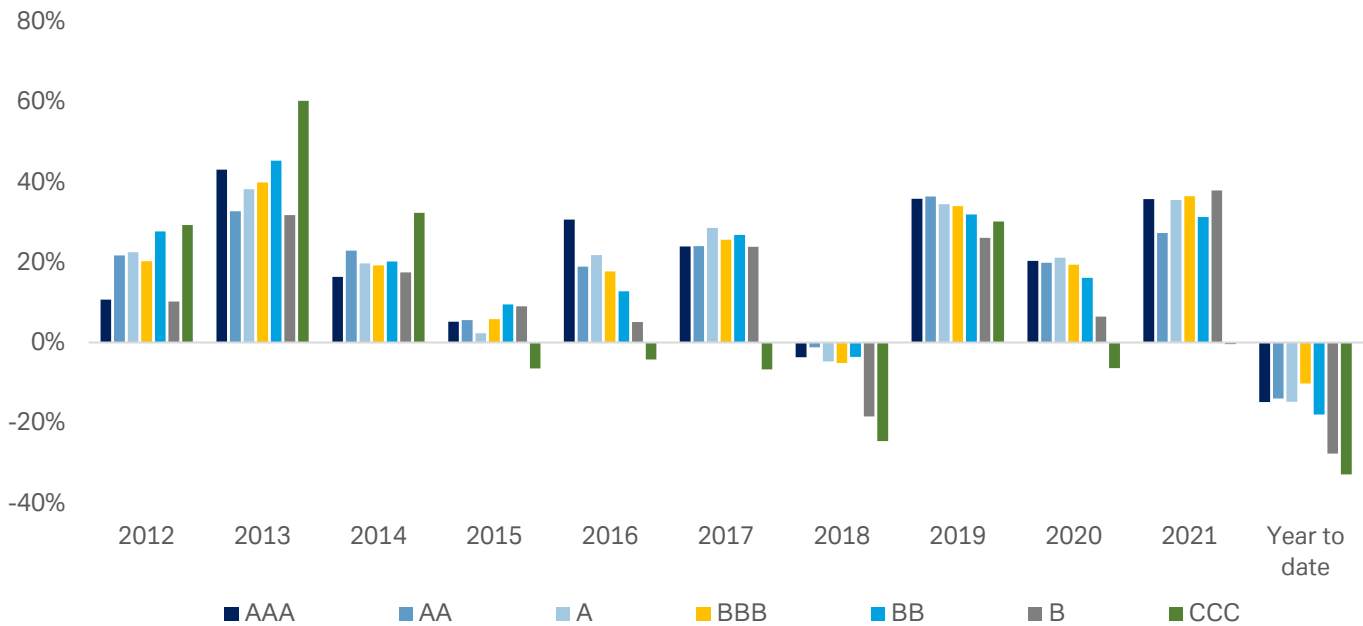
Así que, por todas estas razones, cualquier análisis o presentación del rendimiento ESG (por ejemplo, la figura 1) debe tratarse con mucho cuidado. Las comparaciones de la volatilidad relativa de los activos ESG plantean problemas de medición similares.



Utilice el código QR para consultar una selección de otros Informes CIO de Deutsche Bank (www.deutschewealth.com)



Gráfico 1: Rentabilidad total media de los valores del S&P por calificación ESG



Fuente: Bloomberg Finance L.P., MSCI, Deutsche Bank AG. Datos a 8 de julio de 2022

Las barras del gráfico muestran el rendimiento anual de las cestas de valores de S&P, creadas sobre la base de sus calificaciones MSCI ESG. Como se muestra en el gráfico, estas cestas no incluyen un número similar de valores y esto afectará a cualquier evaluación de la rentabilidad relativa. Rentabilidad total media de los valores del S&P 500 con sus respectivas calificaciones ESG (las calificaciones se refieren a la última calificación ESG de MSCI, AAA=25 empresas, AA=117 comps, A=151 comps, BBB=126 comps, BB=53 comps, B=11 comps, CCC=2 comps)

Entonces, ¿por qué invertir sobre la base de ESG? Una respuesta inicial podría ser que es mejor invertir en empresas que intentan de alguna manera abordar los complejos retos medioambientales y sociales a los que se enfrenta el mundo, en lugar de aquellas empresas que parecen ignorarlos.

Es probable que esta respuesta altruista (aunque quizás simplista) esté respaldada por consideraciones prácticas. Creemos que las empresas con estrategias para abordar las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza probablemente resulten, en general, mejores para navegar por un entorno medioambiental y normativo cada vez más complejo.

Desde el punto de vista de la cartera, esta capacidad de las empresas con estrategias ESG para navegar por un entorno difícil puede ser valiosa. Por el contrario, invertir en empresas sin una estrategia coherente en materia de ESG puede dar lugar a un camino lleno de baches a largo plazo, con empresas menos conformes con la ESG que se esfuerzan por adaptarse a los avances normativos y de otro tipo. Si esto se traduce en un mayor número de cambios en las inversiones para sustituir a las que no rinden, esto tendrá costes para una cartera, sobre todo porque los errores de "sincronización con el mercado" al entrar o salir de las inversiones pueden resultar caros.

Está claro que, a corto plazo, las estrategias ESG pueden tener un rendimiento inferior. Esto ha sido evidente en 2022, con muchas estrategias ESG a la zaga de sus pares tradicionales no ESG. Esto se ha debido principalmente al hecho de que las empresas relacionadas con la energía y la defensa (ganadoras de los efectos de la guerra entre Rusia y Ucrania) suelen estar excluidas de las estrategias ESG.

La inversión ESG seguirá evolucionando. El suministro de datos más estandarizados es sólo un primer paso y el debate sobre la mejor manera de incorporar la ESG en los procesos de inversión continuará: La ESG se considera cada vez más un nivel adicional de evaluación de la calidad que se suma a las métricas económicas y financieras tradicionales. Cuestiones como el riesgo requieren una definición y un análisis muy cuidadosos, por las razones que exponemos a continuación. Los inversores también seguirán buscando nuevas formas de medir los efectos positivos reales de la inversión en ESG en el mundo que nos rodea (por ejemplo, en la biodiversidad, y mediante la comprensión de la "naturaleza como capital").

Pero este es un viaje del que hay que formar parte: en última instancia, toda inversión es una inversión ESG. Sea cual sea el alcance exacto del aumento de la temperatura global o de la pérdida de biodiversidad en el futuro, los problemas medioambientales no desaparecerán y los factores sociales y de gobernanza también seguirán bajo el microscopio. En este contexto, es racional tener en cuenta los factores no financieros a la hora de evaluar la inversión, y la digitalización facilita el acceso a la información para hacerlo. La inversión ESG se ha convertido en una forma eficaz de adaptar las carteras a esta nueva realidad global.



02 Gestionando de la transformación ESG

Todas las transformaciones económicas y financieras revelan deficiencias en los sistemas subyacentes. Los inversores deben estar especialmente atentos en los momentos de posibles perturbaciones. Necesitan comprender tanto su impacto financiero como las implicaciones para la actividad económica del "mundo real".

La inversión ESG (que puede definirse como el seguimiento de la filosofía de que los inversores deben tener en cuenta el impacto que sus decisiones de inversión tendrán en el mundo natural y en la sociedad, además de las ganancias financieras que puedan obtener) representa esa transformación financiera y ya está cambiando la forma en que los inversores y los mercados evalúan el entorno de inversión. Las expectativas de inversión en torno a la ESG han cambiado a su vez a medida que el sector ha evolucionado. (En el debate que sigue, nos centramos en las inversiones de los particulares en los mercados financieros líquidos, y no en las inversiones no líquidas o en la actividad institucional, como la financiación bancaria).

a) Medición del rendimiento y creencias

La primera fase de la inversión ESG se centró en excluir determinados valores o sectores, en gran medida porque era el único enfoque posible dada la falta de datos y definiciones relacionados con la ESG. Muchos inversores todavía siguen este enfoque. Por lo tanto, una de las preocupaciones es hasta qué punto estas exclusiones pueden restar rendimiento a una cartera a corto y largo plazo. (También hay preguntas sobre qué efectos tendrán realmente esas exclusiones, por ejemplo, la venta de acciones individuales). Durante la segunda y tercera fases de rápido crecimiento de la inversión ESG, el debate en torno al rendimiento ESG se ha vuelto más exhaustivo y se ha ampliado para incluir evaluaciones iniciales del rendimiento sostenible a largo plazo y la resistencia de la cartera a futuras perturbaciones medioambientales (u otras).

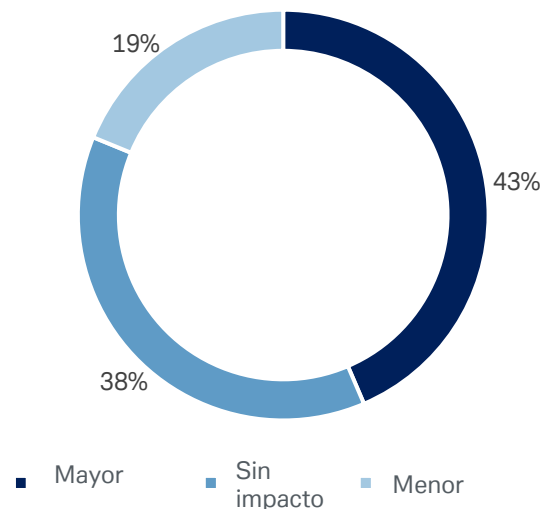
Junto con esto, ha habido un gran número de estudios sobre los vínculos entre la ESG y el rendimiento de la inversión. Como se ha señalado anteriormente, es probable que los resultados dependan en gran medida de los activos considerados y del periodo de tiempo estudiado, entre otros factores. La identificación adecuada de la causalidad también ha sido una preocupación particular y puede tener múltiples dimensiones, tal vez relacionadas con el propio proceso de inversión – por ejemplo, si la existencia de flujos de inversión líquidos (que pueden salir como entrar) puede fomentar una mayor actividad ESG por parte de las empresas.¹

De hecho, la importancia de estos estudios radica probablemente más en lo que no dicen que en lo que hacen. En general, no apuntan a una relación negativa entre la inversión ESG y los resultados.

Las limitaciones de los estudios individuales han dado lugar a varios metaestudios académicos (es decir, estudios de múltiples estudios). Por ejemplo, un análisis reciente de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York² examinó 245 estudios publicados entre 2016 y 2020, y dedujo que el 65% mostraba un rendimiento positivo o neutro en comparación con las inversiones convencionales, y solo el 13% indicaba resultados negativos. Pero los resultados, incluso de los metaestudios, pueden interpretarse de diversas maneras.

Los estudios sobre ESG y rentabilidad de la inversión no son concluyentes, pero sí que permiten asegurar que la inversión ESG no implica necesariamente retornos más bajos. Como consecuencia, una tercera fase más madura sobre la inversión ESG apunta que los inversores buscan mejores riesgos y oportunidades. Nuestras propias encuestas³ muestran que la mayoría de los inversores no esperan que la inversión ESG suponga menos rentabilidad (ver Figura 2), y también sugieren que están preocupados porque sus inversiones tengan un impacto positivo sobre el mundo.

Figura 2: Creencias de los inversores sobre el impacto de la ESG en las rentabilidades



Fuente: Deutsche Bank AG. Datos de abril de 2021.

b) Lograr un consenso sobre las definiciones de ESG

Sin embargo, los inversores deben comprender mejor la relación entre los factores ESG y el rendimiento. Es importante entender, por ejemplo, si cualquier correlación positiva entre ESG y el rendimiento se debe a otros factores – por ejemplo, un enfoque ESG creando incidentalmente un "sesgo de calidad" en los valores seleccionados para la inversión.

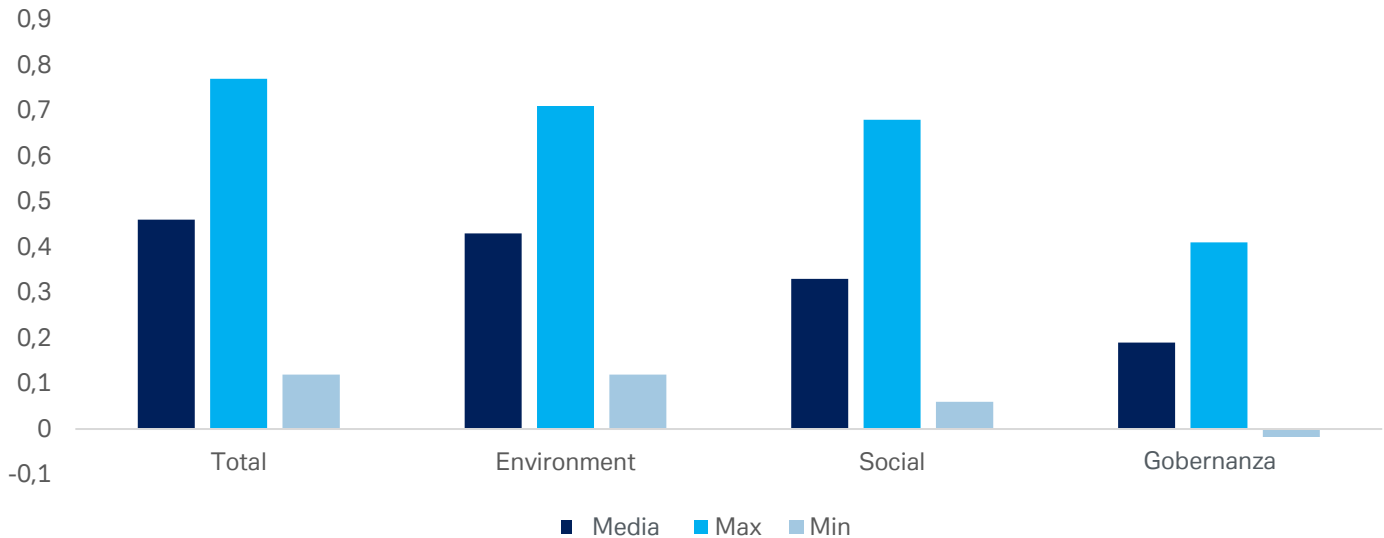
Con la inversión "tradicional", los inversores han establecido definiciones de índices bursátiles y de bonos y medidas de valoración, por ejemplo. Éstas reflejan en gran medida un entendimiento común sobre qué medidas son más importantes, y normalmente no han sido impulsadas por la intervención legal. Llegar a este consenso mundial sobre cómo evaluar las clases de activos "tradicionales" ha llevado muchas décadas, por lo que los progresos realizados hasta ahora en materia de métricas ESG y divulgación de la industria pueden considerarse relativamente rápidos.

Sin embargo, siguen existiendo importantes carencias en la evaluación de la inversión ESG con consenso muy limitado sobre cómo medir la misma para un determinado tipo de activos, empresas (o sectores) y cuestiones conceptuales no resueltas sobre qué debe medirse exactamente.

Estas discrepancias son evidentes en la variación de las calificaciones ESG entre los proveedores de calificaciones (véase la figura 3), especialmente en lo que respecta a las medidas "S" (social) y "G" (gobernanza).⁴



Gráfico 3: Correlación de las puntuaciones de las calificaciones ESG



Fuente: MEF, Deutsche Bank AG. Datos a 7 de marzo de 2022.

También hay que tener en cuenta que, aunque las calificaciones pueden ser una señal general útil, es posible que no muestren adecuadamente los componentes negativos o positivos subyacentes. Además, por definición, sólo son tan buenas como los datos facilitados, lo que podría penalizar injustamente a algunas empresas mientras se apoya en exceso a otras, en función de los requisitos regionales de información. (Por ejemplo, a las pequeñas empresas les puede resultar más difícil presentar los informes necesarios, debido al coste que supone obtener y proporcionar los datos, lo que significa que puede que no se reconozcan sus importantes contribuciones positivas).

También hay cuestiones técnicas en torno a los sistemas de calificación que requieren atención: por ejemplo, a medida que la información de las empresas mejora en general, las mejoras en la calificación pueden dar lugar a agrupaciones de empresas en los percentiles superiores de una distribución de calificación que las hagan indistinguibles unas de otras. Es probable que las metodologías de calificación cambien para mitigar este hecho, pero esto puede dar lugar a su vez a la volatilidad a medida que cambian los sistemas de medición. Merece la pena subrayar también que los impactos temáticos y del "mundo real" nunca se recogen adecuadamente sólo con las calificaciones: en este caso se necesitan más datos subyacentes o información específica sobre las acciones positivas o negativas (por ejemplo, a través de la alineación de la taxonomía o las violaciones de las normas), tal y como analizamos en la siguiente sección.

c) Un énfasis en la divulgación

Las medidas adoptadas por los reguladores para subsanar estas deficiencias se han centrado en fomentar una mayor divulgación, al tiempo que han desarrollado un conjunto de marcos de clasificación o definición de ESG. Los planes de divulgación ya van más allá de las calificaciones para examinar, por ejemplo, cuestiones más amplias en torno a los riesgos ESG, la sostenibilidad empresarial, el impacto medioambiental y los derechos humanos/cadenas de suministro. Las iniciativas previstas por el Grupo de Trabajo para la Divulgación de Información Financiera Relacionada con la Naturaleza (TNFD), el Grupo de Trabajo para la Divulgación de Información Financiera Relacionada con el Clima (TCFD), el desarrollo por parte de la UE del Reglamento de Divulgación de Información Financiera Sostenible (SFDR) demuestran una amplia actividad en este frente.

Sin embargo, la metodología para la evaluación subyacente está más desarrollada en algunas áreas (por ejemplo, las emisiones de carbono) que en otras (por ejemplo, la financiación de los océanos). También hay algunas cuestiones metodológicas que no se han resuelto a nivel mundial, por ejemplo, la adecuación del concepto de "doble materialidad" de la taxonomía de la UE (una empresa debe examinar si una actividad contribuye a alcanzar los objetivos acordados y si "no causa un daño significativo") con el enfoque actual de las empresas en los riesgos y objetivos financieros.

Los debates en torno a la divulgación y las calificaciones también tienen lugar en el contexto de la regulación del sector financiero. Por ejemplo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados ha publicado recientemente (junio de 2022) los resultados de una convocatoria de pruebas sobre calificaciones ESG, que abarca tanto a los proveedores como a los usuarios de calificaciones ESG. Las deficiencias identificadas por los usuarios de calificaciones ESG incluyen metodologías complejas y poco claras, y una insuficiente granularidad de los datos. Las empresas incluidas en las calificaciones ESG también expresaron su preocupación por la falta de transparencia.

Las iniciativas para hacer los datos más sólidos son todas regionales y se necesitará tiempo para aplicar plenamente un marco global. Sin esa lectura cruzada, será difícil para las empresas cumplir con las normas regionales que compiten entre sí y divulgar material comparable de forma coherente. Esto podría conducir inadvertidamente a dificultades en el acceso a fuentes globales de financiación y cadenas de suministro. (Incluso dentro de la región más entusiasta en materia de ESG -Europa- existen marcadas diferencias en las prácticas nacionales).

A nivel de clase de activos, también ha aumentado la demanda de los organismos del sector para mejorar las métricas. La Asociación Internacional de Mercados de Capitales ha publicado, por ejemplo, nuevas orientaciones para los emisores de bonos vinculados a la sostenibilidad, centradas en cómo seleccionar las métricas adecuadas. Las normas propuestas por el Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad (ISSB), de reciente creación, también podrían empezar a ganar adeptos entre los reguladores de los mercados financieros.



03 Próximos pasos en la gestión de carteras ESG

Los mercados se centran actualmente en las calificaciones ESG, pero la normalización en este ámbito no resolverá todos los problemas en torno a la inversión ESG. Unas calificaciones ESG más coherentes ayudarán a crear un consenso sobre la importancia relativa de los factores específicos ESG, pero este consenso cambiará con el tiempo. Las calificaciones son sólo una de las cuestiones que hay que tener en cuenta a la hora de crear sistemas mejorados de gestión de carteras.

a) Los diferentes tipos de riesgo

La comprensión del riesgo será fundamental en este proceso de gestión de carteras. Existen muchas formas diferentes de riesgo en la inversión ESG y los inversores deben tener cuidado de no confundirlas. Desde el punto de vista de la cartera, tiene sentido centrarse en primer lugar en el riesgo financiero, es decir, el riesgo a la baja del valor de una empresa, evidente a través de la volatilidad o de medidas como el valor en riesgo.

El riesgo financiero es muy diferente del riesgo empresarial a largo plazo al que se enfrentan las organizaciones. Estos riesgos empresariales pueden clasificarse de varias maneras. (El gráfico 4 muestra una clasificación común en riesgos físicos, de transición, de responsabilidad y de contagio). El estudio del riesgo financiero está más avanzado que el de los otros tipos de riesgo y existe una considerable literatura académica en este ámbito. Algunos estudios se han centrado en la relación entre las calificaciones y la volatilidad de los precios de las acciones, examinando el impacto de los cambios de calificación, así como los niveles de calificación general.⁵

Otros estudios examinan la relación entre las calificaciones ESG y el riesgo idiosincrático (es decir, los movimientos de precios no asociados a los movimientos generales del mercado). Varios estudios señalan que las puntuaciones ESG más altas se asocian con un menor nivel de riesgo en relación con la volatilidad de los precios de las acciones y los riesgos idiosincráticos⁶ y (en un estudio) las puntuaciones sociales (S) más altas se asociaron con una reducción del impacto de la crisis financiera mundial en los precios de los activos.⁷

Por supuesto, deben aplicarse las advertencias habituales en torno a los plazos, la causalidad y la capacidad de los estudios pasados para predecir el futuro: la guerra entre Rusia y Ucrania nos ha recordado, una vez más, que los principales acontecimientos de riesgo a menudo no se prevén y que los efectos en cadena pueden tener un gran impacto en el rendimiento relativo de las inversiones. (Los sectores de la defensa y la energía, por ejemplo, han ganado como resultado de la guerra. Dado que estos dos sectores suelen estar excluidos de las estrategias ESG, muchos han tenido un rendimiento inferior en los últimos meses).

Los riesgos de negocio se entienden por el momento menos que los riesgos financieros, pero son importantes, sobre todo para valorar cómo se están descontando en los precios de un activo. Un reciente estudio de nuestra banca de inversión sugiere que los mercados deben ver los riesgos de transición como una amenaza inmediata, y el riesgo físico como algo a largo plazo. Por ejemplo, las acciones impactadas por riesgos climáticos pueden a menudo ser impactadas de forma inmediata ante cambios en los niveles ESG de la compañía y las decisiones políticas ligadas a ESG.⁸

Figure 3: Diferentes tipos de riesgo empresarial: una clasificación aceptada



Fuente: CISL, Deutsche Bank AG. Datos a 4 de febrero de 2022.



Un enfoque diferente para evaluar el enfoque de los mercados sobre el riesgo empresarial es considerar el coste medio ponderado del capital (WACC) de una empresa. Un supuesto clave de la inversión en ESG es que las mejores puntuaciones ESG se reflejarán en un WACC más bajo (ya que los prestamistas ven menos riesgo de fracaso empresarial y, por tanto, de reembolso). Ya hay algunas pruebas de que la calificación medioambiental de una empresa influye en su WACC, pero los efectos variarán según los sectores y dependerán del nivel de divulgación de las empresas.⁹

En un futuro inmediato, los inversores pueden seguir abordando el problema del riesgo financiero a través de la aparente relación entre las puntuaciones ESG y la volatilidad del precio de las acciones. Pueden utilizarse otras medidas indirectas (por ejemplo, el precio del carbono) para evaluar el riesgo empresarial. También puede haber lugar para un mayor debate sobre la naturaleza fundamental del riesgo en este nuevo entorno, tal y como iniciaron Keynes y Knight hace casi un siglo.

b) Medir los "rendimientos del mundo real"

Los inversores deben tener en cuenta los rendimientos financieros y el riesgo, pero también querrán estar seguros de que sus inversiones en ESG están aportando una mejora material al medio ambiente o a otros aspectos deseados del mundo en que vivimos: después de todo, este es el verdadero objetivo de la inversión en ESG y lo que denominamos "rendimientos del mundo real".

El reto para una cartera es evaluar estos "rendimientos del mundo real" de forma coherente. Juzgar el impacto medioambiental (o social o de gobernanza) de una inversión individual puede ser difícil, por no hablar de la combinación óptima de ellas en una cartera. En un sistema financiero que (con razón o sin ella) debe traducir las complicadas situaciones del "mundo real" en análisis matemáticos, esto puede resultar especialmente difícil.

La cuestión de la biodiversidad, de gran importancia, es un ejemplo de las complejidades que entraña.¹⁰ Al menos seis grandes enfoques evalúan la huella de biodiversidad de las empresas de diferentes maneras. Sin embargo, pueden aparecer temas comunes, por ejemplo, el concepto de "capital natural", es decir, considerar los recursos naturales de la Tierra como un "capital social" que debemos gestionar de forma sostenible. El enfoque ENCORE (en su totalidad: explorar las oportunidades, los riesgos y la exposición del capital natural), por ejemplo, ofrece una visión de cómo las actividades económicas pueden depender de este "capital natural" o repercutir en él.

Los próximos pasos teóricos aquí, por ejemplo, podrían incluir la recompensa a las empresas que mejoren el "capital natural" y la penalización de las que lo reduzcan: podemos ver pruebas de este enfoque en el acuerdo de mayo de 2022 de los Ministros de Clima, Energía y Medio Ambiente del G7 para implementar el Sistema de Contabilidad Económica Ambiental (SEEA).

Pasar de estos útiles conceptos a una medida acordada y estandarizada del impacto de las inversiones será difícil, y por supuesto dependerá de factores externos como la mejora de nuestra comprensión de las relaciones y los procesos medioambientales. Pero una mejor medición de los "rendimientos del mundo real" puede resultar más importante

que el perfeccionamiento de las estructuras de calificación ESG más teóricas.

04 Conclusión

La inversión en ESG está entrando en una nueva fase de consolidación y reorientación. Dado que la ESG es cada vez más importante en las carteras de los inversores, todos necesitamos comprender mejor los vínculos entre la ESG, la rentabilidad de las carteras y los distintos tipos de riesgo.

El consenso sobre las calificaciones de evaluación ESG es un paso necesario y debería ayudar a proporcionar una mejor guía de la exposición de las empresas a los riesgos relacionados con ESG. Sin embargo, esta no es la única cuestión y las métricas ESG seguirán evolucionando también en muchos otros ámbitos, incluida una mejor evaluación del impacto "en el mundo real" de las inversiones ESG.

No esperamos una solución perfecta para los problemas de medición ESG. También está claro que, incluso con un mejor sistema de evaluación, los valores individuales con una alta calificación ESG pueden no ofrecer una mayor rentabilidad a corto plazo o ser inmunes a las fuertes caídas. Sin embargo, los estudios existentes ya sugieren que las estrategias ESG no tienen por qué tener un efecto perjudicial en los rendimientos a largo plazo.

A un nivel más amplio, creemos que los argumentos a favor de la inversión ESG siguen siendo convincentes y van más allá del atractivo altruista de invertir en empresas que quieren encontrar soluciones a los problemas del mundo, y no sólo ignorarlos.

Esto se debe a que el argumento altruista de la inversión ESG probablemente se vea respaldado por consideraciones prácticas de gestión de carteras. Creemos que las empresas con una estrategia ESG coherente tienen más probabilidades, en general, de ser capaces de sortear los complejos problemas medioambientales y sociales mundiales que se avecinan. Identificar y mantener este tipo de empresas también puede reducir los peligros de sincronización del mercado en torno a los cambios de cartera.

En última instancia, toda inversión es una inversión ESG, y las carteras tendrán que reflejarlo.



Bibliografía

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



Glosario

La **Directiva sobre Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD)** es una nueva legislación de la UE que refuerza y estandariza la divulgación de información sobre cuestiones ASG por parte de unas 50.000 empresas que operan en la UE.

La **inversión ASG** persigue objetivos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

La **Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)** es una autoridad independiente de la Unión Europea (UE) que contribuye a salvaguardar la estabilidad del sistema financiero de la UE mejorando la protección de los inversores y promoviendo unos mercados financieros estables y ordenados.

La **Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA)** representa a más de 600 miembros activos en los mercados internacionales de capitales y valores.

El **Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad (ISSB)** se creó en 2021 para establecer una base mundial de normas de divulgación relacionadas con la sostenibilidad que sean relevantes para los inversores y otros participantes en el mercado de capitales.

El **capital natural** se refiere a los elementos del entorno natural, incluidos activos como los bosques, el agua, las poblaciones de peces, los minerales, la biodiversidad y la tierra.

El **Sistema de Contabilidad Económica Ambiental (SEEA)** reúne la información económica y ambiental en un marco común para medir la condición del medio ambiente, la contribución del medio ambiente a la economía y el impacto de la economía en el medio ambiente.

El **Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR)** se introdujo por primera vez en 2018, obligando a las empresas a divulgar las métricas ASG tanto a nivel de entidad como de producto (por ejemplo, para las cadenas de suministro). Será sustituido por el CSRD (véase más arriba).

La **Taskforce of Climate-related Financial Disclosures (TCFD)** cuenta con 31 miembros, que representan tanto a los preparadores como a los usuarios de la información financiera.

TNFD son las siglas de **Taskforce on Nature-related Financial Disclosures**, cuyos miembros tratan de establecer y promover la adopción de un marco integrado de gestión de riesgos y divulgación para promover la coherencia mundial de los informes relacionados con la naturaleza.

El **coste medio ponderado del capital (WACC)** es el coste medio del capital de una empresa, ponderado según la proporción de los diferentes tipos de capital en su estructura de capital.



Información importante

General

El presente documento no podrá distribuirse en Canadá ni en Japón. Este documento va dirigido exclusivamente a clientes minoristas o profesionales. La comunicación del presente documento es realizada de buena fe por Deutsche Bank AG, sus sucursales (según se permita en cada jurisdicción correspondiente), sus sociedades filiales y sus directivos y empleados (colectivamente, «Deutsche Bank»). Este material se facilita con carácter informativo exclusivamente y no pretende constituir una oferta, recomendación ni propuesta de oferta para comprar o vender ninguna inversión, valor, instrumento financiero ni otro producto específico, ni para celebrar una transacción, para prestar ningún servicio de inversión o de asesoramiento sobre inversiones ni para ofrecer ningún estudio, estudio sobre inversiones o recomendación sobre inversiones en ninguna jurisdicción. Deberán revisarse íntegramente todos los materiales de la presente comunicación.es

Si un órgano judicial competente considera que alguna disposición del presente aviso legal es nula de pleno derecho, las restantes disposiciones conservarán sus plenos efectos. El presente documento se ha elaborado a modo de comentario de carácter general sobre el mercado, sin tener en cuenta las necesidades de inversión, los objetivos ni las circunstancias económicas de ningún inversor. Las inversiones pueden encontrarse sujetas a riesgos genéricos de mercado, derivados del instrumento o específicos de este, o asociados al emisor en concreto. Si dichos riesgos se materializasen, los inversores podrían incurrir en pérdidas, entre otras, por ejemplo, una pérdida total del capital invertido. El valor de las inversiones puede subir o bajar y el inversor podría no recuperar la cantidad que invirtió originalmente en cualquier momento dado. En este documento no se identifican todos los riesgos (directos o indirectos) u otros factores a tener en cuenta que podrían ser importantes para un inversor a la hora de tomar una decisión de inversión. El presente documento, así como toda la información incluida en el mismo, se facilitan «tal cual están» y «según disponibilidad». Deutsche Bank no realiza ninguna manifestación ni ofrece garantías de ningún tipo, ni expresas, ni implícitas ni legales, respecto de ninguna afirmación ni información incluida en este documento o junto con el mismo. Todas las opiniones, las cotizaciones de mercado, las estimaciones, las declaraciones sobre perspectivas de futuro, las hipótesis, los pronósticos sobre resultados u otras opiniones conducentes a las conclusiones financieras incluidas en el presente reflejan la opinión subjetiva de Deutsche Bank en la fecha de este informe. Deutsche Bank no garantiza, entre otras cosas, la precisión, suficiencia, integridad, fiabilidad, pertinencia o disponibilidad de esta comunicación ni de ninguna información del presente documento, y declina expresamente su responsabilidad por los errores u omisiones que este pueda contener. Las declaraciones sobre perspectivas de futuro implican elementos significativos de carácter subjetivo, así como análisis y cambios de estos, y la consideración de factores diferentes o adicionales podría tener una repercusión importante en los resultados indicados. Por lo tanto, los resultados reales podrían variar, tal vez de manera considerable, respecto a los resultados incluidos en el presente.

Deutsche Bank no asume ninguna obligación de actualizar la información que se incluye en el presente documento ni de informar a los inversores sobre la disponibilidad de información actualizada. La información incluida en el presente documento podría sufrir variaciones sin previo aviso y basarse en una serie de supuestos que podrían no resultar válidos y podrían ser diferentes de las conclusiones expresadas por otros departamentos de Deutsche Bank. Si bien Deutsche Bank ha recabado la información incluida en el presente documento de manera diligente y de fuentes que considera fiables, no garantiza, o no puede garantizar, la integridad, el carácter razonable ni la precisión de la misma, por lo que no debería confiarse en ella como tal. En el presente documento podrían mencionarse sitios web u otras fuentes externas para comodidad del inversor. Deutsche Bank no asume responsabilidad alguna respecto a su contenido, el cual no forma parte del presente documento. El inversor accederá a tales fuentes externas bajo su responsabilidad.

Antes de tomar una decisión de inversión, los inversores han de plantearse, con o sin ayuda de un asesor de inversiones, si cualquiera de las inversiones y estrategias descritas o facilitadas por Deutsche Bank resulta adecuada, dadas sus necesidades de inversión, objetivos y circunstancias financieras particulares y las características concretas del instrumento. Al tomar una decisión de inversión, los posibles inversores no deberían basarse en este documento sino únicamente en el contenido de los documentos de oferta finales relativos a la inversión. Como proveedor internacional de servicios financieros, Deutsche Bank se enfrenta en ocasiones a conflictos de intereses reales y potenciales. La política de Deutsche Bank es adoptar todas las medidas necesarias para mantener y aplicar mecanismos administrativos y organizativos efectivos destinados a identificarlos y gestionarlos. La dirección ejecutiva de Deutsche Bank se encarga de velar por que los sistemas, controles y procedimientos del banco sean adecuados para identificar y gestionar los conflictos de intereses.

Deutsche Bank no ofrece asesoramiento fiscal ni jurídico, tampoco en el presente documento, por lo que nada de lo incluido en el mismo debería interpretarse como un asesoramiento sobre inversiones por parte de Deutsche Bank a ninguna persona. Los inversores deben solicitar asesoramiento a sus propios expertos fiscales, abogados y asesores sobre inversiones, al considerar las inversiones y estrategias descritas por Deutsche Bank. Excepto notificación en contrario en un caso concreto, los instrumentos de inversión no están asegurados por ninguna entidad gubernamental, ni sujetos a sistemas de garantía de depósitos, y tampoco están garantizados, ni siquiera por Deutsche Bank. Queda prohibida la reproducción o distribución del presente documento sin la autorización expresa por escrito de Deutsche Bank. Deutsche Bank prohíbe expresamente la distribución y cesión de este material a terceros. Deutsche Bank no asume ninguna responsabilidad de ningún tipo derivada del uso o distribución del presente material, ni relativa a ninguna acción emprendida o decisión tomada respecto de las inversiones mencionadas en este documento que pueda haber realizado el inversor, o que pueda realizar en el futuro. Más información disponible a petición del inversor. La forma de difusión o distribución del presente documento podría estar sujeta a restricciones legales o reglamentarias en determinados países, entre otros, Estados Unidos. El presente documento no está destinado a su distribución o uso por ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de cualquier localidad, estado, país u otra jurisdicción, o que se encuentre en ellos, en los que dicha distribución, publicación, puesta a disposición o uso contravenga las disposiciones legales o reglamentarias, o que someta a Deutsche Bank a cualquier requisito de obtención de licencias o de registro en dicha jurisdicción que no se cumpla actualmente. Las personas que puedan llegar a estar en posesión del presente documento deberán informarse sobre ese tipo de restricciones y respetarlas. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de resultados futuros; nada de lo incluido en el presente constituirá ninguna manifestación, garantía ni predicción de la futura rentabilidad. Se facilitará más información a petición del inversor.



Información importante

Reino de Bahrain

Para residentes en el Reino de Baréin: Este documento no constituye una oferta de venta de valores, derivados o fondos comercializados en Baréin, ni de participación en los mismos, según el significado incluido en el Reglamento de la Agencia Monetaria de Baréin. Todas las solicitudes de inversión deberían proceder de fuera de Baréin y cualquier asignación debería realizarse fuera de ese país. El presente documento se ha elaborado con carácter informativo privado exclusivamente para los inversores a los que va destinado, que serán instituciones. No se realizará ninguna invitación para el público del Reino de Baréin y este documento no se emitirá, trasladará ni pondrá a disposición del público en general. El Banco Central (CBB) no ha revisado ni aprobado el presente documento ni tampoco la comercialización de dichos valores, derivados o fondos en el Reino de Baréin. Por lo tanto, no se podrán ofrecer ni vender los valores, derivados o fondos a residentes de ese país, salvo como lo permita su legislación. El CBB no es responsable de la rentabilidad de los valores, derivados o fondos.

Estado de Kuwait

Este documento ha sido enviado al destinatario a petición de este. Esta presentación no está destinada a la difusión general entre el público de Kuwait. Ni la Autoridad de los Mercados de Capitales de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental pertinente de este país ha otorgado licencia alguna para ofrecer las Participaciones en Kuwait. Por lo tanto, queda restringida la oferta de las Participaciones en Kuwait sobre la base de una colocación privada u oferta pública de acuerdo con el Decreto-ley nn... o 31 de 1990 y su reglamento de ejecución (según texto modificado), así como con la Ley n. o 7 de 2010 y las disposiciones legislativas secundarias de esta (según texto modificado). No se va a realizar en Kuwait ninguna oferta pública ni privada de las Participaciones, ni se formalizará en dicho país ningún acuerdo relativo a la venta de las Participaciones. No se procederá a la realización de actividades de promoción comercial, proposición ni incentívación para ofrecer o comercializar las Participaciones en Kuwait.

Emiratos Árabes Unidos

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) (inscrita con el número de registro 00045) está regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del DIFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la DFSA. Lugar de establecimiento principal en el DIFC: Centro Financiero Internacional de Dubái, The Gate Village, Edificio 5, Apdo. 504902, Dubái (E.A.U.) Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados solo se encuentran a disposición de Clientes profesionales, según la definición de este término que realiza la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái.

Estado de Qatar

Deutsche Bank AG en el Centro Financiero de Catar (QFC, por sus siglas en inglés) (inscrita con el número de registro 00032) está regulada por la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar (QFSA, por sus siglas en inglés). Deutsche Bank AG -Sucursal del QFC solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la QFSA. Lugar de establecimiento principal en el QFC: Centro Financiero de Catar, Tower, West Bay, Piso 5, Apdo. 14928, Doha (Catar). Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG. Los servicios o productos financieros relacionados solo se encuentran a disposición de Clientes empresariales, según la definición de este término que realiza la Autoridad Reguladora del Centro Financiero de Catar.

Reino de Bélgica

Este documento ha sido distribuido en Bélgica por Deutsche Bank AG, a través de su sucursal en Bruselas. Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, y dispone de licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros, sujeta a la supervisión y el control del Banco Central Europeo («BCE») y de la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»). Deutsche Bank AG, sucursal en Bruselas, tiene su domicilio social en Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruselas y está inscrita en el Registro Mercantil (RPM) de Bruselas con el CIF BE 0418.371.094. Para obtener más información, puede solicitarse o bien consultarse en www.deutschebank.be.

Reino de Arabia Saudita

Deutsche Securities Saudi Arabia Company (inscrita con el número 07073-37) está regulada por la Autoridad de los Mercados de Capitales (CMA). Deutsche Securities Saudi Arabia solo puede llevar a cabo las actividades de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia de la CMA. Lugar de establecimiento principal en Arabia Saudita: King Fahad Road, distrito de Al Olaya, Apdo. 301809, Faisaliah Tower, 17º piso, 11372 Riyadh (Arabia Saudita).

Reino Unido

En el Reino Unido («Reino Unido»), esta publicación se considera una promoción financiera y ha sido aprobada por DB UK Bank Limited en nombre de todas las entidades que operan bajo la denominación Deutsche Bank Wealth Management en el Reino Unido. Deutsche Bank Wealth Management es la denominación comercial de DB UK Bank Limited. Inscrita en el Registro Mercantil de Inglaterra y Gales (n. o 00315841). Domicilio social: 23 Great Winchester Street, EC2P 2AX Londres (Reino Unido). DB UK Bank Limited es una entidad autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority y su número de inscripción en el Registro de Servicios Financieros es el 140848. Deutsche Bank se reserva el derecho de distribuir esta publicación a través de cualquiera de sus filiales en el Reino Unido. En cualquier caso, esta publicación se considerará una promoción financiera y habrá sido aprobada por las filiales autorizadas por el regulador pertinente del Reino Unido (si una filial no dispusiera de tal autorización, esta publicación habrá sido aprobada por otro miembro británico del grupo Deutsche Bank Wealth Management que disponga de la autorización necesaria para ello).



Información importante

Hong Kong

El presente documento y su contenido se facilitan únicamente a título informativo. Nada de lo incluido en este documento pretende constituir una oferta de inversión ni una propuesta ni recomendación para comprar o vender una inversión y, por lo tanto, no debería interpretarse como tal. En la medida en que el presente documento haga referencia a cualquier oportunidad de inversión específica, téngase en cuenta que no se ha revisado su contenido. El contenido del presente documento no ha sido revisado por ninguna autoridad reguladora de Hong Kong. Se aconseja a los inversores que actúen con cautela en relación con las inversiones incluidas en el presente. Si el inversor tiene alguna duda sobre cualquier contenido del presente documento, debería solicitar asesoramiento profesional independiente. Este documento no ha sido aprobado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong ni se ha presentado ninguna copia del mismo ante el Registro Mercantil de Hong Kong y, por lo tanto, (a) las inversiones (a excepción de aquellas que sean un «producto estructurado», según la definición de ese término que recoge la Ordenanza sobre Valores y Futuros (Cap. 571 de las Leyes de Hong Kong) [la «SFO», por sus siglas en inglés]) no podrán ofrecerse ni venderse en Hong Kong por medio de este documento ni de ningún otro documento excepto a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de dicha ley, o en otras circunstancias que no den lugar a que el documento sea un «folleto», según la definición que recoge la Ordenanza sobre sociedades (Disolución y disposiciones varias) (Cap. 32 de las Leyes de Hong Kong) («CO») o que no constituyan una oferta al público según el significado que recoge la CO y (b) ninguna persona emitirá ni poseerá a efectos de emisión, ni en Hong Kong ni en otro lugar, ningún anuncio, invitación ni documento relativo a las inversiones dirigido al público de Hong Kong o a cuyo contenido pueda acceder el público (excepto cuando lo permitan las leyes sobre valores de Hong Kong), salvo con respecto a las inversiones que se comuniquen o estén destinadas a comunicarse exclusivamente a personas fuera de Hong Kong o solo a «inversores profesionales», según el significado que recoge la SFO y cualquier norma promulgada en virtud de ella..

Singapur

El contenido del presente documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur («MAS», por sus siglas en inglés). Las inversiones mencionadas en el presente no están destinadas al público ni a ningún miembro del público de Singapur salvo (i) a un inversor institucional en virtud del Artículo 274 o 304 de la Ley de Valores y Futuros (Cap. 289) (la «SFA», por sus siglas en inglés), según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (ii) a la persona pertinente (que incluye un Inversor acreditado) en virtud del Artículo 275 o 305 y de acuerdo con otras condiciones especificadas en el Artículo 275 o 305 respectivamente de la SFA, según proceda (como pueda modificarse, completarse y/o sustituirse dicho Artículo de la SFA con el paso del tiempo), (iii) a un inversor institucional, un inversor acreditado, un inversor experto o un inversor extranjero (cada uno de estos términos según la definición que recoge el Reglamento para asesores financieros) («FAR», por sus siglas en inglés) (como pueda modificarse, completarse y/o reemplazarse dicha definición con el paso del tiempo) o (iv) de otro modo en virtud de, y conforme a, las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. El aviso legal para Estados Unidos se registrará por las leyes del Estado de Delaware y se interpretará de acuerdo a estas, independientemente de cualquier disposición relativa a conflictos de derecho que imponga la aplicación de las leyes de otro fuero.

Estados Unidos

En los Estados Unidos, los servicios de corretaje se ofrecen a través de Deutsche Bank Securities Inc., un corredor de bolsa y asesor de inversiones registrado, que realiza actividades de valores en los Estados Unidos. Deutsche Bank Securities Inc. es miembro de FINRA, NYSE y SIPC. Los servicios bancarios y crediticios se ofrecen a través de Deutsche Bank Trust Company Americas, miembro de la FDIC, y otros miembros del Deutsche Bank Group. Con respecto a los Estados Unidos, véanse las declaraciones anteriores realizadas en este documento. Deutsche Bank no se responsabiliza ni garantiza que la información contenida en este documento sea apropiada o esté disponible para su uso en países fuera de los Estados Unidos, o que los servicios descritos en este documento estén disponibles o sean adecuados para la venta o el uso en todas las jurisdicciones o por todas las contrapartes. A menos que esté registrado, con una licencia que pueda permitirse de acuerdo con la ley aplicable, ninguno de Deutsche Bank o sus afiliados ofrece ningún servicio en los Estados Unidos o que esté diseñado para atraer a personas estadounidenses (tal como se define dicho término en la Regulación S de los Estados Unidos). State Securities Act of 1933, según enmendada). Este descargo de responsabilidad específico de los Estados Unidos se registrará e interpretará de acuerdo con las leyes del estado de Delaware, sin tener en cuenta las disposiciones sobre conflictos de leyes que obligarían a aplicar la ley de otra jurisdicción.

Alemania

Este documento ha sido elaborado por Deutsche Bank Wealth Management, a través de Deutsche Bank AG, y no ha sido presentado ante la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) ni aprobado por esta. Respecto de determinadas inversiones mencionadas en este documento, podrían haberse publicado folletos aprobados por las autoridades competentes. Los inversores deberán basar su decisión de inversión en dichos folletos aprobados, incluidos sus posibles suplementos. Por otra parte, este documento no constituye un análisis financiero según el significado de dicho término que recoge la Ley alemana de negociación de valores (Wertpapierhandelsgesetz) y por lo tanto, no ha de ajustarse a los requisitos legales impuestos a los análisis financieros. Deutsche Bank AG es una sociedad por acciones («Aktiengesellschaft») constituida en virtud de las leyes de la República Federal de Alemania, con domicilio principal en Frankfurt am Main. Está inscrita en el registro del tribunal de distrito («Amtsgericht») de Frankfurt am Main con el n.º HRB 30 000 y posee licencia para realizar actividades bancarias y prestar servicios financieros. Autoridades de control: El Banco Central Europeo («BCE»), con domicilio en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania), y la Autoridad Federal Alemana de Control Financiero («Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht» o «BaFin»), sita en Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn y Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Alemania).



Información importante

India

Las inversiones mencionadas en el presente documento no se ofrecen al público indio para su venta ni para su suscripción. Este documento no ha sido registrado ni aprobado por el Consejo de Valores y Bolsa de la India, el Banco de la Reserva de la India o cualquier otra autoridad reglamentaria o gubernamental de la India. Este documento no es un «folleto» según la definición que recogen las disposiciones de la Ley de sociedades de 2013 (18 de 2013) y, por lo tanto, no debería considerarse como tal. Tampoco se presentará ante ninguna autoridad reguladora de la India. En virtud de la Ley de gestión de bolsas extranjeras de 1999 y de la normativa promulgada en virtud de la misma, todo inversor residente en la India podría estar obligado a obtener un permiso previo especial del Banco de la Reserva de la India antes de efectuar inversiones fuera de la India, lo que incluye toda inversión mencionada en el presente documento.

Italia

Este informe es distribuido en Italia por Deutsche Bank S.p.A., un banco constituido y registrado en virtud de la legislación italiana, sujeto a la supervisión y el control de Banca d'Italia y CONSOB.

Luxemburgo

This report is distributed in Luxembourg by Deutsche Bank Luxembourg S.A., a bank incorporated and registered under Luxembourg law subject to the supervision and control of the Commission de Surveillance du Secteur Financier.

España

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española es una institución de crédito regulada por el Banco de España y la CNMV, e inscrita en sus respectivos Registros Oficiales con el código 019. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El establecimiento principal en España se encuentra sito en Paseo de la Castellana número 18, 28046 – Madrid. Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española.

Portugal

Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal es una institución de crédito regulada por el Banco de Portugal y la Comisión de Valores Portuguesa (la «CMVM»), registrada con los números 43 y 349 respectivamente y con número de inscripción en el Registro Mercantil 980459079. Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal solo puede llevar a cabo las actividades bancarias y de servicios financieros que se encuadran dentro del alcance de su actual licencia. El domicilio social se encuentra sito en Rua Castilho, 20, 1250-069 Lisboa (Portugal). Esta información ha sido distribuida por Deutsche Bank AG, Sucursal de Portugal.

Austria

Este documento es distribuido por Deutsche Bank Österreich AG, con domicilio social en Viena (República de Austria), inscrita en el Registro Mercantil del Tribunal Mercantil de Viena con el número FN 140266z. Está supervisada por la Autoridad Austríaca de Mercados Financieros (Finanzmarktaufsicht o FMA), sita en Otto-Wagner Platz 5, 1090 Viena y (como entidad del grupo Deutsche Bank AG) por el Banco Central Europeo («BCE»), sito en Sonnemannstrasse 22, 60314 Frankfurt am Main (Alemania). Este documento no ha sido presentado ante ninguna de las autoridades de control antes mencionadas ni ha sido aprobado por ellas. Respecto de determinadas inversiones mencionadas en este documento, pueden haberse publicado folletos. En tal caso, las decisiones de inversión deberían basarse exclusivamente en los folletos publicados, incluidos sus posibles suplementos. Solo dichos documentos tienen carácter vinculante. Este documento constituye material de promoción comercial que se facilita exclusivamente con carácter informativo y publicitario, y no es el resultado de ningún análisis ni estudio financiero.

Holanda

Este documento es distribuido por Deutsche Bank AG, Sucursal de Ámsterdam, con domicilio social en De entre 195 (1101 HE) en Ámsterdam, Países Bajos, y registrado en el registro de comercio de los Países Bajos con el número 33304583 y en el registro en el sentido de la Sección 1: 107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos (Wet op het financieel toezicht). Este registro se puede consultar a través de www.dnb.nl.