

Focus

BTP Più: cedole crescenti e possibilità di rimborso

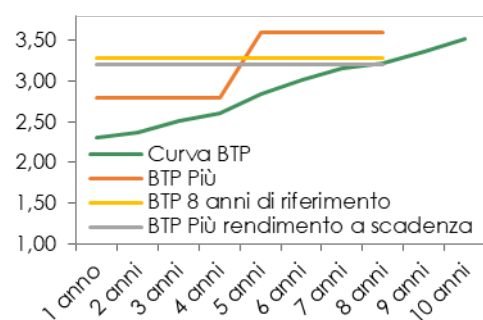
Il Tesoro ha lanciato oggi il nuovo BTP Più, titolo di Stato destinato solo ai risparmiatori individuali, nominale a tasso fisso con durata 8 anni (scadenza 25.02.2033), una struttura a tassi crescenti (rispettivamente 2,80% per i primi quattro anni e 3,60% per gli ultimi quattro) e una distribuzione trimestrale delle cedole. Rispetto alle precedenti emissioni di titoli dedicati alla clientela retail, manca il premio fedeltà ma viene aggiunta un'opzione di rimborso anticipato alla pari allo scadere del 4° anno, riservata solo a chi acquista il titolo in collocamento. Il rendimento medio è pari circa a 3,20%, a fronte di un tasso sul titolo di riferimento a 8 anni del 3,27% alla chiusura venerdì 14 febbraio. Pertanto, il BTP Più offre un rendimento equiparabile a quello di un titolo semplice a 8 anni, ma con l'opzione di vendita: è questa la prospettiva con cui, a nostro avviso, si deve valutare l'opportunità di detenerlo in portafoglio, considerando che concede un'efficace protezione se tra quattro anni i rendimenti si rivelassero superiori a quelli attuali.

Il BTP Più in emissione è un titolo di Stato nominale facente parte della famiglia del BTP Valore e ha una durata complessiva di 8 anni. Le cedole, ovvero gli interessi pagati su base trimestrale, sono caratterizzate da un meccanismo di rendimenti crescenti nel tempo, grazie al sistema cosiddetto step-up, che prevede due fasi di quattro anni ciascuna: nella prima il rendimento annuo sarà del 2,80%, nella seconda del 3,60%. La caratteristica distintiva di questo titolo è la possibilità di rimborso anticipato al termine del 4° anno, a valore pari (100), mentre non è previsto un premio fedeltà per chi lo detiene fino a scadenza.

Il periodo di distribuzione si sviluppa in un'unica fase su 5 giorni, dal 17 al 21 febbraio 2025, con taglio minimo di 1.000 euro e un prezzo pari a 100. Il collocamento non prevede riparto né tetto massimo, assicurando la completa soddisfazione degli ordini, salvo facoltà da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze di chiudere anticipatamente l'emissione (comunque non prima di mercoledì 19 febbraio).

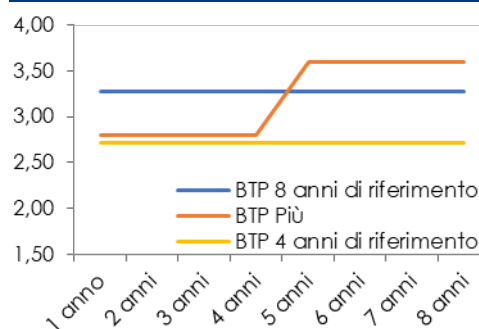
Date le cedole minime comunicate venerdì 14 febbraio, il rendimento medio minimo su 8 anni è 3,20% (leggermente inferiore se attualizzato), a fronte di un rendimento per il BTP nominale di riferimento su pari scadenza del 3,27% alla chiusura dello stesso giorno. Invece, il rendimento dei primi quattro anni è del 2,80%, circa una decina di punti base superiore rispetto a quello del titolo a 4 anni di riferimento. Alla luce di queste caratteristiche, è essenziale, per una valutazione complessiva del BTP Più, considerare la possibilità di rimborso anticipato. Di fatto, il titolo offre un rendimento equiparabile a quello di un titolo semplice a 8 anni, ma con l'opzione di vendita: è questa la prospettiva con cui, a nostro avviso, si deve valutare l'opportunità di detenerlo in portafoglio, considerando che assicura un'efficace protezione se tra 4 anni i rendimenti si rivelassero superiori a quelli attuali.

Flusso cedolare a scalini, rendimento medio a scadenza del BTP Più e rendimento attuale del BTP 5,75% febbraio 2033 di riferimento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti minimi garantiti e nominali di riferimento a 4 e 8 anni



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

17 febbraio 2025 - 09:40 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Fulvia Riso

Analista Finanziario

17 febbraio 2025 - 09:45 CET

Data e ora di circolazione

BTP Più: il possibile rimborso anticipato è la novità

Il Tesoro ha lanciato l'emissione di un nuovo titolo, il BTP Più, della famiglia del BTP Valore. La caratteristica distintiva di questi bond è di essere destinati ai risparmiatori privati in un'ottica di acquisto in collocamento, offrendo un "vantaggio" rispetto a chi comprerà il titolo sul mercato secondario. Anche per il BTP Più, l'obiettivo del Tesoro è incrementare la quota di debito pubblico in mano a creditori poco influenzabili dalle oscillazioni di mercato di breve periodo, come i piccoli risparmiatori privati, destinatari esclusivi, come già indicato, della nuova tipologia di obbligazioni. Più in generale, il BTP Più si inserisce nella strategia del Tesoro di ampliare e diversificare il panorama dei detentori del debito italiano.

Le caratteristiche del BTP Più in collocamento sono:

- durata 8 anni;
- cedole pagate ogni 3 mesi, con rendimenti prefissati crescenti nel tempo secondo il cosiddetto meccanismo step-up di 4+4 anni, ossia con due fasi ciascuna di quattro anni e cedola più alta nella seconda fase rispetto alla prima;
- opzione di rimborso anticipato alla pari (100) allo scadere del 4° anno;
- garanzia di veder soddisfatta l'intera domanda;
- taglio minimo acquistabile pari a 1.000 euro;
- come per tutti i titoli di Stato, tassazione agevolata al 12,5% ed esenzione dalle imposte di successione;
- capitale garantito a scadenza;
- investimento non vincolato nel tempo;
- nessuna commissione per i piccoli risparmiatori che acquistano nei giorni di collocamento.

BTP Più: la scelta di offrire l'opzione di rimborso anticipato, in alternativa al premio fedeltà, e le analogie e differenze con gli altri titoli dedicati alla clientela retail

Il BTP Valore condivide con i precedenti BTP Italia e BTP Futura il coinvolgimento diretto della clientela retail nel collocamento e la presenza di un "vantaggio" dedicato a questa tipologia di investitori, laddove sottoscrivano il titolo in emissione. Nel caso del BTP Più, questo vantaggio non si concretizza nel premio fedeltà (ossia in una percentuale certa del capitale investito pagata alla scadenza) ma in un'opzione, che il risparmiatore può decidere se esercitare o meno. L'opzione assicura al risparmiatore la possibilità di farsi rimborsare il titolo alla pari (ossia a 100, lo stesso valore a cui lo ha comprato) dopo quattro anni, nonostante la durata complessiva sia di otto anni. Rappresenta, in altri termini, una possibilità che il Tesoro offre all'investitore di riavere il capitale investito, dopo quattro anni, in caso di salita dei rendimenti di mercato (e quindi di discesa del prezzo sotto la pari). Presumibilmente, sarà esercitata se i rendimenti di mercato sulla scadenza a 4 anni saranno, tra quattro anni, più alti di quelli attuali (circa il 2,70%). Il titolo prevede, oltre all'opzione, anche un meccanismo a step-up, con uno scalino piuttosto elevato (il rendimento annuo è infatti 2,80% per i primi quattro anni e 3,60% per gli ultimi quattro), per invogliare i risparmiatori a detenere il BTP Più per tutta la sua durata, nonostante l'assenza del premio fedeltà finale. La differenza sostanziale tra il BTP Più (e i precedenti BTP Valore) e le altre due tipologie di titoli (BTP Italia e Futura) è che, nel primo caso, la valutazione del titolo non ha nulla di aleatorio. Per il BTP Italia, trattandosi di un bond indicizzato all'inflazione, il flusso cedolare dipende invece dal tasso di crescita dei prezzi effettivamente realizzato nel corso della vita del titolo. Per il BTP Futura è il premio fedeltà (e quindi il rendimento che questo offre) a basarsi sulla crescita nominale italiana durante la vita del titolo. Pertanto, in entrambi i casi, le valutazioni di opportunità all'emissione rispetto alle altre tipologie di debito si basano non solo sul livello

corrente dei tassi, ma anche sulle previsioni d'inflazione futura per l'uno e di crescita nominale del PIL per l'altro.

I dettagli del collocamento

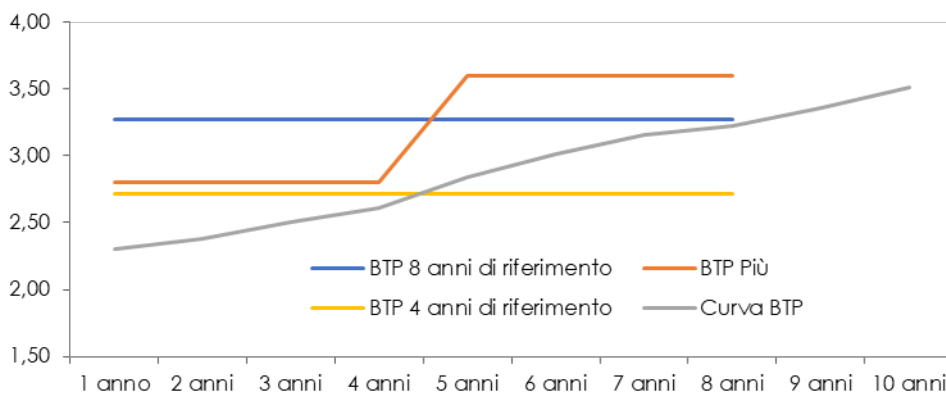
La presente emissione del BTP Più si tiene dal 17 al 21 febbraio 2025 attraverso il MOT, il mercato regolamentato elettronico gestito da Borsa Italiana. Il periodo di distribuzione si sviluppa in un'unica fase su 5 giorni, durante i quali le banche aderenti al MOT inoltrano gli ordini, con taglio minimo di negoziazione di 1.000 euro, ad un prezzo fisso pari a 100. Le proposte di acquisto di titoli immesse sul MOT saranno soddisfatte per l'intero importo, salvo facoltà da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze di chiudere anticipatamente l'emissione. L'eventuale chiusura anticipata non potrà comunque avvenire prima della conclusione della giornata di mercoledì 19 febbraio.

Cedole a scalini e opzione di rimborso anticipato: non solo il rendimento medio alla base di un confronto con i tassi di mercato

Secondo quanto annunciato dal Tesoro venerdì 14 febbraio, le cedole del BTP Più saranno calcolate su un tasso minimo del 2,80% per i primi quattro anni di vita del titolo e del 3,60% per gli ultimi quattro.

Semplificando, una prima valutazione del titolo, data la struttura finanziaria, si deve basare sia sul rendimento medio confrontato con un BTP semplice a 8 anni sia, per chi acquista in collocamento, sul tasso garantito nei primi quattro anni confrontato con quello di un BTP semplice a 4 anni.

Tassi a confronto: la struttura a step-up del BTP Più e la curva dei rendimenti dei BTP nominali



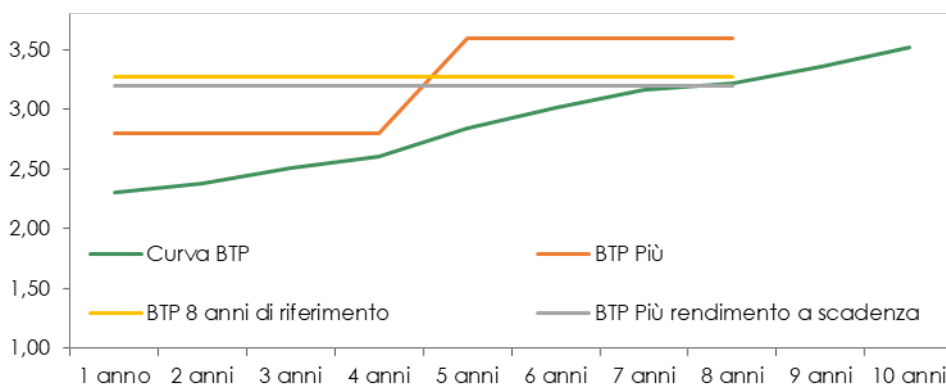
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il rendimento a scadenza (riferendosi a quella degli 8 anni) del BTP Più è dato dal valore cumulato delle cedole percepite in quell'arco di tempo: quindi sia di quelle dei primi quattro anni, sia delle cedole più alte dei successivi quattro. La struttura del BTP Più implica, pertanto, un rendimento medio sugli otto anni del 3,20% (leggermente inferiore se attualizzato). Il titolo di riferimento per la valutazione del BTP Più è il BTP 5,75% febbraio 2033, scambiato alla chiusura di venerdì 14 febbraio al 3,27% in termini di rendimento. Si nota, pertanto, che la prima differenza rispetto alle emissioni precedenti di titoli dedicati alla clientela retail è che, alle chiusure del 14 febbraio 2025, il BTP Più non offre un extra-rendimento rispetto al nominale di riferimento. Questa scelta si spiega con l'anticipo del "vantaggio", che viene offerto agli investitori retail al termine della prima finestra temporale (quattro anni) e non più alla scadenza. L'opzione sarà esercitata se il rendimento di mercato sulla scadenza a 4 anni sarà, tra quattro anni, superiore al 2,80%. Infatti, ad un rendimento maggiore corrisponde un prezzo più basso: il prezzo di mercato del titolo sarà pertanto, nel caso ipotizzato, inferiore a 100, rendendo in prima approssimazione conveniente

chiederne il rimborso. Esercitando questo diritto alla fine del quarto anno, si saranno incamerate anche le prime cedole, al rendimento annuo del 2,80%. Quest'ultimo si può confrontare con il rendimento di un BTP a 4 anni che, ad oggi, rende il 2,72%. A parità di altre condizioni, pertanto, il BTP Più appare solo marginalmente più conveniente di un investimento in un BTP nominale corrispondente. L'elemento di opzionalità che è stato inserito nella struttura rende d'altra parte necessario completare queste prime valutazioni relative di rendimento a scadenza rispetto ai nominali corrispondenti, con una visione sulle prospettive dei tassi di mercato nel medio periodo, oltre che con le caratteristiche di liquidità e scambiabilità del titolo.

Quanto a quest'ultimo tema, la possibilità del rimborso dopo quattro anni potrebbe essere attraente e compensare l'allungamento della durata del titolo. L'opzione di vendita implicita nella struttura (che, come già indicato, permette di farsi rimborsare a 100 il titolo dopo quattro anni a chi lo acquista in sottoscrizione), da una parte, a parità di altre condizioni, rende più conveniente acquistare il titolo in collocamento e non sul mercato secondario; dall'altra, potrebbe rendere il BTP Più, nei primi quattro anni di vita, finanziariamente più complicato da valutare rispetto ai precedenti BTP Valore.

BTP Più: rendimento a scalini, rendimento medio e curva dei rendimenti domestica



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per quanto riguarda lo scenario del mercato nel breve-medio periodo, riteniamo che i temi chiave saranno due: il punto di arrivo dei tagli dei tassi BCE e l'effettiva ripresa della crescita nella seconda parte del 2025. Le nostre previsioni puntano ad altre tre riduzioni da parte della BCE entro la prima metà dell'anno, con un tasso terminale al 2%, e risultano quasi in linea con le aspettative del mercato, che vedono un allentamento complessivo per il 2025 di 75pb, con un terzo taglio spostato in autunno. A fronte di queste attese di mercato in termini di politica monetaria e tassi a brevissimo termine, riteniamo che, lungo la curva del mercato tedesco di riferimento, il rendimento a due anni potrebbe fermarsi intorno al 2% fino a fine anno, mentre quello decennale - dopo una fase di stabilizzazione intorno al 2,40% nei prossimi mesi - potrebbe risalire verso il 2,80% in dicembre. I BTP dovrebbero esprimere delle dinamiche strettamente correlate a quelle dei titoli tedeschi, con gli spread stabili a circa 20pb sul 2 anni e a 100/110pb sul 10 anni e, quindi, rendimenti rispettivamente in area 2,20% e 3,90% a fine anno. Le prospettive di mercato su un orizzonte temporale di circa un anno risultano, pertanto, non particolarmente attrattive: un eventuale aumento dei rendimenti sulle scadenze più lunghe potrebbe infatti pesare sulla performance del titolo nel periodo corrispondente, nonostante il flusso cedolare resti comunque interessante. Lo scenario rende dunque importanti, per il BTP Più, sia le valutazioni in termini relativi rispetto ai BTP di riferimento, che la facoltà di scegliere tra l'opzione di esercitare la vendita dopo quattro anni e la possibilità di detenere il titolo fino a scadenza. Ciò rende appetibile il titolo, in particolare, in un'ottica di aumento dei rendimenti di mercato nei prossimi quattro anni.

Conclusioni

L'emissione del BTP Più, che prende il via oggi (17 febbraio), è una struttura a step-up di durata di 8 anni, che presenta caratteristiche non aleatorie e finanziariamente più semplici e di più immediata valutazione rispetto al BTP Italia e al BTP Futura: questi ultimi implicano infatti la formulazione di previsioni circa l'inflazione attesa, per il primo, e il PIL nominale atteso, per il secondo. D'altra parte, il BTP Più prevede un elemento di opzionalità che lo differenzia dai precedenti BTP Valore. Rispetto a questi, infatti, non offre il premio fedeltà ma permette a chi lo compra all'emissione di poter ottenere un rimborso alla pari dopo quattro anni, di fatto proteggendo l'investimento da un eventuale rialzo dei rendimenti di mercato su un arco temporale dimezzato rispetto alla durata complessiva del titolo, che è stata allungata a otto anni.

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 07.02.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'/Gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.
4. L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi