

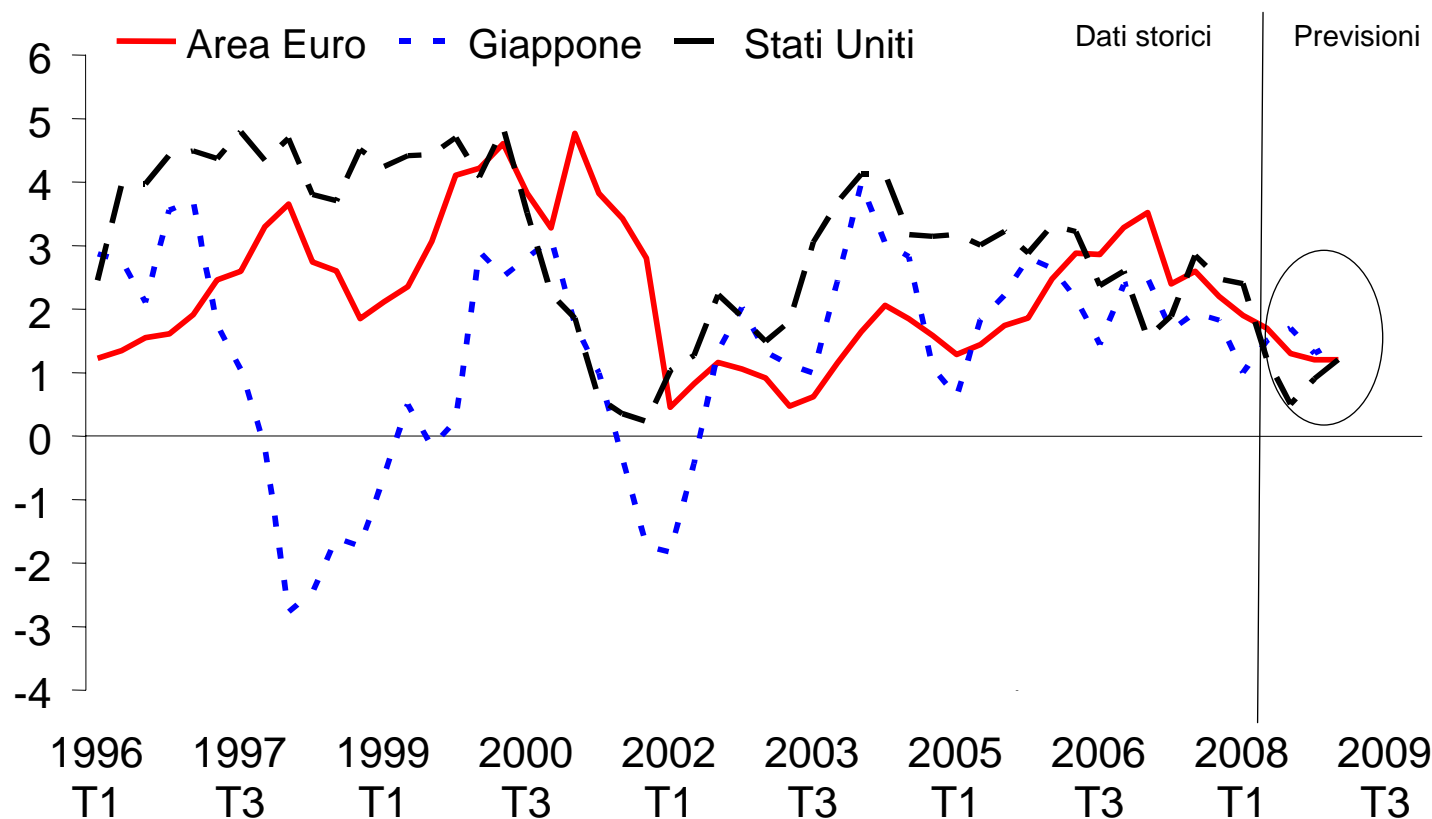


Prezzi delle materie prime: fine di una bolla?

Ufficio Studi e Ricerche – Ufficio Retail Research

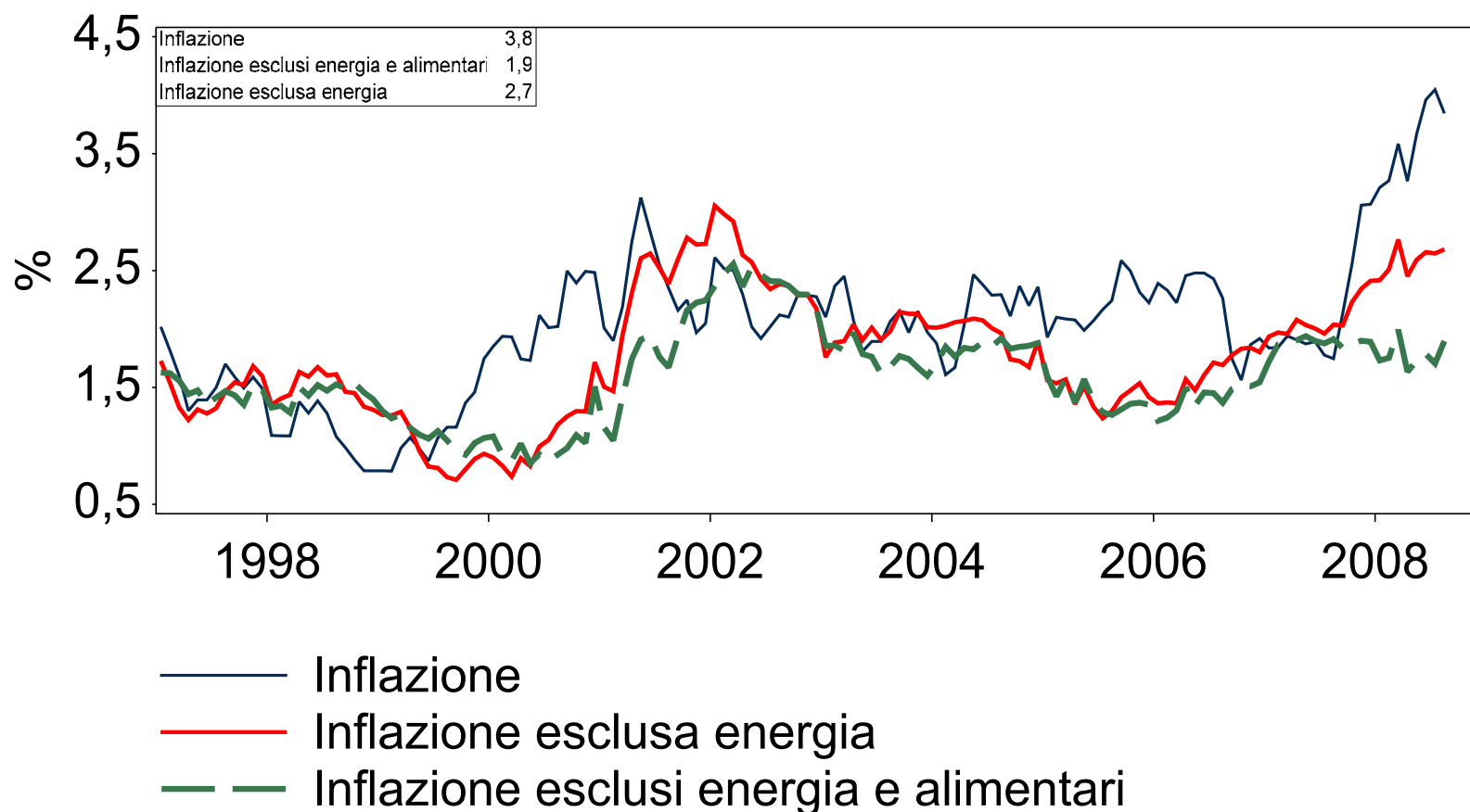
Lo Scenario Macroeconomico.

La crescita economica dei principali Paesi.



- Crescita economica 2008 all'1,8% per Stati Uniti, all'1,2% in Area Euro e all'1,1% in Giappone, mentre il 2009 vedrà all'0,8% gli Stati Uniti, all'0,7% l'Area Euro e all'1,1% il Giappone

L'andamento dell'inflazione in Area Euro.



Fonte: Reuters EcoWin

- L'inflazione rimarrà elevata nei prossimi mesi (sopra il 3% in Europa, sopra il 4% negli USA), per effetto del forte aumento registrato dai prezzi delle materie prime. Nel 2009 è tuttavia attesa una discesa al 2,5 per entrambe le aree.

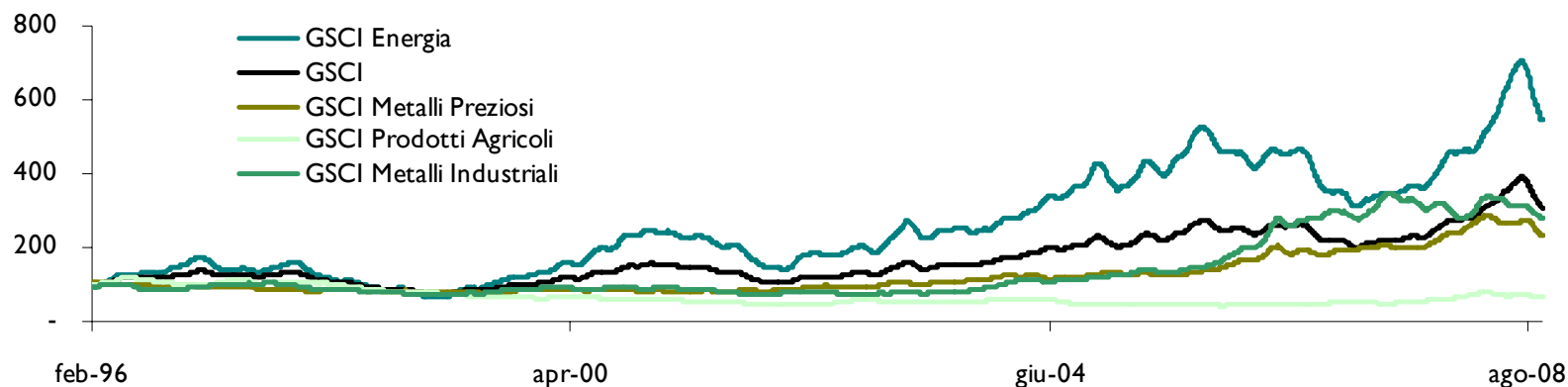
I passaggi della crisi finanziaria americana.

- Il salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac da parte del Tesoro americano prevede l'acquisto fino a \$100 Mld di azioni privilegiate di ognuna delle due società e una linea di credito con ammontare illimitato fino alla fine del 2009.
- Lehman Brothers annuncia che ricorrerà al Chapter 11 mentre Bank of America compra Merrill Lynch per \$50 Mld.
- Il governo concede un prestito di \$85 Mld di dollari ad AIG avrà una quota del 79,9% della società. A garanzia del prestito ci sono tutti gli assets di AIG e delle società controllate.
- Viene presentato al Congresso il piano per risollevare il sistema finanziario americano, delineando un ruolo di primo piano per il Tesoro. L'ammontare di risorse richieste è di \$700 Mld miliardi di dollari, escluse le risorse per garantire i fondi monetari.
- La Fed autorizza Goldman Sachs e Morgan Stanley a diventare banche "commerciali" regolate dalla stessa Istituzione.

Introduzione alle commodity.

- Le commodity non sono solo **beni di investimento**, ma sono anche **beni di consumo** il cui valore dipende dalla domanda, dall'offerta e dalle riserve disponibili.
- **Il forte rally di lungo termine** delle commodity è stato sostenuto dalla elevata domanda da parte di aree emergenti, come Cina e India, ma anche da Stati Uniti. Il forte rallentamento della domanda in arrivo dai paesi industrializzati, come Europa ed USA, e una moderazione della richiesta da parte della Cina (PIL in rallentamento e fine dell'effetto 'Olimpiadi') hanno consentito un ritracciamento delle commodity nel 3° trimestre 2008.
- Dopo una partenza molto forte, nel 2008 è emersa **una fase di turbolenza ed elevata volatilità** riconducibile alla crisi del settore finanziario USA che ha introdotto elementi di incertezza sulla situazione economica internazionale.

Forte performance storica dei mercati delle commodity.



- Il GSCI (Goldman Sachs Commodity Index) è un indice dei prezzi delle materie prime (basket di 24 commodity) ed ha realizzato un CAGR a 10 anni (misura annuale della performance a 10 anni) pari a +13,1%. L'indice si compone di 4 principali comparti:
 - Energia: CAGR a 10 anni +19,0%
 - Metalli industriali: CAGR a 10 anni +13,4%
 - Metalli preziosi: CAGR a 10 anni +12,0%
 - Prodotti Agricoli: CAGR a 10 anni -2,4%

Forte performance storica dei mercati delle commodity.

- Le commodity, a differenza di azioni e obbligazioni, non sono solo beni di investimento, ma sono assimilabili a beni di consumo il cui valore dipende dalla domanda, dall'offerta e dalle riserve disponibili.
- Il lungo trend positivo è stato favorito da:
 - Forte crescita della domanda (Cina e India).
 - Minore dinamica di crescita dell'offerta per le difficoltà ad investire (concessioni minerario/estrattive o ridotta disponibilità terreni da coltivare).
 - Debolezza del dollaro, valuta in cui sono denominate i futures sulle commodity.

Maggiore incertezza e volatilità nel 2008.

Indici GSCI nel 2008

	Valore Indice	Data Valore Max.	calo % dai Max.	Performance (%) 2008	CAGR (10 anni)	CAGR (5 anni)
GSCI	8.149,16	03/07/08	-25.2%	9.1%	13.1%	15.5%
Energia	2.198,22	03/07/08	-27.6%	14.6%	19.0%	18.4%
Metalli Preziosi	1.188,09	17/03/08	-13.5%	4.8%	12.0%	17.7%
Prodotti Agricoli	770,13	25/04/96	-50.5%	-7.6%	-2.4%	2.9%
Metalli Industriali	1.808,46	07/05/07	-25.2%	-1.5%	13.4%	26.2%

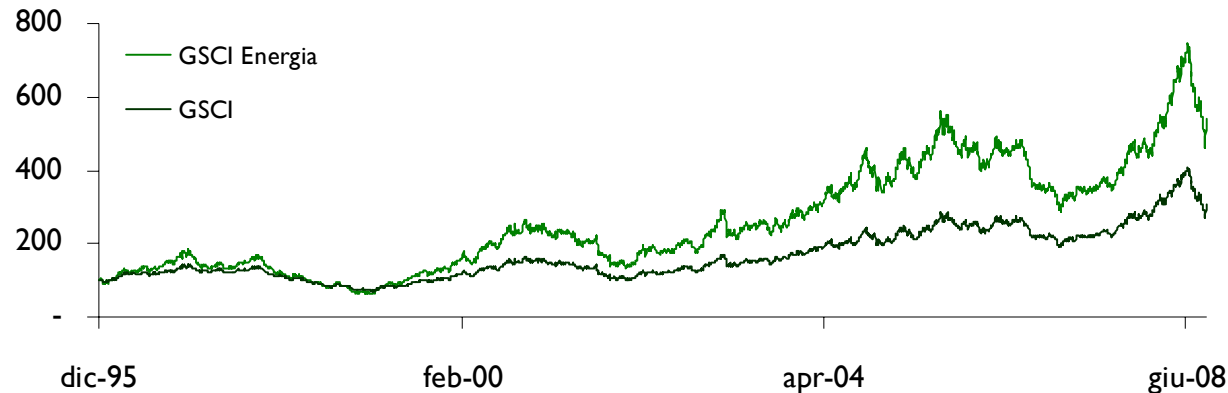
- Nella seconda metà del 2008 è iniziata una fase di profit taking che ha interrotto il forte trend di lungo termine a causa di:
 - Forte presenza di posizioni speculative per l'aumento dei flussi d'investimento verso le commodity che ne hanno accentuato la volatilità.
 - Numerose incertezze sullo scenario internazionale oltre al conclamato rallentamento economico negli Stati Uniti e in Europa.
 - Aggravio della crisi del settore finanziario USA.
 - Recupero parziale del dollaro, subito perso negli ultimi giorni.

Il quadro macroeconomico e fondamentale non sembra favorire le commodity.

- Il quadro macroeconomico attuale caratterizzato
 - Attese di tassi di interesse fermi per le banche centrali di Europa e Stati Uniti e crisi economica duratura, almeno fino al 2009.
 - Crescita globale in deciso rallentamento guidata da Stati Uniti ed Europa. Anche la stima di crescita del PIL della Cina è in calo, circa l'8,0% per il 2008.
 - Gli Stati Uniti stanno attraversando una fase di crisi di ciclo economico e finanziaria.
 - Attesa di rallentamento della domanda anche da parte delle economie emergenti.
 - Perdura la rigidità dal lato dell'offerta e si registra un certo surplus produttivo in alcuni comparti.

Energia: il petrolio è lontano dai massimi.

GSCI e GSCI Energia

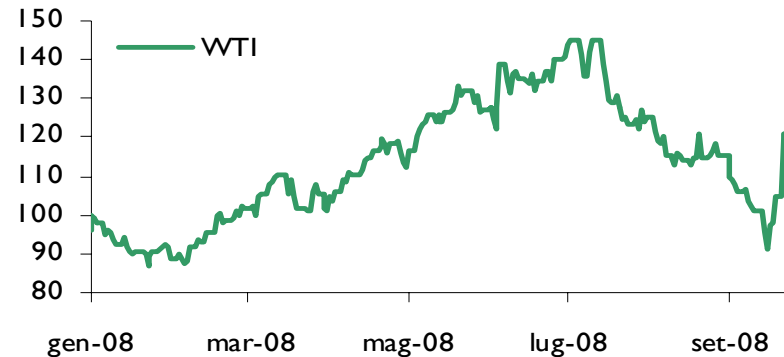


- La crescita del prezzo del petrolio è stata sostenuta dalla domanda proveniente dai Paesi Emergenti e da una più moderata dinamica di crescita dell'offerta favorita da una strutturale debolezza del dollaro.
- Il CAGR decennale del GSCI Energia negli ultimi 10 anni è stato pari a +19,0% mentre il CAGR decennale del petrolio (WTI) è pari a 16,6%.
- I segnali di moderato rallentamento in Cina, uniti al marcato rallentamento negli Stati Uniti, in Europa ed in Giappone disegnano un contesto sfavorevole per l'energia.
- La International Energy Agency (IEA), ha abbassato le previsioni di crescita della domanda di greggio a livello globale di 100.000 barili al giorno. La domanda totale per il 2008 era prevista attorno a 690.000 barili al giorno. La IEA, ha anche tagliato le sue previsioni per il 2009 di 40.000 barili al giorno a 890.000 barili al giorno.

Petrolio (WTI): scenario sfavorevole di medio/ lungo termine

Andamento del petrolio WTI

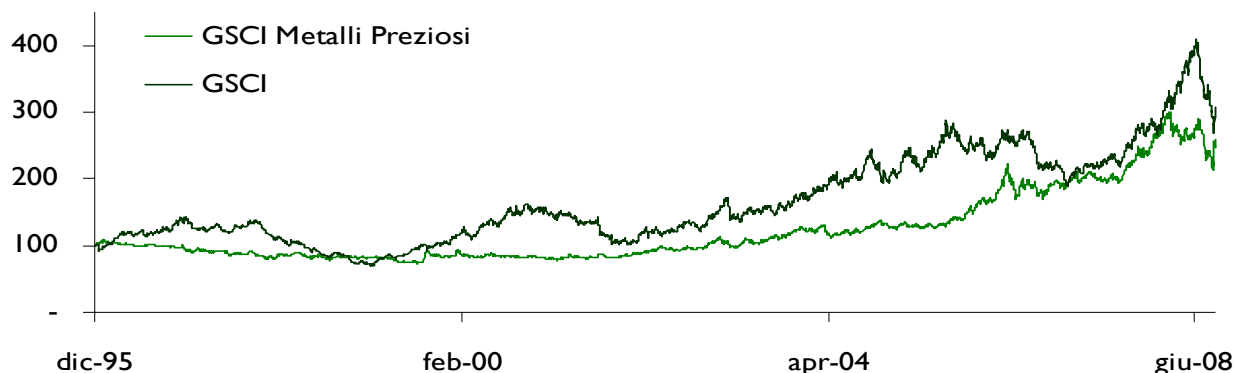
	Indice	Perf. 2008	CAGR	CAGR
	22/09/08	01/01/08	10 anni	5 anni
WTI	107.8	12.4%	16.6%	31.8%
Gas N.	7.7	2.3%	6.1%	11.2%
Gasolio	982.8	17.1%	18.2%	35.2%



- La performance del WTI è stata particolarmente forte (CAGR 5 anni: +31,8%).
- La riunione dell'OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries) a Vienna, di settembre, si è conclusa, a sorpresa, col taglio di 520.000 barili al giorno di petrolio.
- L'Arabia Saudita ha iniziato a ridurre la sua produzione di petrolio.
- Ignorata la stagionalità meteo e i conflitti geopolitici (Medioriente, Urali, Nigeria)
- **L'outlook di breve è Positivo. L'outlook di medio/lungo è Neutrale.** A breve il trend può essere condizionato dal rimbalzo dettato dalla crisi finanziaria USA accompagnata da un dollaro nuovamente indebolito. Il debole ciclo economico, la crisi degli USA che sono il principale bruciatore di petrolio minano i fondamentali economici dell'energia nel medio/lungo termine.

Metalli Preziosi: riserva e bene rifugio.

GSCI e GSCI Metalli Preziosi

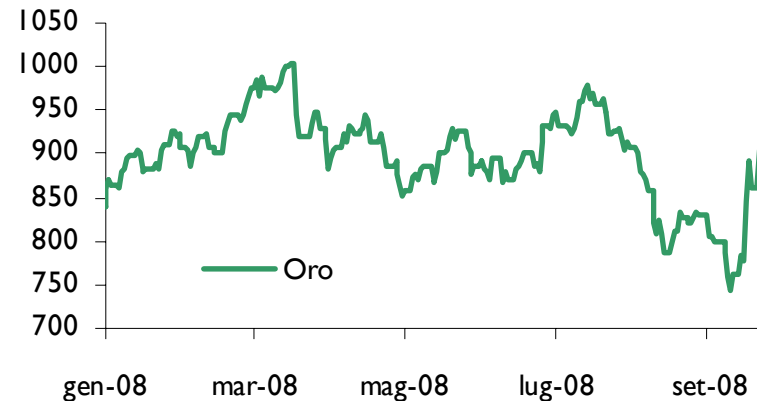


- I Metalli preziosi hanno la duplice valenza di riserva di valore e bene rifugio oltre a materia prima per utilizzo industriale.
- Il CAGR a 10 anni del GSCI dei Metalli preziosi è stato pari a +12,0% (rispetto a +13,1% del GSCI).
- I principali driver della crescita sono stati:
 - La debolezza del dollaro e l'inflazione.
 - Le ricorrenti fasi di crisi finanziaria hanno azzerato la propensione al rischio e favorito il ritorno ai beni rifugio.
 - La difficoltà nell'ottenere nuove concessioni minerarie per ampliare la capacità produttiva.

Oro: timori d'inflazione e debolezza del dollaro.

Andamento dell'oro

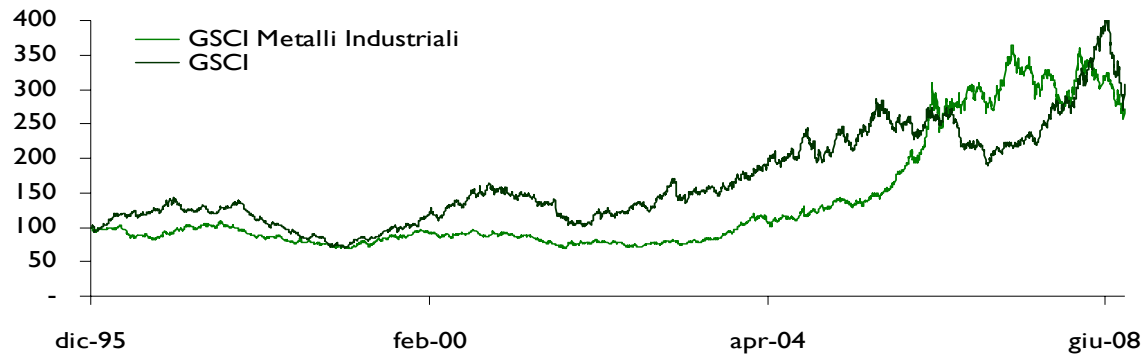
	Indice	Perf. 2008	CAGR	CAGR
	22/09/08	01/01/08	10 anni	5 anni
Oro	894.0	6.7%	9.8%	18.3%
Argento	13.2	-10.7%	10.8%	20.4%



- Negli ultimi 5 anni il CAGR del prezzo dell'oro è stato pari a +18,3% (+6,7% da inizio anno), da segnalare il recupero dell'ultima settimana da 750 dollari l'oncia a 900.
- La domanda è di due tipi: 1) investimento 2) industriale. La domanda per investimento è condizionata dalle aspettative su inflazione, valute (dollaro debole) e incertezza sulla crisi finanziaria statunitense.
- Dubbi anche dalla domanda industriale: settore dei gioielli. Il principale estrattore è il Sud Africa che attraversa un momento di crisi nelle concessioni minerarie. La fase sfavorevole del ciclo economico colpisce il settore del lusso, affossando la gioielleria.
- **L'outlook è Moderatamente Positivo.** Grazie alla domanda per investimento: caratterizzata da: 1) timori di inflazione; 2) debolezza del dollaro 3) ridotta propensione al rischio che favorisce gli assets difensivi.

Metalli Industriali: bassa crescita e surplus produttivo.

GSCI e GSCI Metalli Industriali

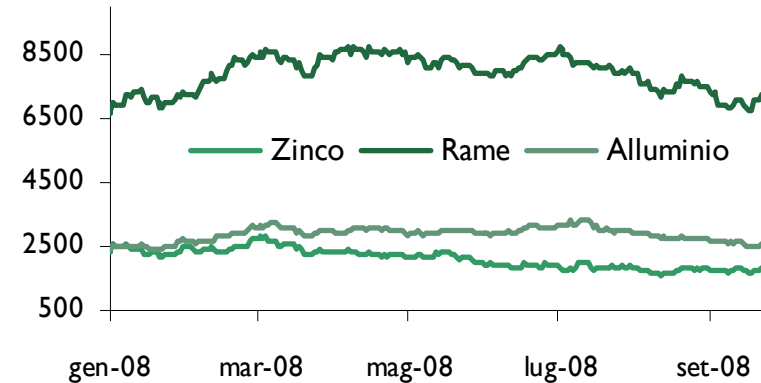


- L'offerta di metalli industriali è caratterizzata dalle concessioni estrattive e dagli alti costi energetici del ciclo di lavorazione. Quest'ultimo aspetto, nel 2008, ha irrigidito il mercato, creando lo spazio per un surplus produttivo e una serie di stop degli impianti industriali.
- La domanda ha subito una forte decrescita a seguito del rallentamento del ciclo economico mondiale e per l'alto costo degli approvvigionamenti energetici.
- La performance 2008 è stata negativa -1,5%. I metalli industriali, sono stati al centro di un certo interesse speculativo da parte dei fondi specializzati, che ne hanno aumentato la volatilità e aggravato il ribasso in fase di ritracciamento.
- Rispetto ad altri comparti, la diminuzione di un interesse prettamente finanziario ed un ritorno ai fondamentali economici (in forte rallentamento), ha rafforzato il ribasso del settore dei metalli industriali, più che in altri comparti.

Metalli: Cina principale attore di mercato.

Andamento dei principali metalli industriali.

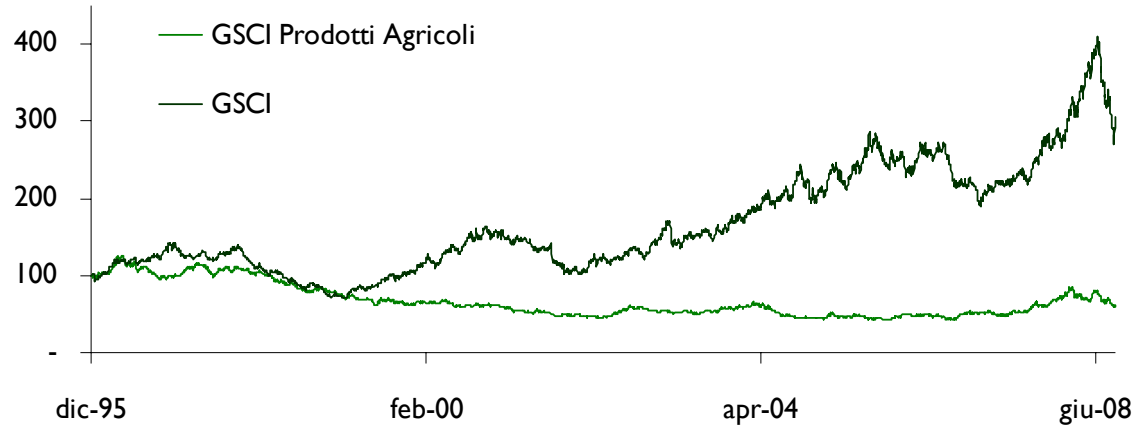
	Indice	Perf. 2008	CAGR	CAGR
	22/09/08	01/01/08	10 anni	5 anni
Rame	7,250.0	8.6%	16.6%	31.9%
Alluminio	2,548.0	5.8%	6.6%	12.2%
Zinco	1,812.3	-23.0%	9.2%	17.1%



- La crescita dei prezzi di rame, alluminio e zinco è stata sostenuta dalla forte domanda della Cina, che è il principale consumatore e produttore di questi metalli. Nel 3° trimestre, per la prima volta, anche la Cina, ha visto una contrazione della domanda, legata alla fine dei Giochi Olimpici ed alla diminuzione dei consumi di combustibile ai fini di abbattere l'inquinamento ma che hanno finito per limitare la produttività degli impianti di lavorazione.
- Il CAGR negli ultimi 5 anni di rame, alluminio e zinco è stato positivo. La performance di inizio anno penalizza invece lo zinco. Il rimbalzo degli ultimi giorni è frutto dell'attività speculativa e non di fondamentali economici.
- **L'outlook è neutrale.** Dal lato dell'offerta, le scorte di tutti i metalli industriali risultano sopra la media (ad eccezione del rame) e certamente in rialzo rispetto all'inizio del 2008. La combinazione di domanda debole e alte scorte ha creato l'attuale situazione di ribasso dei prezzi.

Agricoli: mercato in disequilibrio.

GSCI e GSCI Agricoli

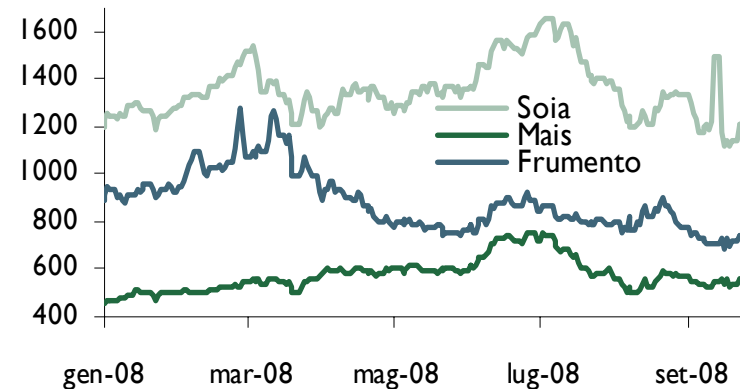


- Un elemento distintivo dei prodotti agricoli è costituito dall'elevato tasso di deperibilità, e dall'elemento erratico del clima.
- In questo comparto gli Stati Uniti hanno un duplice ruolo, essi sono il principale produttore/consumatore di mais, soia e frumento.
- Il rallentamento del ciclo economico americano influenza le scelte su produzione e commercializzazione, per uso alimentare ma anche energetico (biocarburanti).
- Lo scenario mensile del WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) redatto dall'USDA (United States Department of Agriculture) sulle stime relative ai raccolti e sulla dinamica di mercato per i prodotti agricoli mondiali, ribadisce una inefficienza allocativa cronica delle colture da parte degli Stati Uniti. .

Agricoli: dopo il ribasso, i prezzi consolidano.

Andamento dei principali prodotti agricoli.

	Indice	Perf. 2008	CAGR	CAGR
	22/09/08	01/01/08	10 anni	5 anni
Mais	555.3	21.9%	10.6%	19.9%
Frumento	734.5	-17.0%	8.8%	16.3%
Soia	1,185.0	-1.2%	6.9%	12.7%



- Il CAGR negli ultimi 5 anni di mais, grano e soia è stato positivo. La performance da inizio anno vede invece una forte penalizzazione per frumento e soia. Il rimbalzo degli ultimi giorni è legato dai fondamentali del comparto e di natura finanziaria.
- Il mese di settembre, caratterizzato dalla crisi finanziaria USA e dall'altissima volatilità sui mercati azionari, ha visto un mercato degli agricoli coinvolto in ribassi meno consistenti di altri comparti. Il rialzo poi del WTI e l'indebolimento del dollaro hanno favorito il consolidamento ed una timida ripresa dei prezzi delle granaglie.
- **Outlook Moderatamente Positivo.** Il ciclo mondiale si conferma in rallentamento, compresi i tassi di crescita di India e Cina, anche se la domanda di alimenti parrebbe tenere. Non va inoltre dimenticato che, a lato dell'aspetto strettamente alimentare, si aggiunge la richiesta di biocarburanti, in leggero calo, dopo lo storno dei prezzi del greggio sotto i 100 dollari ma in risalita non appena il greggio ha ripreso a salire, complice anche la debolezza del dollaro.

Avvertenza Generale

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

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, 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.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet (JCF), 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 rispettive famiglie 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.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo esclusivamente a soggetti residenti in Italia.

Note Metodologiche.

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici.

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consensus tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Previsioni Comparto Energetico.

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le stime di consensus provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale) e l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA). Le previsioni sono realizzate dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli.

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters.

Le stime di consenso sui metalli preziosi provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio.

Le stime di consenso sui metalli industriali provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, oltre al World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale ed annuale.

Previsioni Comparto Agricolo.

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Livelli tecnici.

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dal Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

Raccomandazioni.

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse.

Intesa Sanpaolo dichiara i seguenti interessi e conflitti di interesse ai sensi degli articoli 69-quater e 69-quinquies, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999, e successive modificazioni ed integrazioni e dell'art. 24 del "Regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis del Testo Unico della Finanza".

La Banca ha posto in essere idonei meccanismi organizzativi e amministrativi (information barriers), al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni prodotte. Per maggiori informazioni si rinvia al documento "Policy per studi e ricerche" e all'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse" a disposizione sul sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasanpaolo.com).

Certificazione dell'analista.

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse 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.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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