



PERSPECTIVES Viewpoint Equity

Reset per le società di semiconduttori, ma la domanda di AI resta solida

27 luglio 2026

Autori:

Dr. Ulrich Stephan, Chief Investment Officer Germany

Dr. Dirk Steffen, Chief Investment Officer for EMEA

Florian Hartmann, Investment Strategist

Usa il QR code per accedere a
una selezione di altri report del Chief
Investment Officer di Deutsche Bank
www.wealth.db.com



Key takeaways

- Le azioni del settore dei semiconduttori hanno registrato una correzione dopo il rally legato all'AI: l'indice SOX è sceso del 20% dai massimi di giugno dopo che gli investitori hanno ricalibrato la domanda per l'AI e la relativa spesa in infrastrutture.
- La domanda e il momentum della crescita degli utili rimangono molto forti: le trimestrali più recenti indicano che la domanda di chip avanzati è ancora solida e gli analisti stanno ancora rivedendo al rialzo sia la crescita degli utili che la spesa in infrastrutture.
- Siamo ancora costruttivi nonostante la correzione. I fondamentali, infatti, non si sono deteriorati. Ma la volatilità rimarrà un tratto caratterizzante del mercato anche nei prossimi mesi.

Le ragioni della correzione

Dalla metà di giugno, i titoli del settore dei semiconduttori hanno registrato una correzione. Il Philadelphia Semiconductor Index (SOX Index), che comprende le principali società statunitensi e internazionali quotate negli Stati Uniti e attive nel comparto dei semiconduttori, ha perso circa il 19% dai massimi del 22 giugno. Il calo segue un periodo di performance eccezionalmente positiva (Figura 1), durante il quale tali società sono state tra le principali beneficiarie del ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale (AI). La correzione non sembra riflettere un analogo deterioramento della domanda sottostante di semiconduttori, ma piuttosto una maggiore sensibilità degli investitori ai rischi legati alla sostenibilità di questa fase di crescita viste le indicazioni di possibile capacità di calcolo in eccesso presso gli hyperscaler, ossia i principali fornitori di infrastrutture cloud e di elaborazione dati, l'arrivo di modelli di AI open-source sempre più competitivi, la prospettiva di nuova capacità produttiva nel settore nei prossimi anni e l'incertezza sulla monetizzazione dell'AI stessa.

Questi elementi hanno alimentato dei dubbi sulla durata dell'attuale ritmo di crescita della spesa per le relative infrastrutture e della domanda di semiconduttori e hanno portato gli investitori a ridurre l'esposizione al settore e a realizzare i profitti accumulati finora. Il posizionamento diffuso sul settore e l'utilizzo della leva finanziaria hanno amplificato il movimento, trasformando una revisione delle aspettative, che rimangono molto ottimistiche, in una correzione. L'aggiustamento è stato particolarmente marcato nei titoli dei produttori di memorie, che in precedenza avevano registrato alcuni dei maggiori rialzi. Uno dei fattori che avevano sostenuto quest'area prima della correzione era la crescente diffusione dell'Agentic AI e il conseguente aumento dei volumi di token, ossia delle singole unità di testo e dati elaborate dai modelli di AI. Ciò ha aumentato il fabbisogno di memoria e, di conseguenza, la domanda di chip High Bandwidth Memory (HBM), che forniscono la memoria ad alta velocità necessaria per gestire carichi di lavoro di AI sempre più complessi. La forte domanda si è scontrata con un'offerta già limitata, determinando un netto miglioramento della redditività dei produttori di memorie e inducendo gli analisti a rivedere significativamente al rialzo le stime sugli utili di tali società. Allo stesso tempo, la complessità sempre maggiore delle applicazioni di AI ha incrementato la necessità di tecnologie di «advanced packaging», che consentono una più stretta integrazione tra processori e memoria per migliorare prestazioni ed efficienza. Questi sviluppi hanno sostenuto le quotazioni dei produttori di semiconduttori, ma hanno anche contribuito ad aumentare le aspettative del mercato e, di conseguenza, la sensibilità degli investitori a qualsiasi segnale di rallentamento del momentum.

Differenziazione lungo la catena del valore dell'AI

La correzione deve essere letta anche nel contesto di una differenziazione in atto da tempo lungo la catena del valore dell'AI. Finora, i produttori di semiconduttori e i



fornitori di infrastrutture per l'AI sono stati i beneficiari più diretti della crescita degli investimenti nel settore, poiché questi si sono tradotti immediatamente in una maggiore domanda di capacità di calcolo. Questo ha contribuito a rendere i titoli dei semiconduttori tra i più apprezzati dagli investitori all'interno dell'intero ecosistema dell'AI. Per gli hyperscaler, invece, le implicazioni finanziarie sono state differenti. Da un lato, l'aumento degli investimenti nell'AI sostiene le prospettive di crescita futura; dall'altro, nel breve termine, esercita una pressione sui free cash flow di queste società. Di recente, le preoccupazioni degli investitori riguardo alla disciplina del capitale e alla capacità di generare flussi di cassa hanno iniziato a pesare in modo più evidente. Anche per le società di software e per gli altri operatori a valle della catena del valore il quadro è incerto, poiché non è ancora chiaro con certezza quali business beneficeranno dell'adozione dell'AI e quali, invece, potrebbero subirne gli effetti dirompenti. L'attenzione degli investitori si è quindi spostata dalle attuali condizioni di domanda verso la sostenibilità del ciclo di investimenti rispetto alle aspettative già incorporate nelle valutazioni. Le trimestrali del Q2 2026 pubblicate finora da produttori di chip, fornitori di apparecchiature e hyperscaler continuano a indicare una domanda robusta per i semiconduttori più avanzati. Ma finora le incertezze relative ai futuri livelli di investimento, all'evoluzione e alla monetizzazione dell'AI stanno esercitando un'influenza più importante, impedendo un recupero duraturo dell'indice SOX.

Figura 1: Performance dell'indice SOX sui semiconduttori



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 23 luglio 2026.

Domanda e utili restano fattori di sostegno

Per gli investitori, il ribasso va interpretato nel contesto del forte rialzo che lo aveva preceduto. Nonostante la flessione di circa il 19% dai massimi, il SOX rimane ancora in rialzo di oltre il 65% YTD. Correzioni di questa entità sono peraltro una caratteristica tipica del settore: dal 2023, l'indice ha registrato nove correzioni superiori al 10% (Figura 2). Storicamente, movimenti di questo tipo si sono spesso verificati in prossimità dei picchi di crescita dei ricavi su base annua, ossia in una fase in cui la crescita rimaneva elevata ma non accelerava più, senza tuttavia segnalare immediatamente un rallentamento del settore. Il calo recente potrebbe rientrare in questo schema. La crescita trimestrale dei ricavi delle società dei semiconduttori si sta infatti avvicinando al 70% su base annua, mentre le aspettative di crescita futura risultano già incorporate nelle valutazioni di mercato. Inoltre, l'intensità del precedente ciclo rialzista contribuisce a spiegare l'entità della successiva correzione, che potrebbe essere stata amplificata da un posizionamento elevato e sempre più sbilanciato accumulato durante il rialzo. L'elemento più importante è che il quadro fondamentale continua a essere favorevole. I principali fornitori di servizi cloud stanno aumentando gli investimenti in infrastrutture per l'AI e segnalano che la domanda di capacità di calcolo supera ancora l'offerta disponibile, facendo sì che il portafoglio di ordini rimanga ampio. Le ultime trimestrali degli hyperscaler hanno confermato questa tendenza e le stime di consenso indicano investimenti degli hyperscaler per circa USD750bn nel 2026 e oltre USD950bn nel 2027. L'argomentazione più nota a sostegno di questa dinamica richiama il cosiddetto Paradosso di Jevons, originariamente formulato con riferimento all'efficienza delle macchine a vapore e non all'AI. Secondo questa teoria, la riduzione dei costi rende economicamente sostenibili nuove applicazioni e incentiva un utilizzo più frequente e sofisticato dell'AI, con il potenziale effetto di aumentarne la domanda complessiva nonostante i guadagni di efficienza. Se i risparmi di costo e i benefici in termini di produttività generati dall'AI vengono percepiti come superiori ai costi di implementazione, le imprese hanno un chiaro incentivo ad adottare la tecnologia su ampia scala. Una diffusione crescente dell'AI aumenterebbe la domanda di capacità computazionale, sostenerebbe i rendimenti degli investimenti nei data center degli hyperscaler e, di conseguenza, alimenterebbe la spesa per semiconduttori e relative infrastrutture legate all'AI. In questo scenario, è probabile che l'offerta dei chip più avanzati e dei prodotti di memoria rimanga particolarmente limitata ancora per diverso tempo, che, unita alle elevate barriere



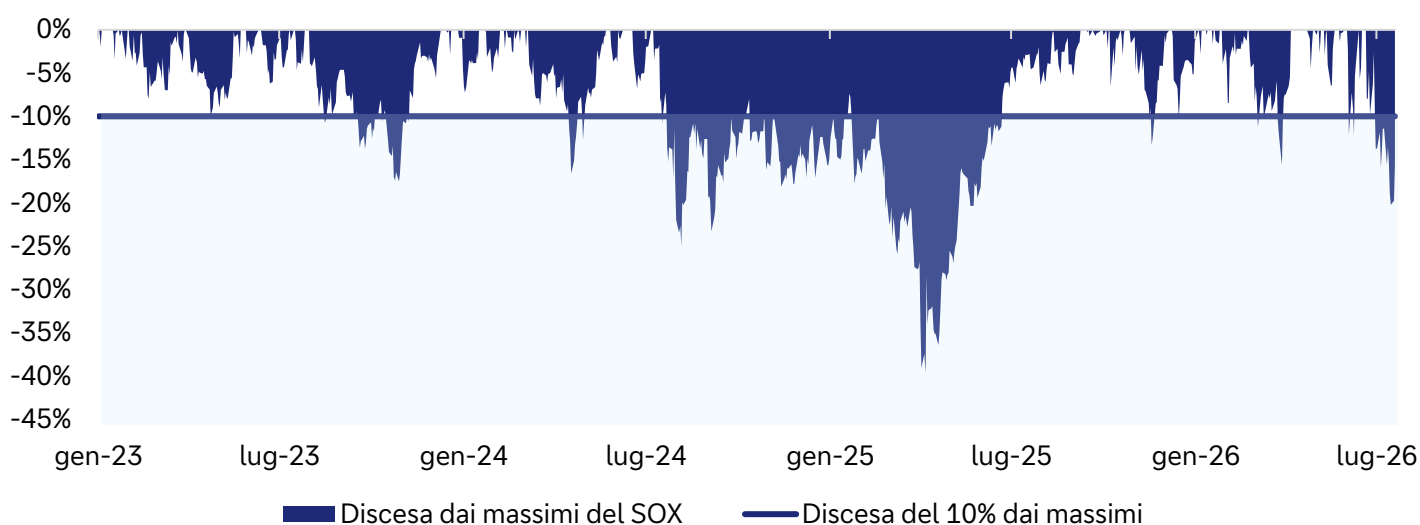
tecnologiche all'ingresso e alla struttura fortemente concentrata del settore, continua a sostenere una forte capacità di determinazione dei prezzi e dei margini delle società attive nel comparto. Le prospettive sugli utili riflettono queste condizioni favorevoli. Dall'inizio dell'anno, gli analisti hanno aumentato di oltre 40 punti percentuali le stime di crescita degli utili per il 2026 delle società dei semiconduttori incluse nell'S&P 500. Il consenso prevede che gli utili del settore circa raddoppino quest'anno, per poi crescere di circa il 58% nel 2027 e del 22% nel 2028. Sebbene la crescita degli utili sia destinata a moderarsi rispetto ai livelli attuali, i risultati pubblicati finora nella stagione degli utili del Q2 2026 hanno generalmente rafforzato la percezione di una domanda ancora robusta e suggeriscono un potenziale rialzo rispetto alle attuali stime di consenso. La combinazione di quotazioni più basse e aspettative sugli utili in aumento ha determinato una significativa riduzione delle valutazioni delle società dei semiconduttori dell'S&P 500. Il rapporto prezzo/utili prospettico a dodici mesi del settore è attualmente sceso a circa 19 volte gli utili attesi, avvicinandosi alla parte inferiore dell'intervallo osservato negli ultimi anni (Figura 3). I titoli potrebbero apparire ancora più interessanti se confrontati con le prospettive di crescita degli utili di lungo periodo. In sintesi, i prezzi di mercato riflettono già una certa cautela degli investitori sulla sostenibilità della crescita, mentre le previsioni degli analisti continuano a delineare un contesto fondamentale favorevole.

Conclusione

Riteniamo che, nel tempo, la domanda e gli investimenti per l'AI dovrebbero prevalere sulle preoccupazioni attuali

del mercato. I principali fornitori di servizi cloud continuano ad ampliare le infrastrutture dedicate all'AI, mentre una diffusione sempre più ampia della tecnologia, la domanda ricorrente legata ai cicli di sostituzione e le elevate barriere tecnologiche all'ingresso dovrebbero sostenere la domanda lungo l'intera catena del valore dei semiconduttori. Se questi fattori dovessero rimanere invariati, l'attuale divergenza tra l'andamento dei corsi azionari e le aspettative sugli utili dovrebbe gradualmente ridursi. Ciò non implica tuttavia un recupero lineare. Le stime di oggi sugli utili presuppongono il proseguimento degli investimenti infrastrutturali e una più ampia adozione dell'AI. Il sentiment degli investitori rimarrà pertanto sensibile a eventuali modifiche dei piani di investimento (capex) dei principali hyperscaler e a ulteriori evidenze sulla capacità dell'AI di generare ricavi adeguati e miglioramenti di produttività. Poiché le aspettative sono destinate a rimanere elevate per più anni, le nuove informazioni potrebbero continuare a determinare significative oscillazioni dei prezzi. Nel complesso, manteniamo una visione costruttiva sull'intera catena del valore dell'AI, incluso il settore dei semiconduttori. La correzione ha ridimensionato parte dell'entusiasmo precedente, senza essere però accompagnata da un deterioramento della domanda, degli investimenti o delle aspettative sugli utili. Man mano che le imprese identificano benefici concreti in termini di produttività derivanti dall'AI, l'adozione della tecnologia e gli investimenti nelle infrastrutture dovrebbero continuare a crescere. La volatilità potrebbe rimanere elevata, ma i fondamentali a sostegno di una domanda strutturalmente solida di capacità di calcolo sono ancora intatti.

Figura 2: I guadagni del SOX sono stati spesso accompagnati da ribassi

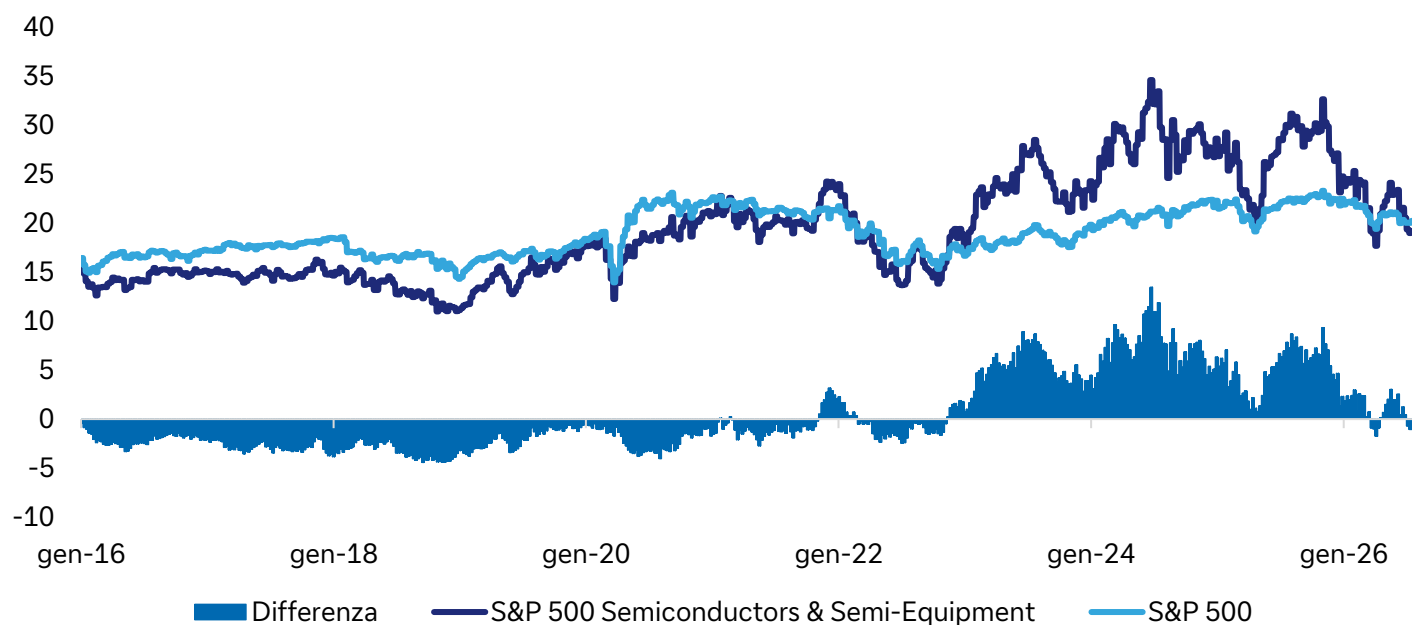


Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 23 luglio 2026.

In Europa, Medio Oriente e Africa, nonché nell'Asia del Pacifico, questo materiale è considerato materiale di marketing, ma non è così negli Stati Uniti. Non è possibile garantire che qualsiasi previsione o obiettivo possa essere raggiunto. Le previsioni si basano su ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici che possono rivelarsi errati. La performance passata non è indicativa di rendimenti futuri. La performance si riferisce a un valore nominale basato su guadagni/perdite di prezzo e non tiene conto dell'inflazione. L'inflazione avrà un impatto negativo sul potere d'acquisto di questo valore monetario nominale. A seconda dell'attuale livello di inflazione, ciò può comportare una reale perdita di valore, anche se la performance nominale dell'investimento è positiva. Gli investimenti comportano dei rischi. Il valore di un investimento può aumentare o diminuire e c'è la possibilità di non recuperare l'importo originariamente investito in qualsiasi momento. Il tuo capitale potrebbe essere a rischio. Questo documento è stato prodotto nel mese di luglio 2026.



Figura 3: Il differenziale di valutazione rispetto al mercato si è ristretto (P/E NTM)



Fonte: LSEG Datastream, Deutsche Bank AG. Dati al 23 luglio 2026.



Glossario

AI agentica (in ingl., Agentic AI) si riferisce a sistemi di intelligenza artificiale in grado di pianificare ed eseguire attività articolate in più fasi con un intervento umano limitato.

Flussi di cassa liberi (in ingl., Free cash flow) sono la liquidità che un'azienda genera dopo aver sostenuto le spese operative e gli investimenti in conto capitale (capex).

High Bandwidth Memory (HBM) è una memoria ad alta velocità utilizzata per elaborare carichi di lavoro complessi legati all'intelligenza artificiale.

Hyperscaler sono i principali fornitori di infrastrutture cloud e di elaborazione dati su larga scala.

NTM (in ingl., Next Twelve Months) indica i prossimi dodici mesi nel contesto degli utili societari e, di conseguenza, dei rapporti prezzo/utili.

Paradosso di Jevons (in ingl., Jevons Paradox) descrive il fenomeno per cui i miglioramenti di efficienza che riducono i costi possono portare a un aumento del consumo complessivo di una risorsa.

Q2 indica il secondo trimestre dell'anno solare o fiscale.

Rapporto prezzo/utili (in ingl., Price/Earnings o P/E) misura il prezzo corrente di un'azione rispetto all'utile per azione della società. In questo contesto, LTM (Last Twelve Months) si riferisce agli utili degli ultimi dodici mesi.

Semiconductor Sector Index (SOX Index) è composto da società attive principalmente nella progettazione, distribuzione, produzione e vendita di semiconduttori.

L'indice **S&P 500** comprende 500 delle principali società statunitensi e rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato disponibile negli Stati Uniti.

Tecnologie di packaging avanzato (in ingl., Advanced packaging) collegano in modo più stretto processori e memoria per migliorare le prestazioni e l'efficienza dei semiconduttori.

USD è il codice valutario del dollaro statunitense.

Volatilità è la misura dell'entità delle variazioni di una serie di prezzi nel corso del tempo.

Volumi di token si riferiscono alle singole unità di testo e dati elaborate dai modelli di intelligenza artificiale.

Performance storica

	26.7.2021 - 26.7.2022	26.7.2022 - 26.7.2023	26.7.2023 - 26.7.2024	26.7.2024 - 26.7.2025	26.7.2025 - 26.7.2026
S&P 500	-10,0%	18,5%	21,3%	18,6%	17,4%
S&P 500 Semiconductors & Semiconductor Equipment	-11,3%	59,4%	81,1%	40,4%	56,1%
Philadelphia Semiconductor Index	-15,2%	33,1%	37,9%	10,6%	109,3%

Fonte: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream. Dati al 26 luglio 2026.



Appendice

Informazioni importanti

General

Il presente documento non deve essere distribuito in Canada o in Giappone. Il presente documento è diffuso in buona fede tramite Deutsche Bank AG, le sue filiali (nella misura in cui ciò è ammissibile in qualsiasi giurisdizione pertinente), le società affiliate, i suoi funzionari e dipendenti (insieme denominati "Deutsche Bank").

Il presente documento viene divulgato unicamente a scopo informativo e non deve essere interpretato come un'offerta, una raccomandazione o un invito all'acquisto o alla vendita di investimenti, titoli, strumenti finanziari o altri prodotti specifici, per la conclusione di una transazione o la fornitura di servizi di investimento o di consulenza sugli investimenti o per la fornitura di ricerche, ricerche sugli investimenti o raccomandazioni in merito agli investimenti, in qualsiasi giurisdizione. Le informazioni ivi contenute non sostituiscono la consulenza personalizzata in base alle circostanze individuali dell'investitore.

Tutti i contenuti presenti nella presente documento devono essere letti nella loro interezza.

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

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

Se non diversamente indicato nel presente documento, tutte le opinioni riportate riflettono l'attuale valutazione di Deutsche Bank, che può cambiare in qualsiasi momento. Deutsche Bank non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente documento o di informare gli investitori della disponibilità di informazioni aggiornate. Le informazioni contenute nel presente documento sono soggette a modifiche senza preavviso e si basano su una serie di ipotesi, stime, opinioni e modelli ipotetici o analisi che, sebbene dal punto di vista attuale della Banca si basino su informazioni adeguate, potrebbero non rivelarsi valide o rivelarsi in futuro inaccurate o corrette e potrebbero differire dalle conclusioni espresse da altri dipartimenti di Deutsche Bank. Sebbene le informazioni contenute nel presente documento derivino da fonti che Deutsche Bank considera credibili e affidabili, Deutsche Bank non garantisce la completezza, la correttezza o l'accuratezza delle informazioni e a questo proposito non si dovrà fare alcun affidamento su di esse. Il presente documento può fornire, per venire incontro alle vostre esigenze, riferimenti a siti web e ad altre fonti esterne. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità per il loro contenuto e il loro contenuto non fa parte del presente documento. L'accesso a tali fonti esterne avviene a vostro rischio.

Secondo quanto consentito dalle leggi e dai regolamenti applicabili, questo documento è solo a scopo informativo e non è inteso a creare obblighi giuridicamente vincolanti per Deutsche Bank, e Deutsche Bank non agisce come consulente finanziario o in qualità di fiduciario per l'investitore, a meno che non sia espressamente concordato per iscritto da Deutsche Bank. Prima di prendere una decisione d'investimento, gli investitori devono considerare, con o senza l'assistenza di un professionista finanziario, se gli investimenti e le strategie descritti o forniti da Deutsche Bank siano appropriati alla luce delle esigenze dell'investitore, degli obiettivi, della situazione finanziaria, o dei possibili rischi e benefici di tali decisioni di investimento. Quando prendono una decisione d'investimento, i potenziali investitori non dovranno fare affidamento sul presente documento, ma solo su quanto è contenuto nella documentazione d'offerta finale relativa all'investimento. Come fornitore di servizi finanziari globali, Deutsche Bank deve affrontare talvolta conflitti d'interesse



Appendice

effettivi e potenziali. La linea di condotta di Deutsche Bank consiste nell'adottare tutte le misure che appaiano appropriate per mantenere e attuare soluzioni a livello organizzativo e amministrative efficaci al fine di identificare e gestire tali conflitti. Il senior management di Deutsche Bank è responsabile di assicurare che i sistemi, i controlli e le procedure di Deutsche Bank siano adeguati per identificare e gestire conflitti di interesse.

Deutsche Bank non fornisce consulenza fiscale o legale, che sia inclusa nel presente documento e nulla nel presente documento deve essere interpretato come un consiglio relativo agli investimenti fornito da Deutsche Bank. Per ricevere consigli in merito agli investimenti e alle strategie presentate da Deutsche Bank gli investitori dovranno rivolgersi al loro commercialista di fiducia, avvocato o consulente agli investimenti. Salvo comunicazione contraria relativa a casi specifici, gli strumenti di investimento non sono assicurati da alcuna entità governativa, non sono soggetti a copertura di protezione dei depositi e non sono garantiti, nemmeno da Deutsche Bank. Non è ammessa la riproduzione e la divulgazione del presente documento senza l'espressa autorizzazione scritta di Deutsche Bank. Deutsche Bank vieta esplicitamente la distribuzione e il trasferimento del presente documento a terzi. Deutsche Bank declina qualsiasi responsabilità derivante dall'uso o dalla distribuzione del presente materiale o per qualsiasi provvedimento attuato o decisione presa in riferimento agli investimenti menzionati nel presente documento che l'investitore potrebbe aver effettuato o effettuare in futuro.

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

I risultati conseguiti in passato non costituiscono garanzia di risultati futuri; le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una dichiarazione, garanzia o previsione di risultati futuri. Altre informazioni sono disponibili su richiesta.

Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita secondo le leggi della Repubblica Federale di Germania con sede a Francoforte sul Meno. È registrata presso il tribunale distrettuale ("Amtsgericht") di Francoforte sul Meno con il numero HRB 30 000 ed è autorizzata a svolgere attività bancarie e a fornire servizi finanziari. L' autorità di vigilanza a cui è soggetta Deutsche Bank AG è la Banca Centrale Europea ("BCE"), Sonnemannstrasse 22, 60314 Francoforte sul Meno, Germania (www.ecb.europa.eu) e dall'Autorità Federale Tedesca di Vigilanza Finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"), Graueindorfer Strasse 108, 53117 Bonn e Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Francoforte sul Meno (www.bafin.de), e dalla Banca Centrale Tedesca ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Strasse 14, 60431 Francoforte sul Meno (www.bundesbank.de).

Il presente documento non è stato presentato, né rivisto o approvato da alcuna delle autorità di vigilanza sopra o sotto menzionate.

Questo documento è stato generato o modificato con il supporto dell'intelligenza artificiale (IA). È stato revisionato da dipendenti responsabili del Chief Investment Office di Deutsche Bank.

Per i residenti negli Emirati Arabi Uniti

Il presente documento è strettamente privato e confidenziale e viene distribuito a un numero limitato di investitori; non deve essere fornito a persone diverse dal destinatario originale e non può essere riprodotto o utilizzato per altri scopi. Ricevendo questo documento, la persona o l'entità a cui è stato rilasciato comprende, riconosce e accetta che questo documento non è stato approvato dalla Banca Centrale degli EAU, dalla UAE Securities and Commodities Authority, dal Ministero dell'Economia degli EAU o da altre autorità degli EAU. Nessuna commercializzazione di prodotti o di servizi finanziari è stata o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti e nessuna sottoscrizione di fondi, titoli, prodotti o servizi finanziari può essere o sarà effettuata all'interno degli Emirati Arabi Uniti. Il presente documento non costituisce un'offerta pubblica di titoli negli Emirati Arabi Uniti ai sensi della Legge sulle società commerciali, della Legge federale n. 2 del 2015 (e successive modifiche) o di altro tipo. Il presente documento può essere distribuito solo a "Investitori Professionali", secondo la definizione contenuta nel Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism della UAE Securities and Commodities Authority (come di volta in volta modificato).

Per i residenti in Kuwait

Questo documento vi è stato inviato su vostra espressa richiesta. Questa presentazione non è destinata alla diffusione al pubblico in Kuwait. Gli investimenti descritti al suo interno non sono stati autorizzati per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da qualsiasi altra agenzia governativa kuwaitiana competente. L'offerta di qualsiasi investimento in Kuwait sulla base di un collocamento privato o di un'offerta pubblica è pertanto limitata ai sensi del Decreto Legge n. 31 del 1990 e dei relativi regolamenti attuativi (e successive modifiche) e della Legge n. 7 del 2010 e del relativo statuto (e successive modifiche). Nessuna



Appendice

offerta privata o pubblica di tali investimenti viene effettuata in Kuwait e nessun accordo relativo alla vendita degli investimenti verrà conclusa in Kuwait. Non sono previste attività di marketing o di sollecitazione o di inducement per offrire o commercializzare investimenti in Kuwait.

Per i residenti del Regno dell'Arabia Saudita

Il presente documento non può essere distribuito nel Regno se non alle persone autorizzate dai Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non si assume alcuna responsabilità per il contenuto del presente documento, non rilascia alcuna dichiarazione in merito alla sua accuratezza o completezza e declina espressamente qualsiasi responsabilità per eventuali perdite derivanti da, o sostenute facendo affidamento su, qualsiasi parte del presente documento. I potenziali sottoscrittori degli investimenti descritto all'interno del documento dovrebbero condurre la propria due diligence sull'accuratezza di qualsiasi informazione relativa ai contenuti. Se non si comprende il contenuto del presente documento, è necessario consultare un consulente finanziario autorizzato.

Per i residenti in Qatar

Il presente documento non è stato depositato presso o approvato da la Banca Centrale del Qatar, l'Autorità per i Mercati Finanziari del Qatar, l'Autorità di Regolamentazione del Centro Finanziario del Qatar o qualsiasi altro ente governativo o borsa valori del Qatar, da alcuna legge dello Stato del Qatar. Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico ed è rivolto esclusivamente alla controparte a cui è stato consegnato. Nessuna transazione sarà conclusa in Qatar e qualsiasi richiesta o domanda dovrà essere ricevuta, e le assegnazioni effettuate, al di fuori del Qatar.

Per i residenti nel Regno del Bahrein

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita o di partecipazione di titoli, derivati o fondi commercializzati in Bahrain ai sensi dei regolamenti dell'Agenzia Monetaria del Bahrain. Tutte le richieste di investimento devono essere ricevute e le eventuali assegnazioni devono essere effettuate, in ogni caso, al di fuori del Bahrein. Il presente documento è stato redatto a scopo informativo privato solo per gli investitori previsti, che saranno istituzioni. Nessun invito sarà rivolto al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento non sarà emesso, trasmesso o reso disponibile al pubblico in generale. La Banca Centrale (CBB) non ha esaminato né approvato il presente documento o la commercializzazione di tali titoli, derivati o fondi nel Regno del Bahrein.

Per i residenti nel Libano

Accettando questa documentazione, il Cliente dichiara che: (i) tale documentazione gli è stata inviata da Deutsche Bank in risposta a una richiesta non sollecitata da parte sua; (ii) ha eseguito o eseguirà qualsiasi documento relativo a una transazione descritta in questo documento (una "Transazione") al di fuori della Repubblica Libanese, in una giurisdizione in cui sia lecito farlo; (iii) qualsiasi Transazione stipulata sarà considerata conclusa e registrata al di fuori della Repubblica Libanese, in una giurisdizione in cui sia lecito farlo; (iv) ha stipulato o stipulerà qualsiasi Transazione per uno scopo commerciale legittimo e come parte di una sana politica di investimento o di gestione finanziaria, ossia per gestire i propri prestiti o investimenti, coprire i propri attivi o passività sottostanti o in relazione alla propria attività, e non per scopi speculativi o illegali.

Deutsche Bank non ha ottenuto l'autorizzazione del Consiglio Centrale della Banca Centrale del Libano per commercializzare, promuovere, offrire o vendere ("offrire") alcun prodotto relativo a qualsiasi Transazione in Libano e nessun prodotto viene offerto in Libano tramite il presente documento.

Per i residenti in Sudafrica

Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta, sollecitazione o promozione in Sudafrica. Il presente documento non è stato depositato, esaminato o approvato dalla South African Reserve Bank, dalla Financial Sector Conduct Authority o da qualsiasi altro ente governativo o borsa valori sudafricano pertinente o ai sensi di qualsiasi legge della Repubblica del Sudafrica.

Per i residenti in Belgio

Il presente documento è stato distribuito in Belgio da Deutsche Bank AG che agisce tramite la sua filiale di Bruxelles. Deutsche Bank AG è una società per azioni ("Aktiengesellschaft") costituita ai sensi del diritto della Repubblica federale di Germania, autorizzata ad eseguire attività bancarie e a fornire servizi finanziari sotto la supervisione e il controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e dell'Autorità federale tedesca di vigilanza finanziaria ("Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" o "BaFin"). La filiale di Bruxelles di Deutsche Bank AG è inoltre supervisionata in Belgio dall'Autorità per i servizi e i mercati finanziari ("FSMA", www.fsma.be). La filiale ha la sede legale in Marnixlaan 13-15, B-1000 Bruxelles ed è registrata con il numero IVA BE 0418.371.094, RPM/RPR Bruxelles. Altri dettagli sono disponibili su richiesta o possono essere trovati sul sito www.deutschebank.be.

Per i residenti nel Regno Unito

Questo documento è considerato promozione finanziaria come definito nella Sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000 ed è approvato e comunicato all'utente da DB UK Bank Limited. DB UK Bank Limited è membro del gruppo Deutsche Bank AG ed è registrata in Inghilterra e Galles con il numero



Appendice

societario 315841 con sede legale: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. DB UK Bank Limited è autorizzata dalla Prudential Regulation Authority e regolamentata dalla Financial Conduct Authority e dalla Prudential Regulation Authority. Il numero di registrazione per i servizi finanziari della DB UK Bank Limited è 140848.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft è costituita nella Repubblica Federale di Germania e la responsabilità dei suoi membri è limitata.

Per i residenti a Hong Kong

Questo documento è destinato a: Investitori Professionali di Hong Kong. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo documento è strettamente proibita. Il presente documento e i suoi contenuti sono forniti unicamente a scopo informativo. Nulla nel presente documento intende costituire un'offerta d'investimento o un invito o una raccomandazione ad acquistare o a vendere un investimento e non deve essere interpretato o inteso come un'offerta, un invito o una raccomandazione.

Il contenuto del presente documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si consiglia di esercitare cautela in relazione agli investimenti contenuti nel presente documento (se presenti). In caso di dubbi sui contenuti del presente documento, si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente.

Il presente documento non è stato approvato dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong (la "SFC") né una copia di questo documento è stata registrata presso il Registro delle Imprese di Hong Kong, se non diversamente specificato. Gli investimenti descritti nel presente documento possono essere autorizzati o meno dalla SFC. Qualsiasi di tali investimenti non possono essere offerti o venduti a Hong Kong, per mezzo di qualsiasi documento, se non (i) a "investitori professionali" come definiti nella Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 delle leggi di Hong Kong) ("SFO") e qualsiasi regolamento emanato ai sensi della SFO, o (ii) in altre circostanze che non fanno sì che il documento sia un "prospetto" come definito nella Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 delle leggi di Hong Kong) (la "C(WUMP)O") o che non costituiscono un'offerta al pubblico ai sensi della C(WUMP)O. Nessuna persona è autorizzata a emettere o possedere ai fini della pubblicazione, sia a Hong Kong che altrove, qualsiasi pubblicità, invito o documento relativo agli investimenti descritti al suo interno che sia diretto al pubblico di Hong Kong o il cui contenuto sia suscettibile di essere consultato o letto dal pubblico di Hong Kong (salvo se consentito dalle norme sugli strumenti finanziari di Hong Kong) ad eccezione degli investimenti che saranno o sono destinati ad essere ceduti solo a persone al di fuori di Hong Kong o solo ad "investitori professionali" come definiti nella SFO e nelle norme emanate ai sensi della SFO.

Per i residenti a Singapore

Il presente documento è destinato a: Investitori Accreditati/Investitori Istituzionali a Singapore. Inoltre, questo documento è fornito solo al destinatario, l'ulteriore distribuzione di questo materiale è strettamente proibita.

Per i residenti negli Stati Uniti d'America

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

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

Per i residenti in Germania

Le informazioni contenute in questo documento sono di carattere pubblicitario. Il testo non soddisfa tutti i requisiti legali per garantire l'imparzialità delle raccomandazioni di investimento e di strategia d'investimento o delle analisi finanziarie. Non vi è alcun divieto per il redattore o per la società responsabile della redazione di negoziare con i rispettivi strumenti finanziari prima o dopo la pubblicazione di questi documenti.

Informazioni generali sugli strumenti finanziari sono contenute negli opuscoli "Informazioni di base sui titoli e altri investimenti", "Informazioni di base sugli strumenti finanziari derivati", "Informazioni di base sulle operazioni a termine" che il cliente può richiedere gratuitamente alla Banca.



Appendice

Per i residenti in India

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

Per i residenti in Italia

Il presente documento è distribuito in Italia da Deutsche Bank S.p.A., una banca costituita e registrata ai sensi del diritto italiano, soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca d'Italia e della CONSOB. Ha sede legale in Piazza del Calendario 3 – 20126 Milano (Italia) ed è iscritta alla Camera di Commercio di Milano, partita IVA e codice fiscale 001340740156, aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, iscritta all'Albo delle Banche e fa capo al Gruppo Bancario Deutsche Bank, iscritto all'albo dei Gruppi Bancari ai sensi del Decreto Legislativo 1 settembre 1993 n. 385 ed è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Deutsche Bank AG, Francoforte sul Meno (Germania).

Per i residenti in Lussemburgo

Il presente documento è distribuito in Lussemburgo da Deutsche Bank Luxembourg S.A., una banca costituita secondo le leggi del Granducato di Lussemburgo sotto forma di società per azioni (Société Anonyme), soggetta alla vigilanza e al controllo della Banca Centrale Europea ("BCE") e della Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF"). La sua sede legale è situata al 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo ed è iscritta al Registre de Commerce et des Sociétés ("RCS") del Lussemburgo con il numero B 9.164.

Per i residenti in Spagna

Questo documento è distribuito da Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal è un istituto di credito regolamentato dalla Banca di Spagna (iscritto nei loro registri specifici con il codice 019). Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal ha facoltà di prestare unicamente i servizi finanziari ed eseguire le attività bancarie che rientrano nell'ambito della licenza esistente. L'ufficio registrato in Spagna è presso Paseo de la Castellana 18, 28046 – Madrid. Registrata nel Registro delle Imprese di Madrid, volume 28100, libro 0. Folio 1. Sezione 8. Foglio M506294. Registrazione 2. NIF: A08000614.

Per i residenti in Portogallo

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

Per i residenti in Austria

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG Vienna Branch, dalla sua sede legale di Vienna, Austria, iscritta al registro delle imprese presso il Tribunale commerciale di Vienna con il numero FN 140266z. Deutsche Bank AG filiale di Vienna è anche soggetta all'Autorità austriaca per la vigilanza sui mercati finanziari (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna. Il presente documento non è stato presentato né approvato da alcuna delle autorità di vigilanza menzionate in precedenza.

Per i residenti nei Paesi Bassi

Il presente documento è distribuito da Deutsche Bank AG, Filiale di Amsterdam, con sede legale in De entre 195 (1101 HE) ad Amsterdam, Paesi Bassi, e iscritta nel registro delle imprese dei Paesi Bassi con il numero 33304583 e nel registro ai sensi della Sezione 1:107 della legge olandese sulla vigilanza finanziaria (Wet op het financieel toezicht). Il registro può essere consultato all'indirizzo www.dnb.nl.

Per i residenti in Francia

Deutsche Bank AG è un istituto di credito autorizzato, soggetto alla supervisione generale della Banca Centrale Europea e della BaFin, l'Autorità Federale di Vigilanza Finanziaria Tedesca. Le sue varie filiali sono vigilate localmente, per alcune attività, dalle autorità bancarie competenti, come l'Autorità di controllo e risoluzione prudenziale (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") e l'Autorità dei mercati finanziari (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Francia.

È vietata la riproduzione, la rappresentazione, la distribuzione o la ridistribuzione, totale o parziale, del contenuto del presente documento su qualsiasi supporto o con qualsiasi procedimento, nonché la vendita, la rivendita, la ritrasmissione o la messa a disposizione di terzi in qualsiasi modo. Questo documento non può essere riprodotto o distribuito senza il nostro permesso scritto.

© 2026 Deutsche Bank AG. Tutti i diritti riservati.