

EMEA Investment Forum 2025

OLTRE I CONFINI DELL'INCERTEZZA

Siete pronti per il nuovo disordine mondiale?

Thomas Mucha, Geopolitical Strategist

Disorganizzato e turbolento, ma pieno di possibilità

Un piano d'azione per affrontare questi momenti complessi

- Prospettive strutturali e politiche
- Le nuove dinamiche della geopolitica nel 2025 e oltre:
 - **Il ruolo persistente delle grandi potenze internazionali.**
 - **Il cambiamento climatico come questione di sicurezza nazionale.**
 - **L'evoluzione della difesa tra priorità strategiche e costi crescenti.**
 - **La crescente centralità dell'intelligenza artificiale.**
 - **La (ri)proliferazione degli armamenti nucleari.**
- Qual è il ruolo di Trump 2.0 in questo scenario?
- Approcci all'allocazione del capitale in un contesto caratterizzato da instabilità e focalizzazione sulla sicurezza nazionale.



La geopolitica si sviluppa su cicli estesi e di lunga durata

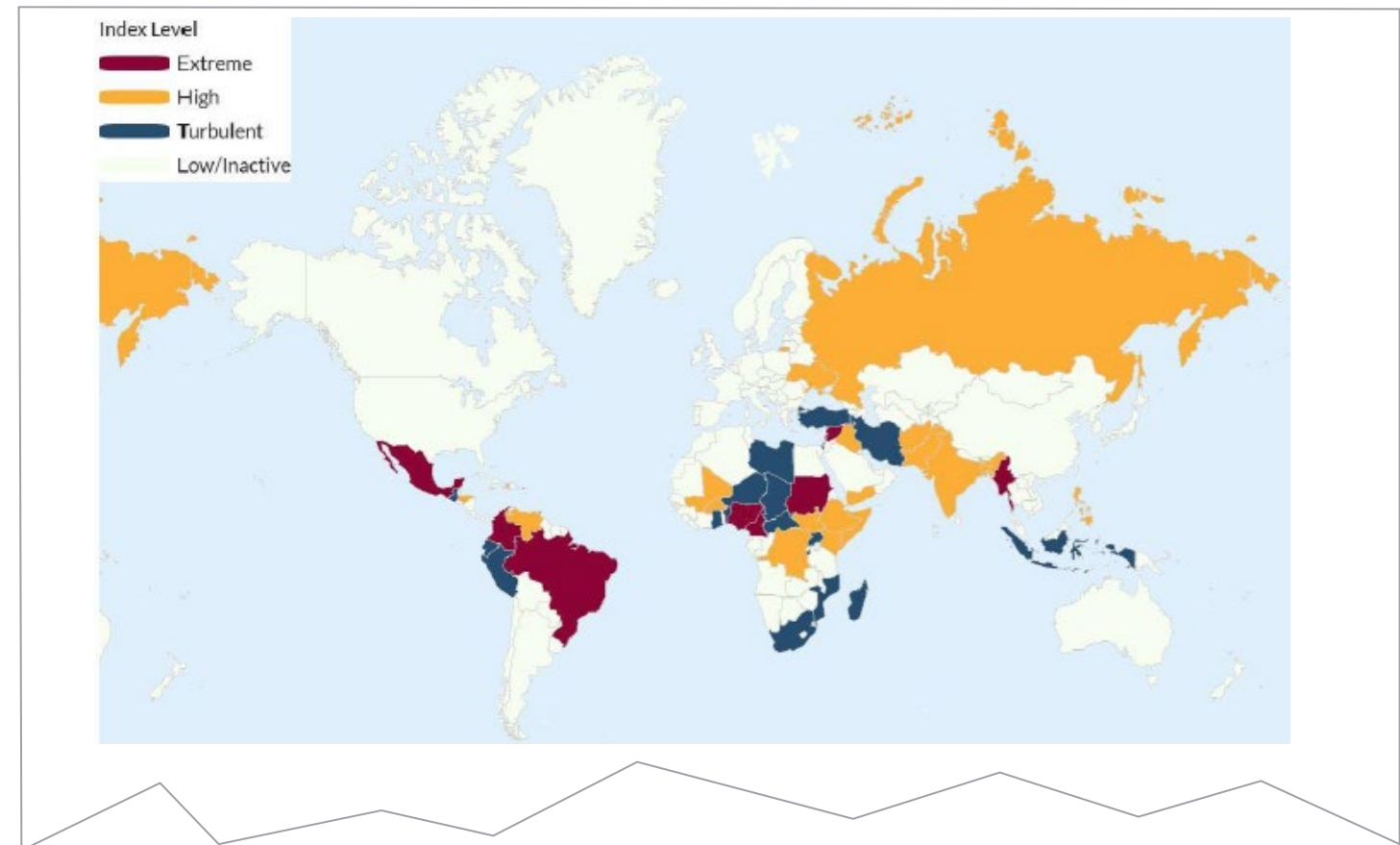
Questi cicli finiscono quasi sempre generando numerosi conflitti

CRESCENTE INSTABILITÀ GLOBALE

- Il quadro peggiore dal secondo dopoguerra;
- Oltre 60 conflitti attivi a livello globale nel 2025; il doppio rispetto a cinque anni fa;
- 1 persona su 8 è esposta a conflitti;
- 23 colpi di stato o tentativi di colpo di stato negli ultimi tre anni, ovvero il doppio del decennio precedente;
- Il cambiamento climatico agirà come "moltiplicatore di stress" nelle regioni equatoriali e tropicali per gli anni a venire.

PUNTO CHIAVE

C'è una ragione strutturale per cui il mondo si sente così alla deriva in questo momento.



Tema 1: il ruolo persistente delle grandi potenze internazionali

Domanda chiave: è possibile prevenire un conflitto disastroso?

- Il confronto tra Stati Uniti e Cina rappresenta la questione centrale e più rilevante per il prossimo futuro.
- La "Trappola di Tucidide" persiste.
- Sono numerosi i punti critici in un contesto caratterizzato da un rischio geopolitico intrinsecamente più alto.
- La competizione economico-militare persiste.
- La "guerra fredda" tecnologica probabilmente accelererà.
- Effetti su politiche economiche e mercati: aumento della "protezione e promozione" dei settori strategici; tensioni commerciali di natura strutturale.



Tema 2: il cambiamento climatico come sicurezza nazionale

Adattarsi... o altrimenti?

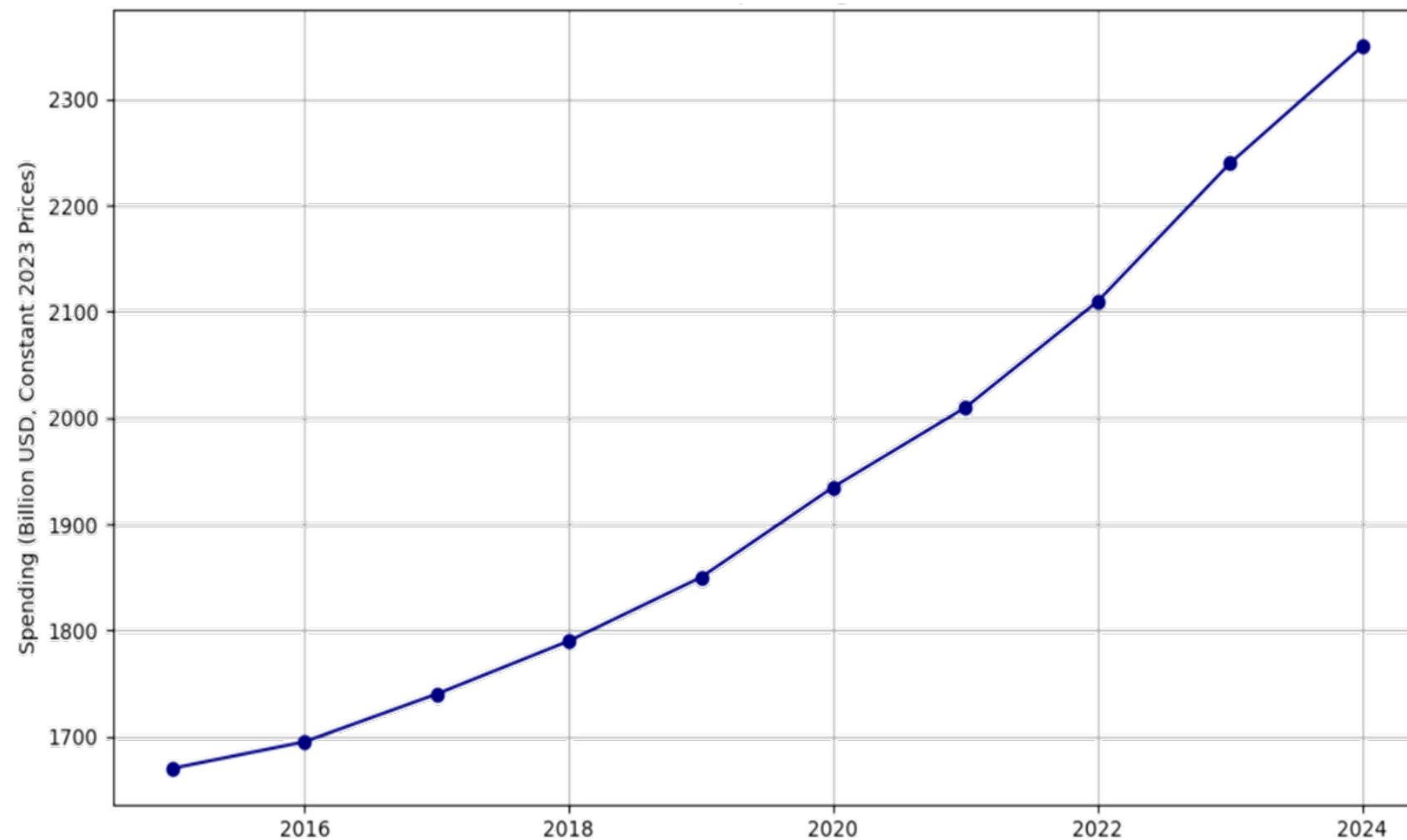
- L'aspetto più sottovalutato del cambiamento climatico.
- Il Pentagono si sta preparando a una significativa perturbazione geopolitica con l'espandersi di questo "moltiplicatore di minacce".
- **La geografia è importante:** si prevedono "impatti catastrofici" nelle regioni equatoriali e tropicali, dove si trovano molte aree di tensioni geopolitiche.
- **Impatto sulla sicurezza nazionale:** più guerre per le risorse, scarsità di cibo e acqua, migrazioni climatiche, stati falliti, estremismo in aumento, ecc.
- **La risposta della politica di sicurezza nazionale:** adattamento climatico e resilienza.



Tema 3: la difesa tra priorità strategiche e costi crescenti

Proiettili e bombe, e molto altro ancora

Spesa globale per la difesa (2015 - 2024)



- La spesa militare globale ha raggiunto livelli elevati, registrando un incremento per dieci anni consecutivi.
- **Driver principali:**
 - Le tensioni tra grandi potenze come Cina e Russia.
 - Un calo della fiducia nella protezione offerta dagli Stati Uniti.
 - La preparazione a possibili impatti legati al cambiamento climatico.
 - Il rafforzamento degli arsenali e delle infrastrutture industriali per la difesa.
 - Una crescente richiesta di nuove tecnologie di difesa più efficaci.

Oltre le spese militari: il de-risking e la geopolitica

Sta iniziando una nuova fase nella politica industriale

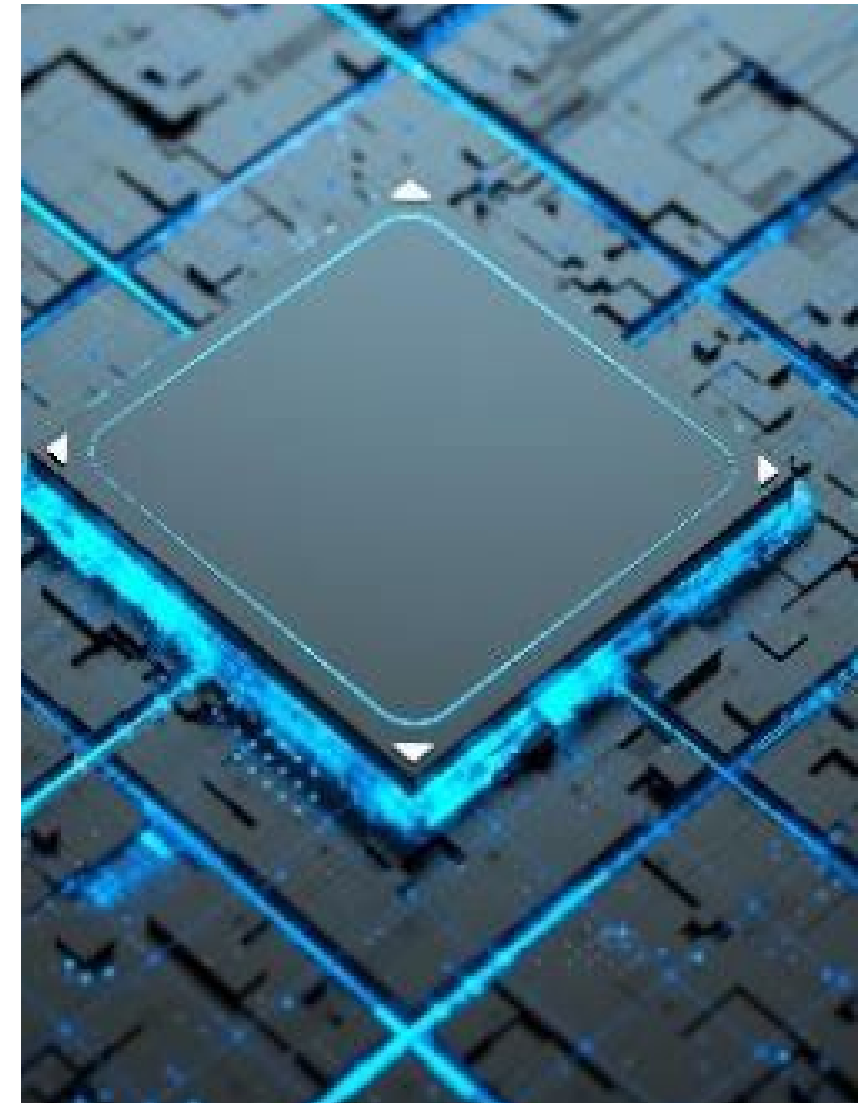


PUNTO CHIAVE

La politica industriale è destinata a rimanere, visti i fattori di sicurezza nazionale.

Settori essenziali nella competizione tra grandi potenze:

- Semiconduttori
- **Minerali critici e terre rare**
- Tecnologie per le energie rinnovabili
- Tecnologie spaziali
- Biotecnologie
- Comunicazioni di nuova generazione
- Robotica e automazione
- Tecnologie quantistiche
- **Intelligenza artificiale**



Tema 4: la crescente centralità dell'intelligenza artificiale

La sicurezza nazionale è la ragione principale

- L'intelligenza artificiale non è limitata esclusivamente al miglioramento della produttività nel settore privato.
- Da anni costituisce un elemento chiave anche in ambito militare. Nel contesto della competizione tra grandi potenze, si ritiene che la supremazia nell'IA possa conferire un rilevante vantaggio geopolitico.
- Il Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti utilizza l'IA in diversi ambiti:
 - **Analisi:** applicazione a vaste quantità di dati per finalità quali il puntamento dei missili, il monitoraggio nucleare, chimico e biologico, e altre attività.
 - **Previsione:** supporto per le analisi sugli schieramenti sul campo di battaglia, nei processi negoziali e nella pianificazione di scenari.
 - **Operativo:** impiego in sistemi d'arma, raccolta di informazioni, gestione della catena di approvvigionamento e logistica.
 - La dottrina militare statunitense prevede il coinvolgimento umano nella cosiddetta "kill chain"; tale principio potrebbe non essere seguito dagli avversari degli Stati Uniti.

PUNTO CHIAVE

Si prevede una diminuzione dei vincoli per l'utilizzo dell'intelligenza artificiale in ambito militare, una riduzione della regolamentazione complessiva, maggiori protezioni politiche per i principali input chiave per l'IA e un rafforzamento delle applicazioni dell'IA legato agli interessi di sicurezza nazionale.

Tema 5: la (ri)proliferazione degli armamenti nucleari

Nuove strategie per una nuova era?



Perché le centrali nucleari sono tornate in auge

- La rapida frammentazione dell'ordine globale rafforza la motivazione a dotarsi di una forma di deterrenza definitiva.
- I programmi di Corea del Nord e Iran incrementano i rischi di proliferazione.
- Si registra un calo della fiducia nell'efficacia della protezione garantita dagli Stati Uniti.
- La Russia sta modernizzando le proprie armi nucleari, incluse quelle tattiche e da campo.
- Le minacce nucleari provenienti da Mosca sono in aumento.
- Sia la Cina che la Russia stanno sviluppando veicoli ipersonici potenzialmente in grado di trasportare armamenti nucleari.
- La capacità di armamento nucleare della Cina è in rapida crescita.

Nuovo piano di investimento geopolitico: cercare alfa nei cambiamenti dirompenti e nei nuovi temi

Priorità alla sicurezza nazionale, maggiore pianificazione degli scenari e ricerca di opportunità più diversificate

Inflazione strutturalmente più elevata, crescita più contenuta, cicli macroeconomici più differenziati rispetto al periodo di massimo splendore della globalizzazione: la "nuova normalità".

Più cambiamenti dirompenti = più differenziazione (trovare vincitori e vinti).

Differenziazione a tutti i livelli: regione, paese, settore, società, asset class, mentre i responsabili politici globali privilegiano la sicurezza nazionale rispetto all'efficienza economica.

Vantaggio strutturale per le strategie long/short.

Ottenere una maggiore esposizione a temi chiave che probabilmente dureranno anni: difesa tradizionale, innovazione della difesa, resilienza climatica, tecnologia verde/decarbonizzazione.

Considerare i nuovi temi di "Fortress North America": energia, agricoltura, adattamento climatico, innovazione nel settore della difesa, produzione nazionale, ecc. compresi i vantaggi macroeconomici a lungo termine per Canada e Messico.

Opportunità di accelerazione nel private equity (innovazione nella difesa e nel clima).



Appendice

Cambiamento di politica strutturale: Il ritorno della "guerra totale" come orientamento politico

La sicurezza nazionale prevale su quasi tutto il resto



LA NUOVA CASSETTA DEGLI ATTREZZI PER LE POLITICHE

La deterrenza militare nucleare/tradizionale non funziona più da sola;
i conflitti non possono più essere "isolati";
maggiore attenzione alle fonti di potere "sociali";
elenco più ampio di obiettivi di conflitto (economici/commerciali, militari, informatici, psy-ops, ecc.);
confondimento delle applicazioni militari/civili.

RUOLO CRESCENTE DEL SETTORE PRIVATO

Crescente influenza e potere nei settori "strategici" (spazio, AI, biotecnologie, robotica/automazione, ecc.);
crea attriti e opportunità con i responsabili politici globali.

IMPATTI MACRO E DI MERCATO

La sicurezza nazionale è più importante dell'efficienza economica; ci si aspetta un'inflazione più alta, una crescita più bassa, cicli macro più differenziati rispetto a quelli del periodo d'oro della globalizzazione.

Cosa vede il Pentagono in Cina

Un concorrente "quasi alla pari" e una crescente minaccia globale



- Rapidi progressi delle capacità militari in tutti i settori.
- Azioni più assertive a Taiwan, nei mari della Cina meridionale e orientale.
- Espansione dell'impronta militare in Medio Oriente.
- Approfondimento degli strumenti e delle azioni di cyber e intelligence.
- Superiorità in alcune armi ipersoniche.
- Crescita delle potenzialità AI, quantistiche e spaziali.
- Rapida costruzione dell'arsenale di armi nucleari e della triade strategica per la consegna.



Cosa vede il Dipartimento di Stato americano in Cina

Maggiore peso diplomatico e crescente influenza globale

- Aumento dell'influenza diplomatica a livello regionale e globale, compresi i BRICS.
- Commercio e influenza economica fuori misura.
- Diplomazia più assertiva da "guerriero lupo".
- La struttura istituzionale della Belt and Road per attuare una politica dannosa per gli interessi degli Stati Uniti.
- **Aspetto geopolitico chiave:** allineamento con Russia, Iran, Corea del Nord e altri paesi dell'"Asse della disgregazione".

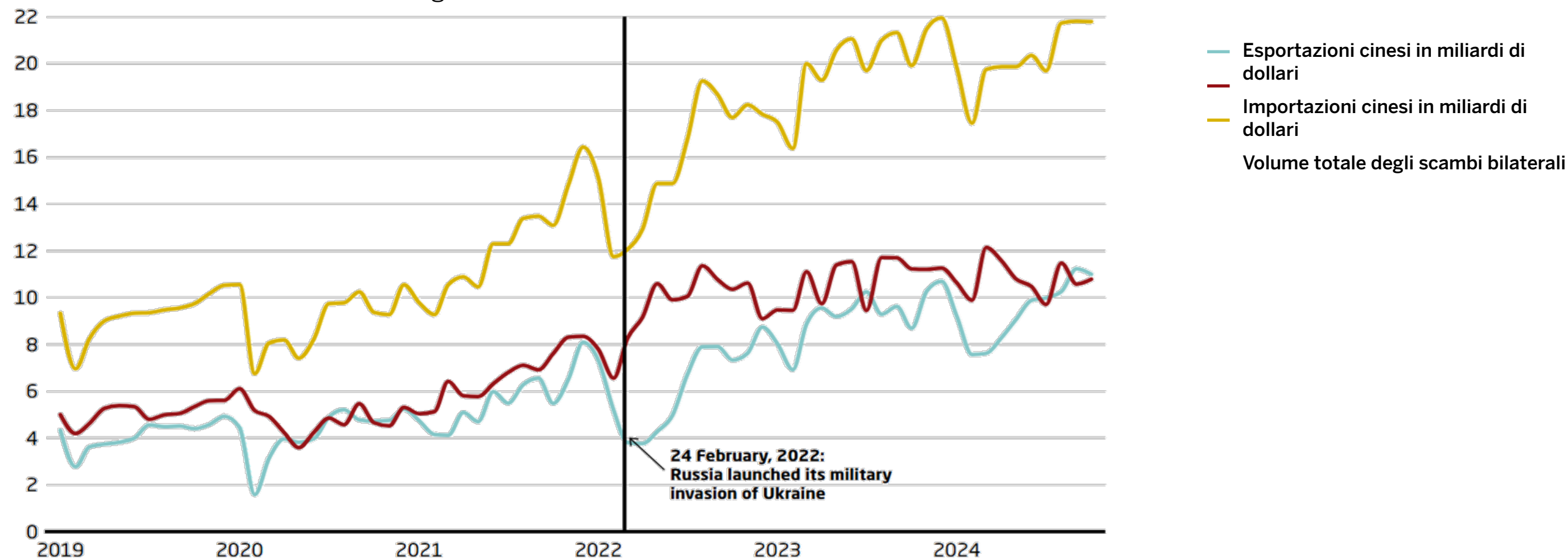


Alleanza strategica Cina-Russia

Un'"amicizia senza limiti" ha molteplici dimensioni

Il commercio tra Cina e Russia è aumentato dopo l'invasione dell'Ucraina

Evoluzione del volume mensile degli scambi bilaterali dal 2019



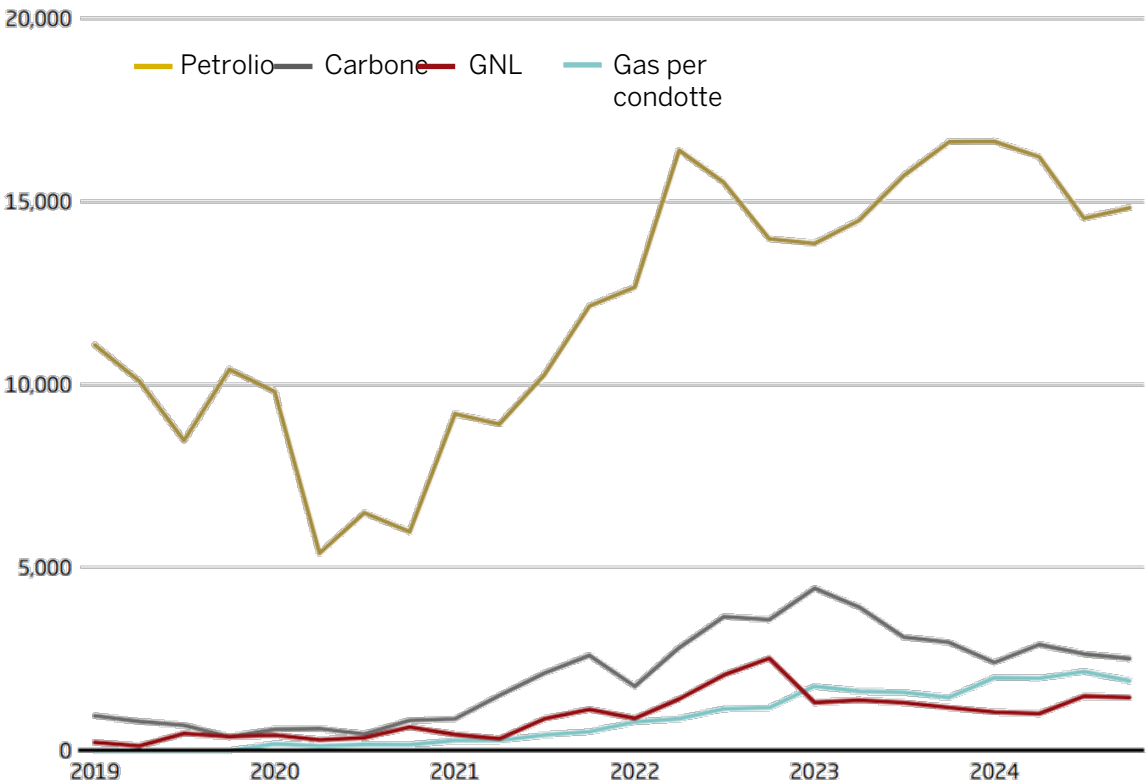
Fonti: MERICS, OSW, UI, General Administration of Customs of the People's Republic of China (GACC)

Allineamento strategico Cina-Russia (segue)

L'energia rimane un fattore chiave delle relazioni bilaterali

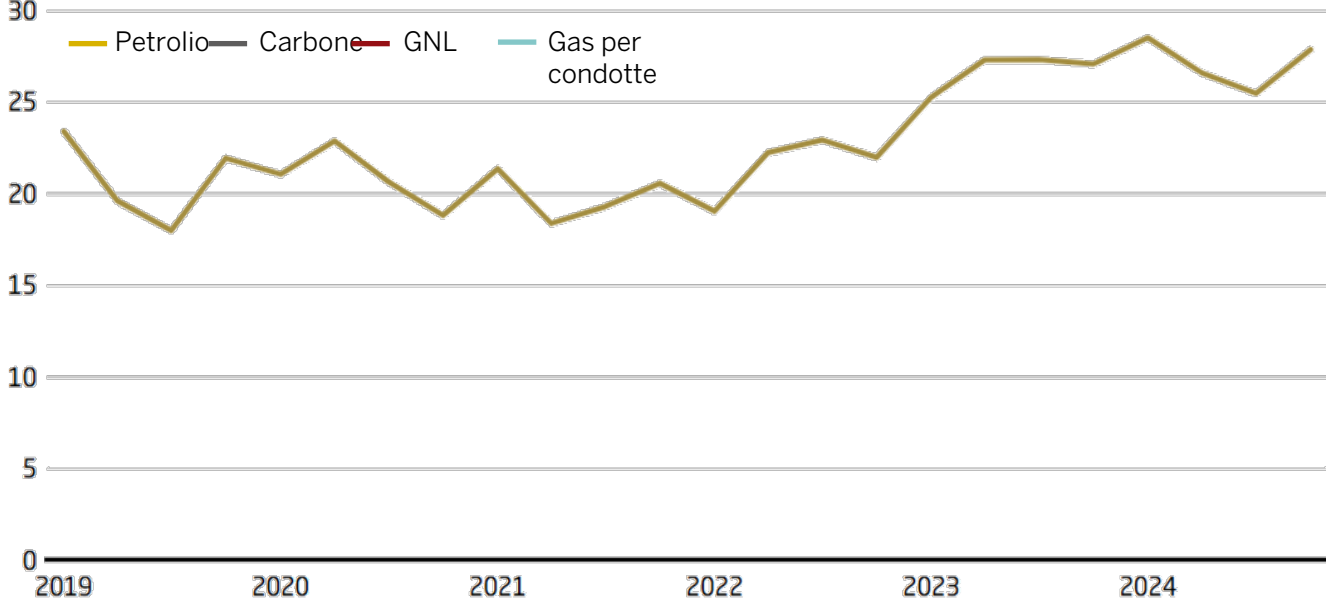
La Cina è diventata un mercato chiave per le esportazioni di combustibili fossili russi

Esportazioni di energia russa in Cina, in milioni di dollari



Il petrolio domina le esportazioni russe verso la Cina, raggiungendo un record nel 2024

Esportazioni di petrolio russo in Cina in milioni di tonnellate



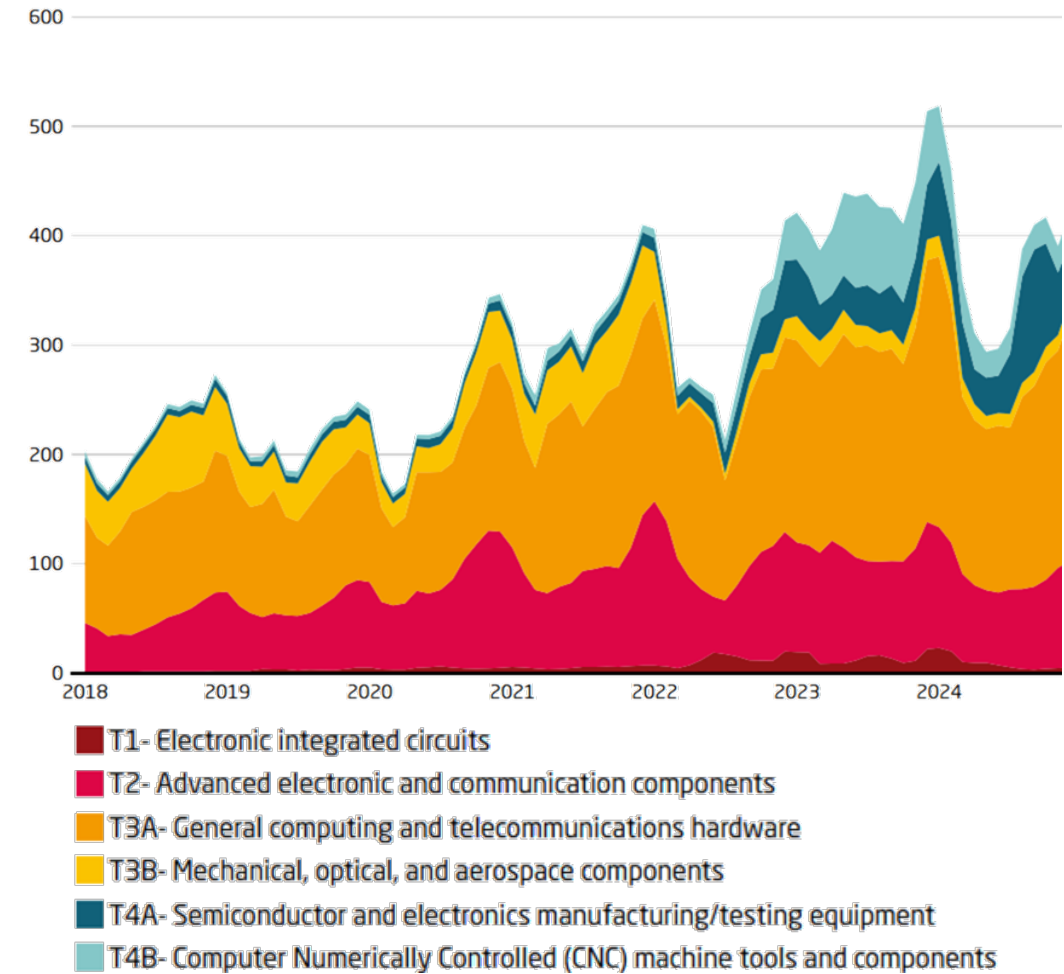
Fonti: MERICS, OSW, UI, Amministrazione generale delle dogane della Repubblica popolare cinese (GACC)

Allineamento strategico Cina-Russia (segue)

La partnership si estende anche agli sforzi militari/di guerra

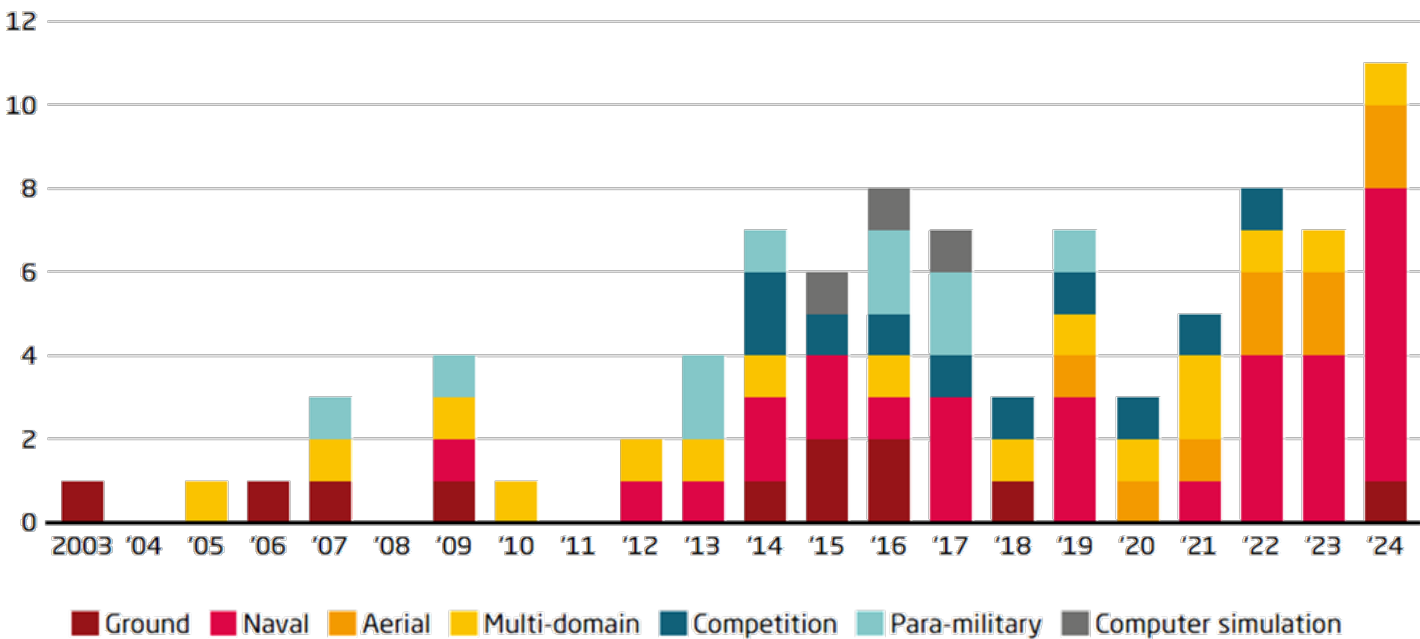
Le esportazioni cinesi di beni a duplice uso aiutano a sostenere lo sforzo bellico della Russia

Esportazioni mensili cinesi di beni con applicazioni civili-militari, in milioni di USD



Le esercitazioni militari Russia-Cina consistono ora prevalentemente in pattuglie navali e aeree

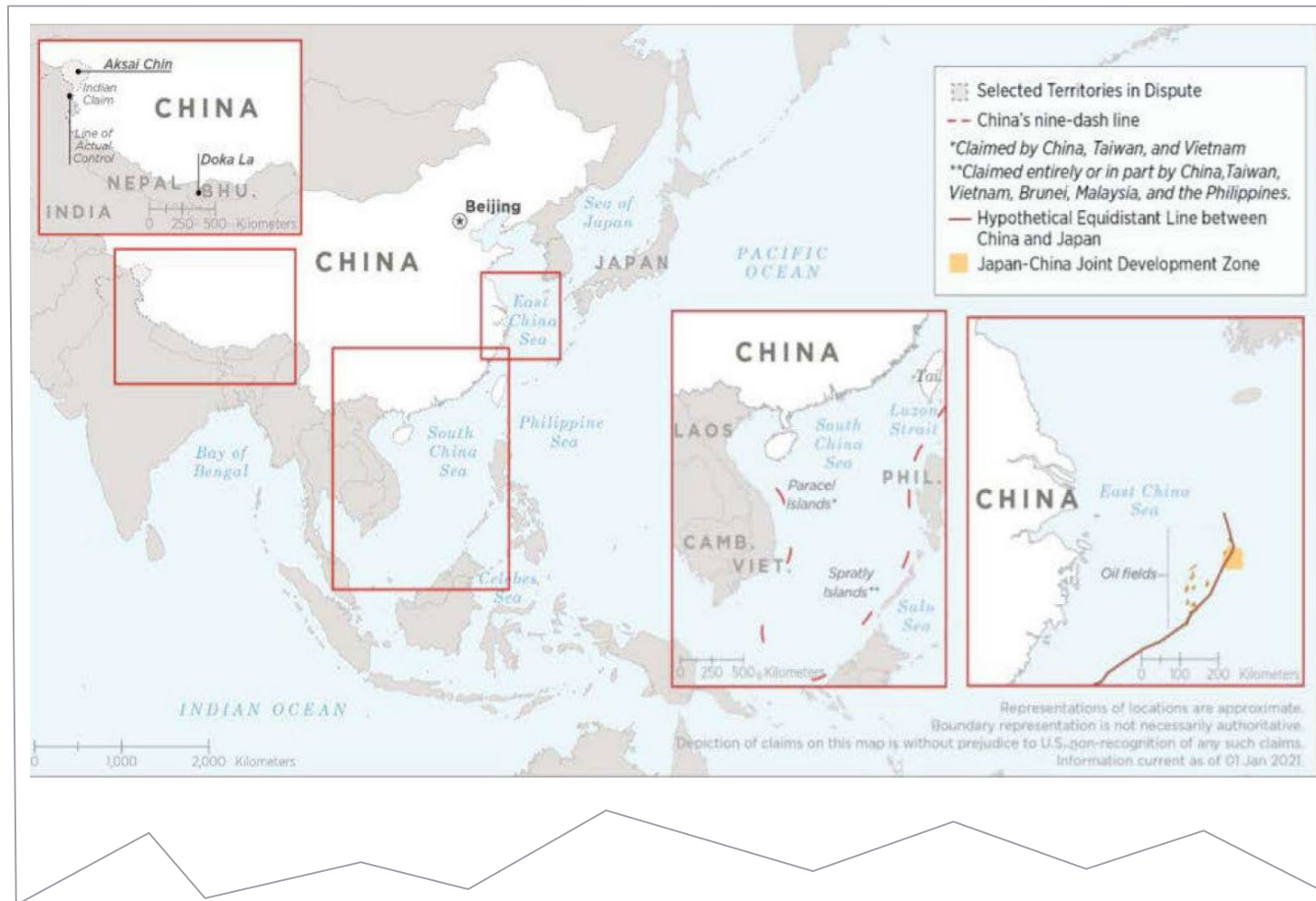
Esercizi congiunti per tipo dal 2003



Fonti: MERICS, OSW, UI, General Administration of Customs of the People's Republic of China (GACC), CSIS China Power Project

Le controversie territoriali aumentano la preoccupazione

I potenziali punti di infiammabilità sono ovunque



ELEMENTO CHIAVE

Gli Stati Uniti sono vincolati dal trattato a proteggere il Giappone e le Filippine in ogni futuro conflitto con la Cina.

- Taiwan il più grande potenziale punto di infiammabilità.

Altri:

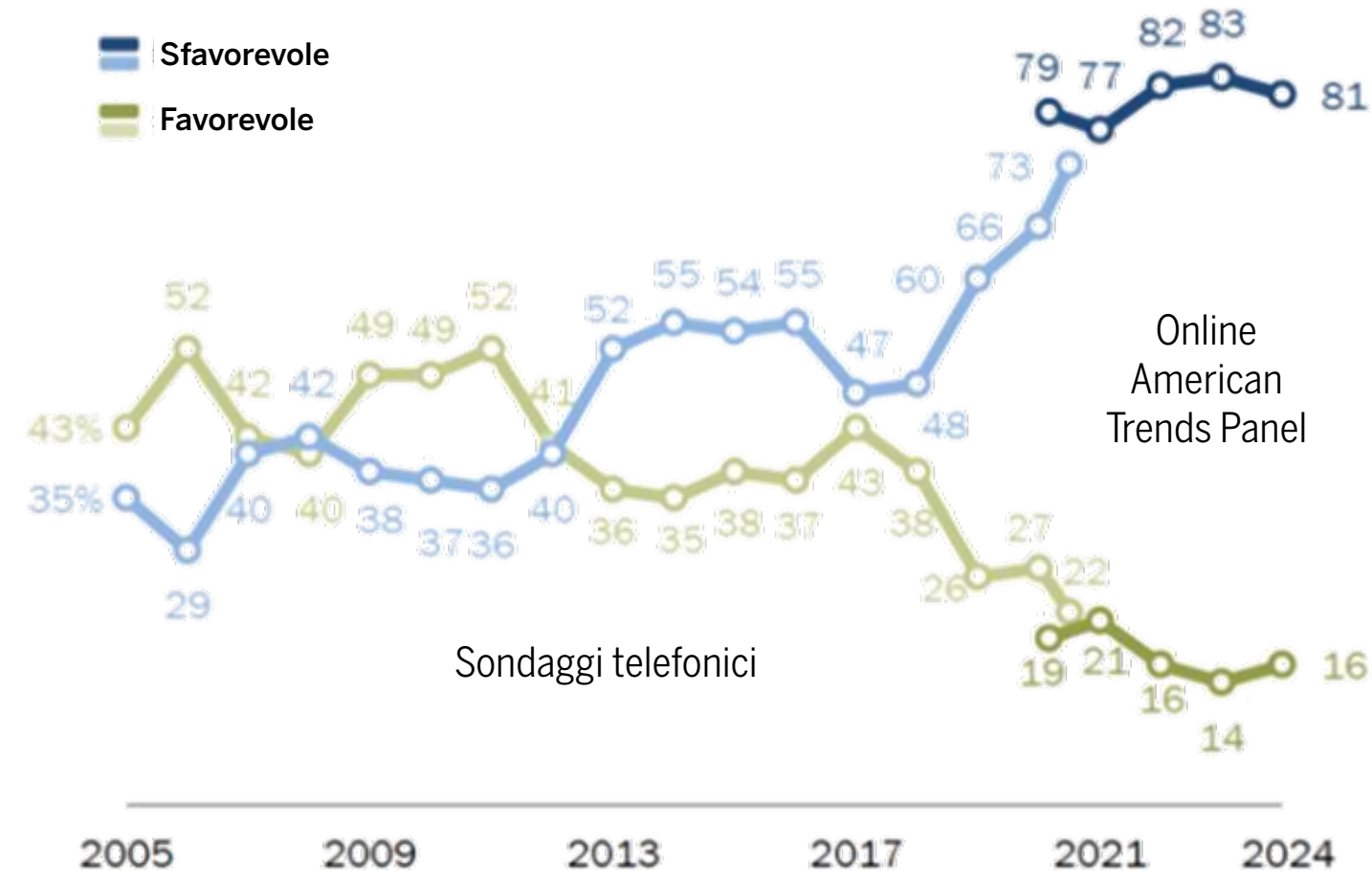
- Mari cinesi orientali e meridionali.
- Filippine.
- Confine India-Cina.

Anche la politica interna conta

Negli Stati Uniti, avere un atteggiamento morbido verso la Cina non porta vantaggi politici

La maggior parte degli americani ha una visione sfavorevole della Cina

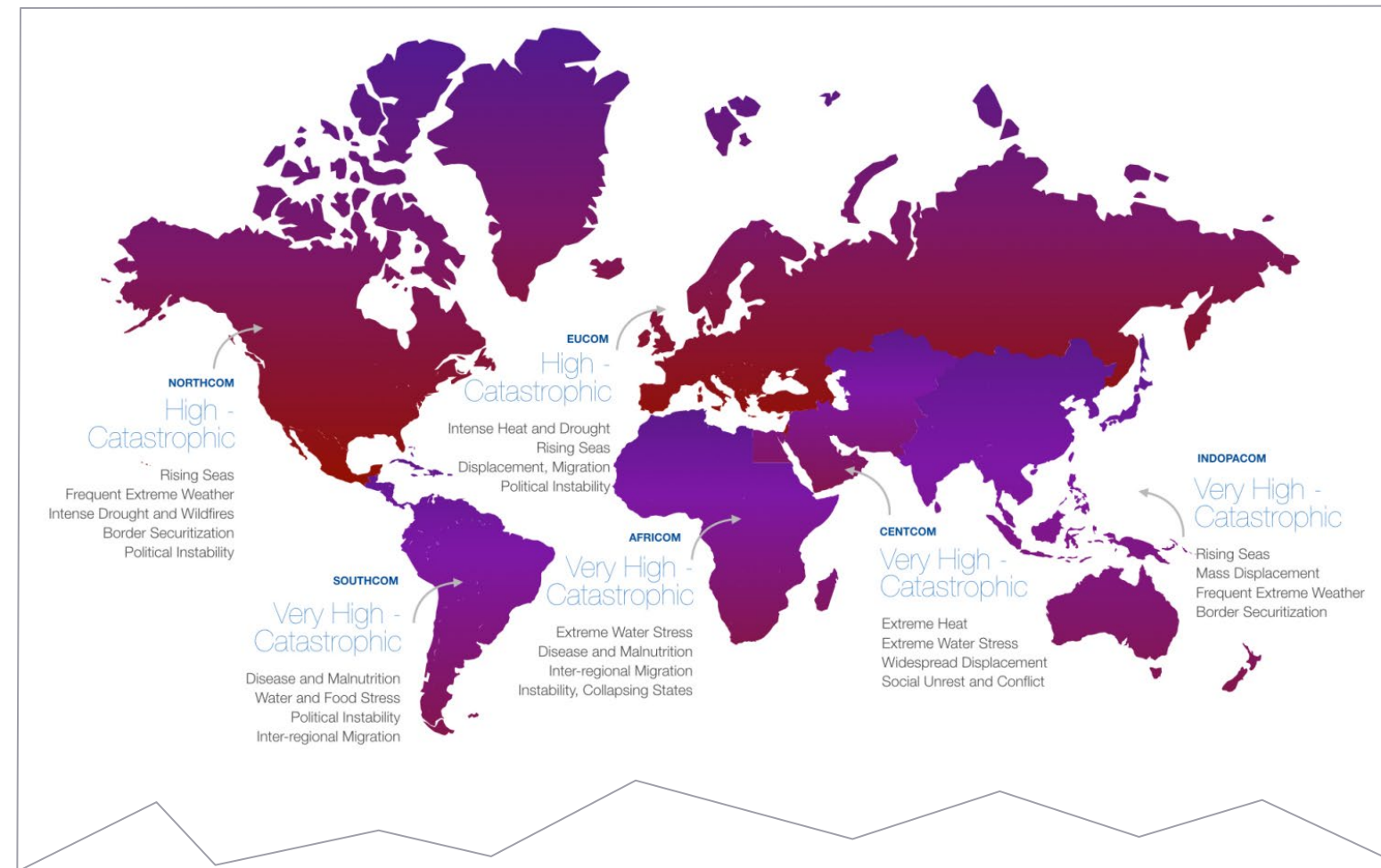
% chi ha un'opinione della Cina



Nota: non sono indicati coloro che non hanno risposto. | Fonti: Pew Research Center, sondaggio sugli adulti statunitensi condotto dall'1 al 7 aprile 2024. Q4b. "Gli americani restano critici nei confronti della Cina".

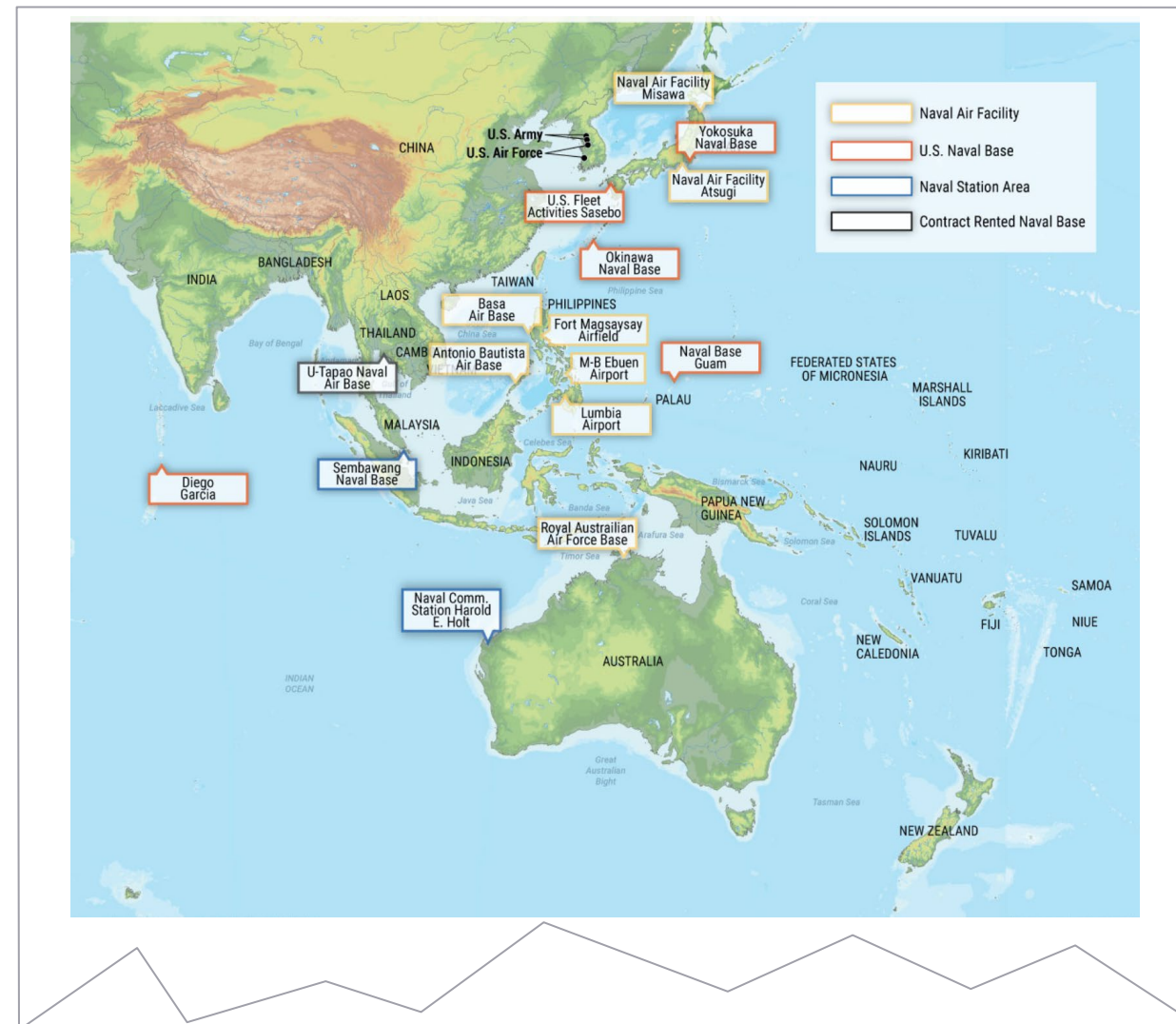
Mappatura dei disastri con un focus sulla sicurezza nazionale

Profilo delle minacce alla sicurezza climatica: scenario di medio-lungo termine (riscaldamento di 2 – 4 gradi C°)



Rischi per la sicurezza nazionale: vulnerabilità delle basi militari statunitensi in Asia

Tutti questi importanti beni militari necessitano di una protezione adeguata contro i cambiamenti climatici



Fonte: IISS, Military Times, Stato USA. Reparto.

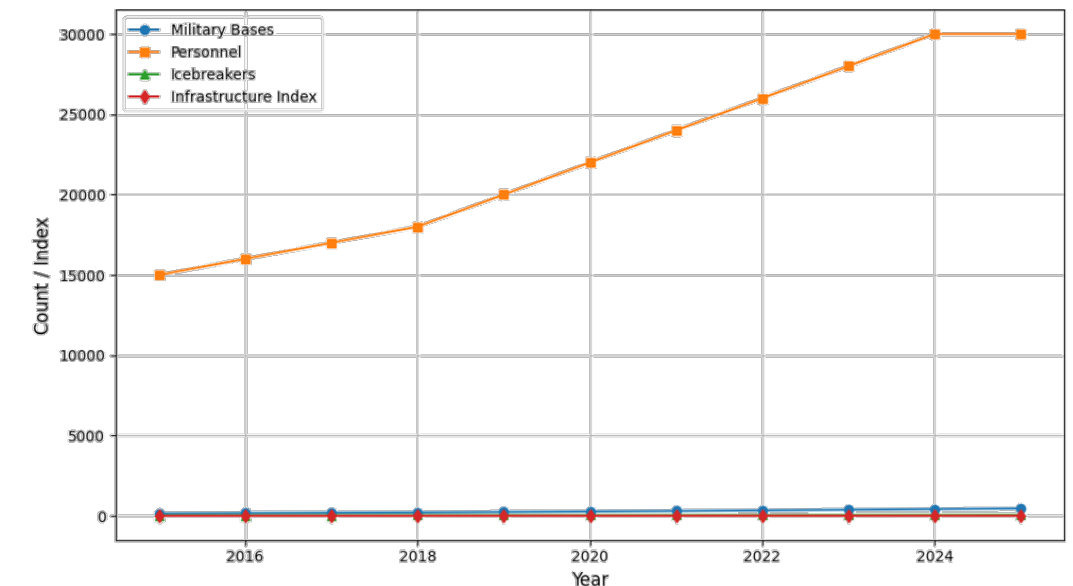
Rischi geopolitici legati al clima all'orizzonte

Gli stress climatici esacerberanno ulteriormente la competizione geopolitica tra grandi potenze e altre tensioni

- Confine India-Pakistan (carenza idrica).
- Confine Cina-India (carenza idrica).
- Controversie territoriali nel Mar Cinese Meridionale (pesce ed energia).
- Militarizzazione dello scioglimento dell'Artico (energia contesa e nuove rotte commerciali).

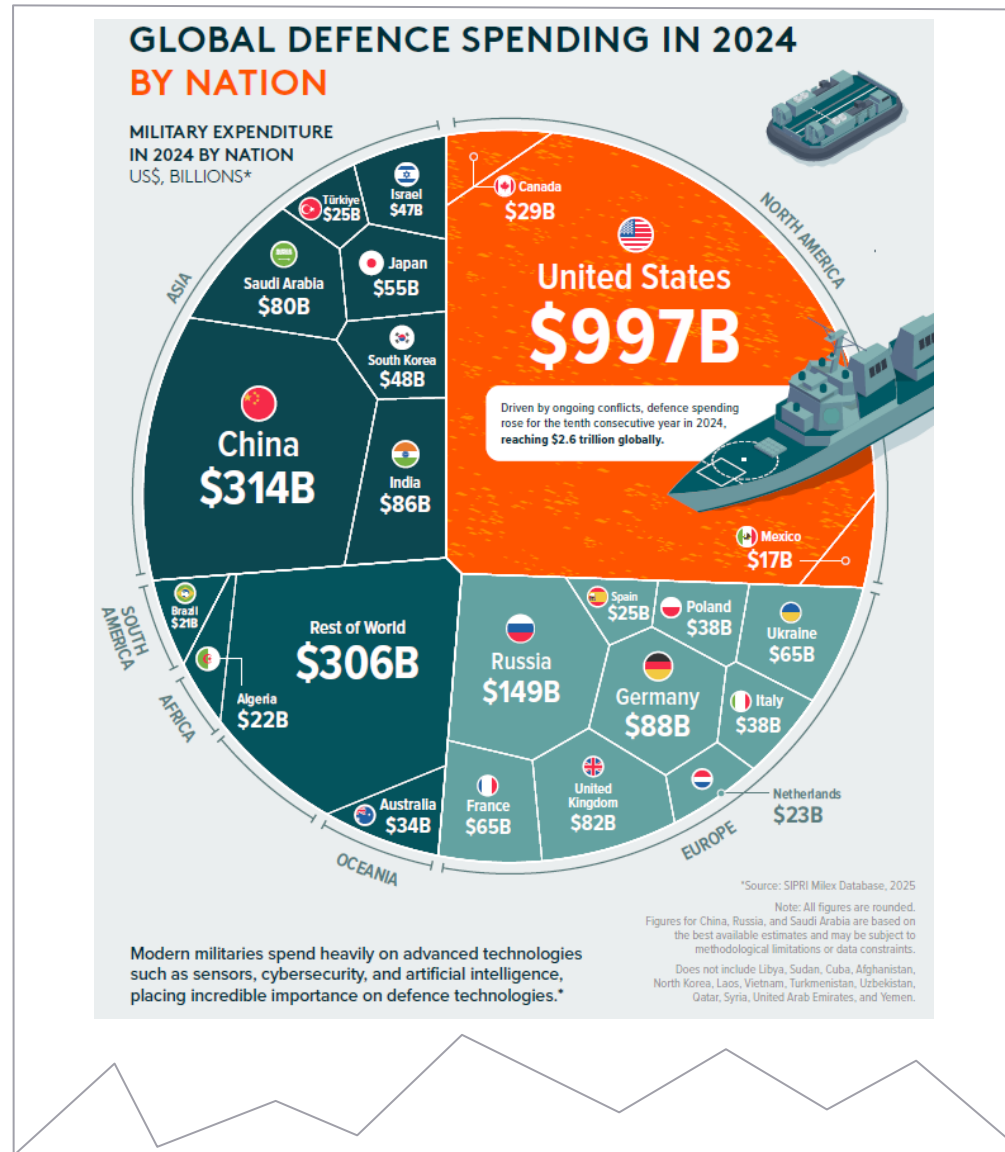


Il potenziamento militare della Russia nell'Artico (2015 - 2025)



Proiettili, bombe e pistole (segue)

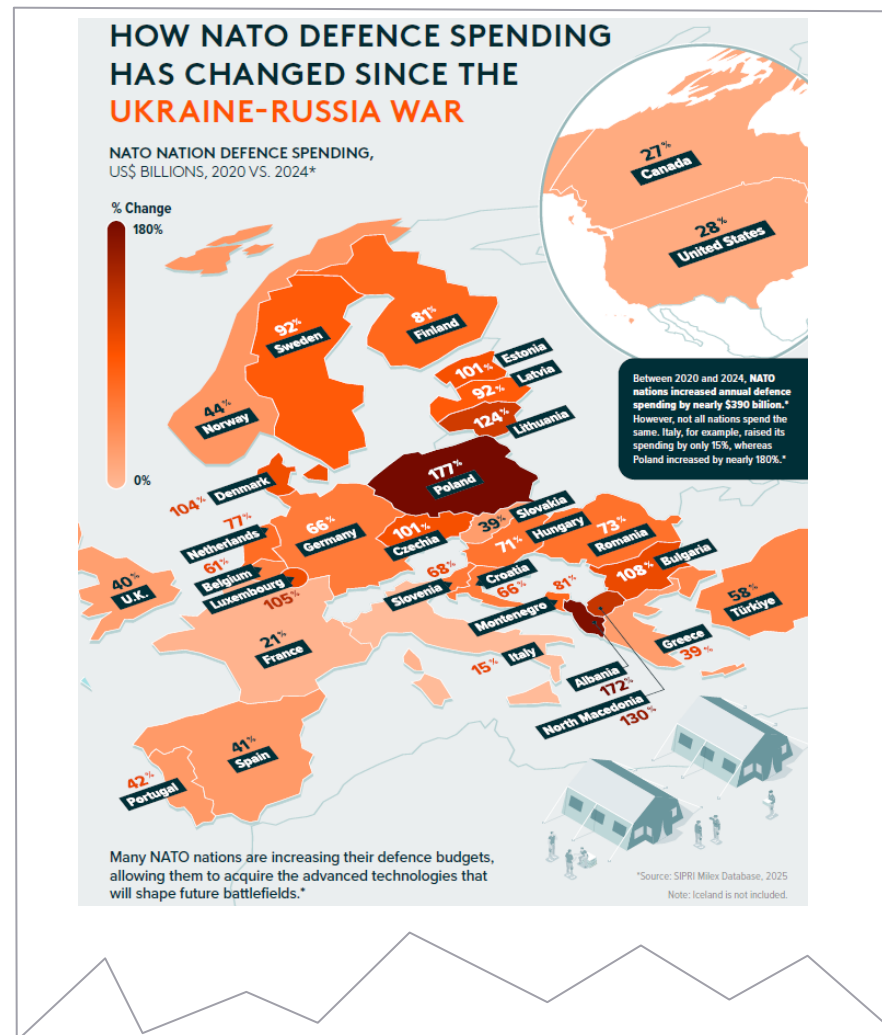
Esistono importanti differenze tra i paesi, ma la tendenza è chiaramente al rialzo



- Stati Uniti, Cina, Russia e India rappresentano il 60 per cento del totale ufficiale
- L'UE rappresenta attualmente il 17% del totale
- La NATO prevede enormi aumenti futuri (5% del PIL annuale per tutti gli stati membri)
- L'Ucraina è ora l'ottavo paese al mondo per spesa
- La spesa per la difesa della Russia aumenterà del 38% nel 2024, raggiungendo il 7,1% del PIL
- Secondo le stime della CIA, la spesa totale per la difesa della Cina è molto più vicina ai livelli degli Stati Uniti.

Driver chiave per la difesa dell'Europa: l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia

Sì, Trump 2.0 parla, ma le azioni sul campo di battaglia contano più delle parole

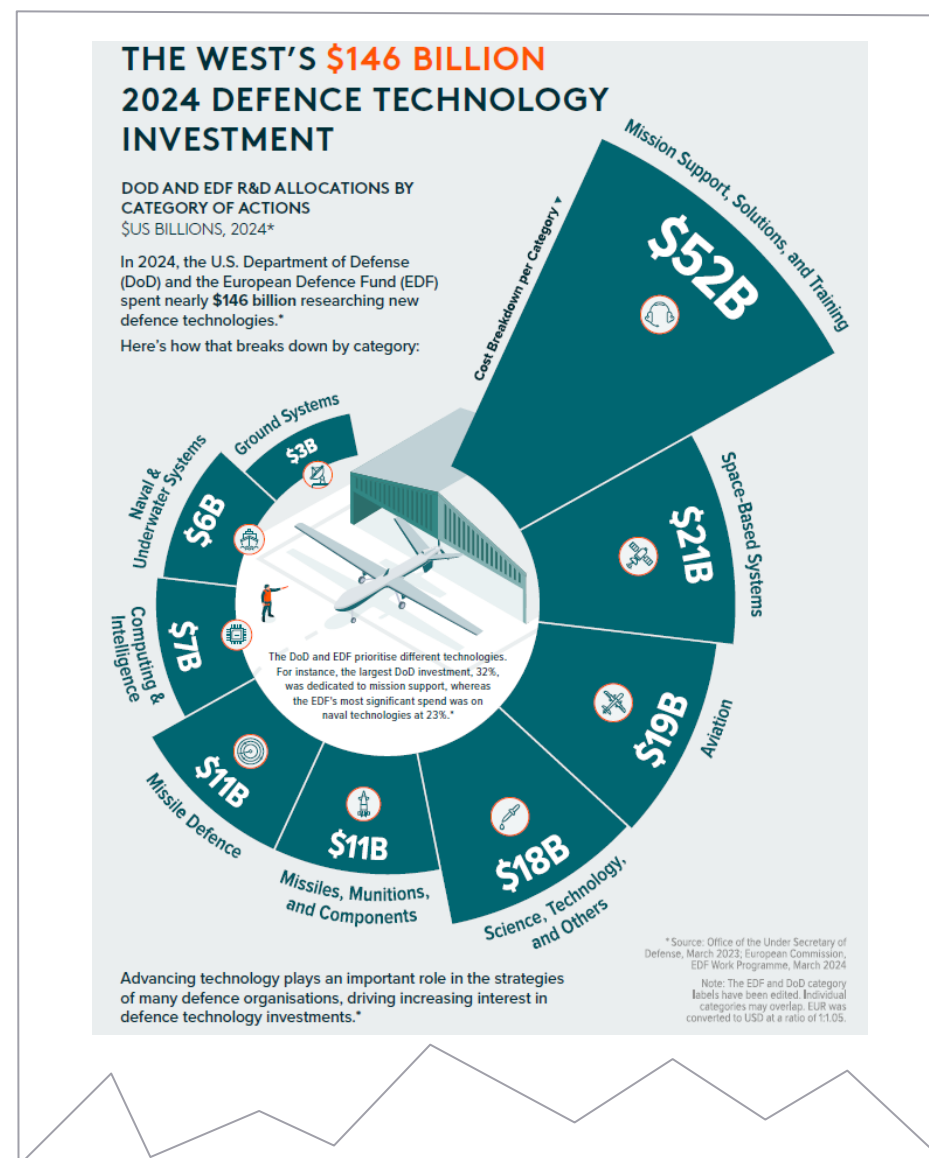


Fonti: Global X; Database SIPRI Milex, 2025

- Aumento di 390 miliardi di dollari per i paesi NATO tra il 2020 e il 24
- **La geografia conta:**
 - Polonia: 177%
 - Svezia: 92%
 - Finlandia: 81%
 - Estonia: 101%
 - Lituania: 124%
 - Lettonia: 92%
 - La Germania è un driver fondamentale per l'Europa occidentale.
- **Implicazioni future:**
 - L'Europa potrebbe aver bisogno di un nuovo "contratto sociale" per pagare questi aumenti.
 - Prevediamo maggiori attriti politici interni.

Il futuro è adesso

La guerra in Ucraina accelera il passaggio all'innovazione della difesa



- I cambiamenti dottrinali militari favoriscono le tecnologie a doppio uso:
- Il conflitto in Ucraina è stato un laboratorio per la guerra del futuro.
- Il conflitto Israele/USA-Iran offre ulteriori lezioni.
- **Aree di intervento principali:**
 - Spazio, tecnologia spaziale.
 - Difesa missilistica.
 - Guerra elettronica.
 - Droni.
 - Automazione e robotica.
 - Crescente attenzione globale alle tecnologie navali.
 - L'intelligenza artificiale è un filo conduttore in tutte queste aree.

Fonti: Global X; Ufficio del Sottosegretario alla Difesa, 2023; Programma di lavoro del FES della Commissione europea, 2024.

L'importanza militare dei minerali critici

La Cina ha un grande vantaggio sugli Stati Uniti, se decide di giocare questa carta

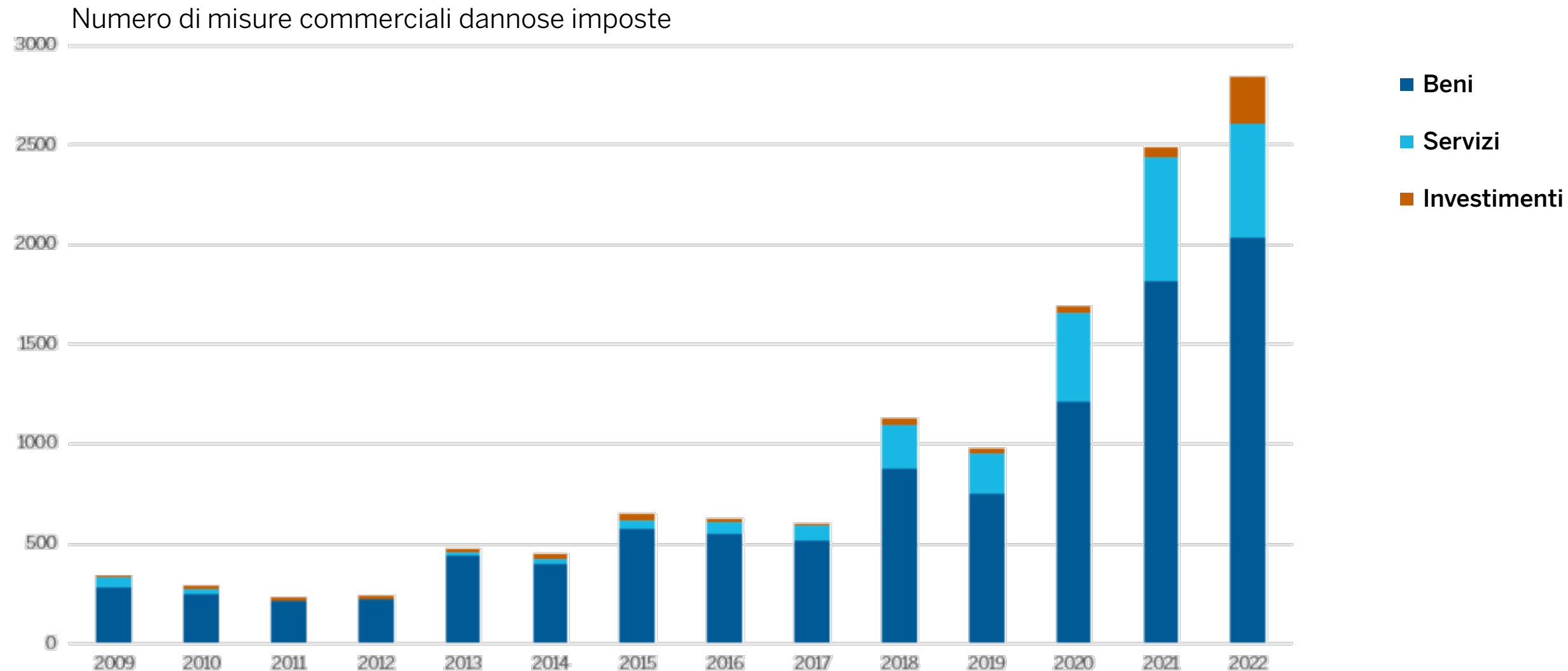
Minerali critici nei sistemi d'arma, 2025

Assistenza	Parti contenenti minerali	Sistemi d'arma impattati	Percentuale di sistemi d'arma colpiti (%)
Marina Militare	51.468	739	91.6
Aeronautica Militare	29.769	302	85.1
Esercito	17.904	575	70.3
Settore marittimo	5.802	292	61.7
Tutti i servizi	80.006	1.908	77.7

Fonti: Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti; Govini; 13D

La de-globalizzazione si intensifica

Il nuovo protezionismo era un problema ben prima dei dazi di Trump 2.0



Fonte: Global Trade Alert; World Outlook del FMI (2023)

All'orizzonte - Intelligenza Generale Artificiale (AGI)

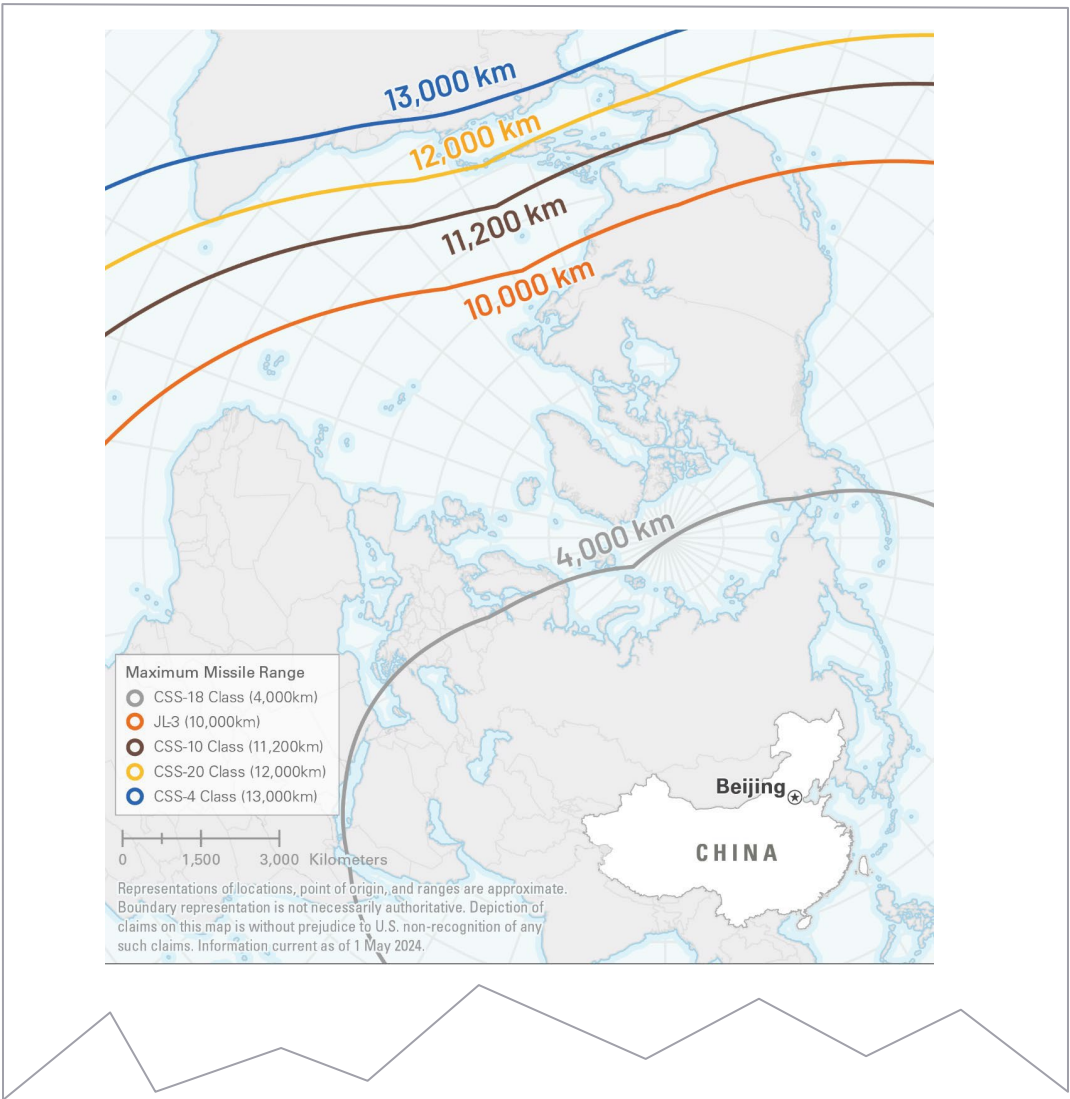
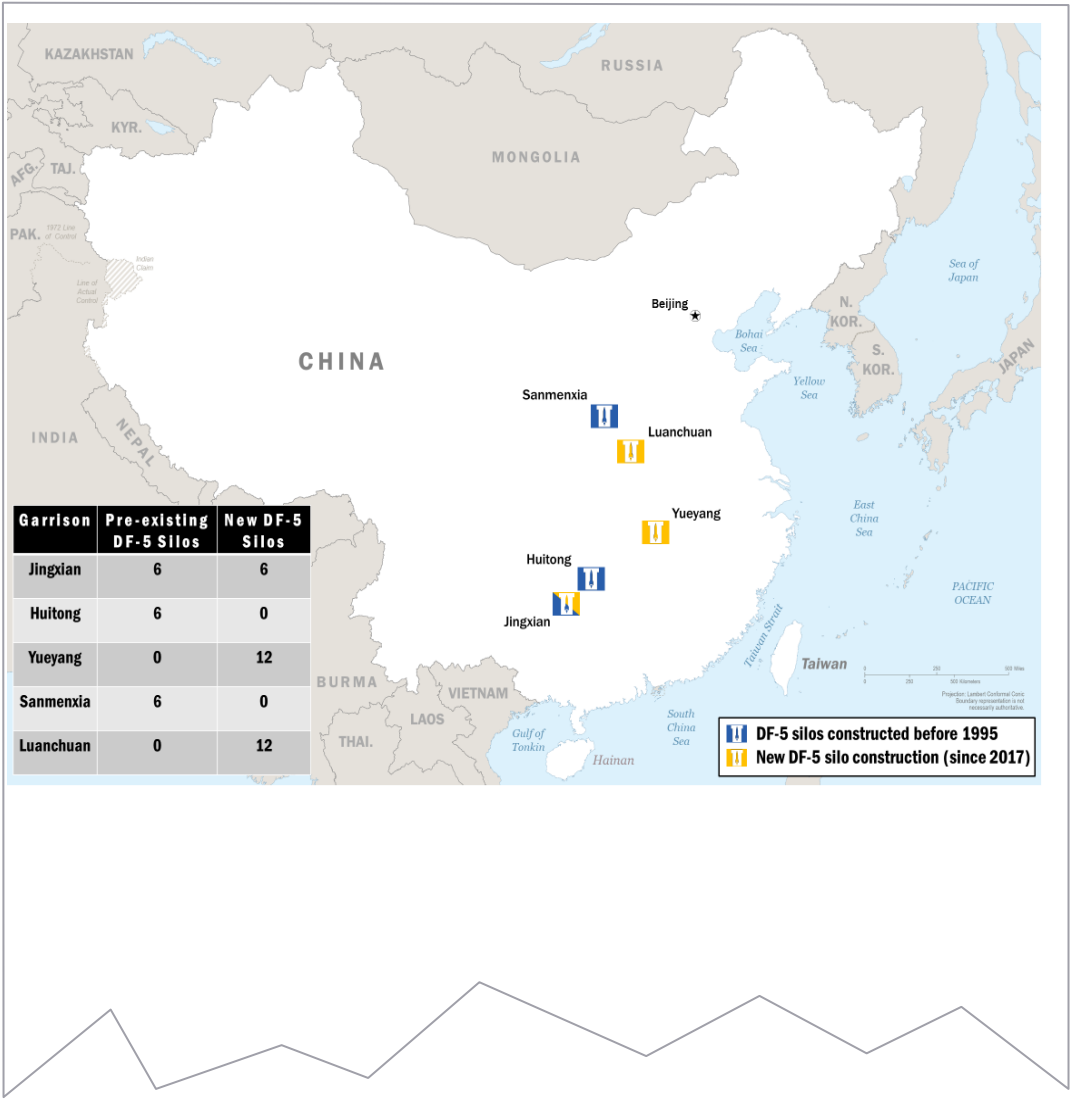
I rischi crescono quando la competizione tra grandi potenze aumenta la posta in gioco per la sicurezza nazionale

Lo sviluppo dell'AGI, o intelligenza sovrumana, suggerisce un crescente potenziale di sconvolgimento geopolitico sismico in un **futuro non troppo lontano**

- I rischi emergenti e altre considerazioni includono
- **Armi straordinarie:** l'improvvisa comparsa di una capacità militare decisiva
- **Spostamenti sistemici del potere globale** - rapido riordino globale dovuto a nuove capacità
- **Non esperti con capacità di ADM** - compresi gruppi terroristici e individui malintenzionati e/o altri attori
- **Entità artificiali dotate di agenzia** - proverbiale "robot assassini" che operano al di fuori del controllo umano
- **Instabilità** - dinamiche di corsa agli armamenti ed errori di calcolo che scatenano conflitti

Il potenziamento militare convenzionale e nucleare della Cina

Il Dipartimento della Difesa ritiene che Pechino stia raddoppiando l'arsenale nucleare nei prossimi cinque anni



Fonte: Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti "Sviluppi militari e di sicurezza che coinvolgono la Repubblica Popolare Cinese", 2024.

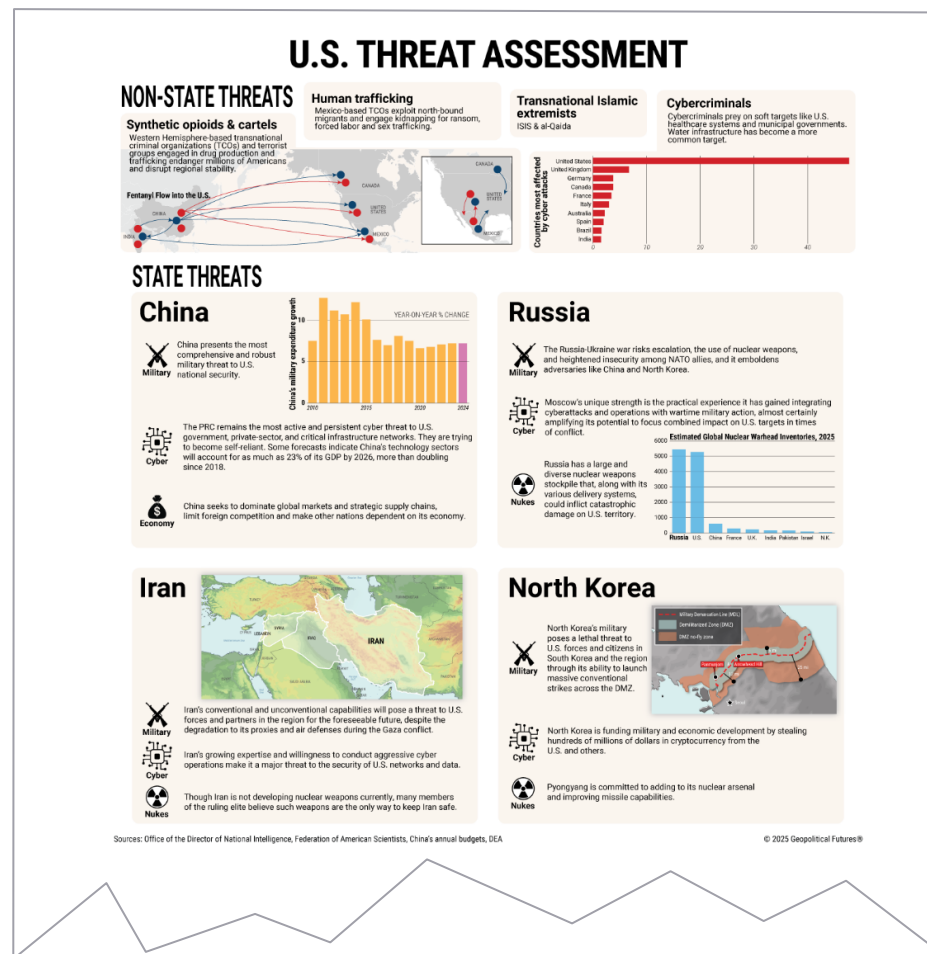
Entra in scena Trump 2.0: transazionale, caotico, determinato a rivoluzionare il ruolo degli Stati Uniti

La politica estera statunitense più dirompente da un secolo a questa parte

- **Rovesciare oltre 80 anni di priorità della politica estera statunitense in oltre 100 giorni**
- Molteplici dimensioni
 - Sconvolgimenti commerciali/tariffari, alleanze incerte, chiusura di USAID, riforme/tagli del Dipartimento di Stato e di altri Doge, aumenti programmati della spesa per la difesa, crescente attenzione del Pentagono per la tecnologia della difesa, continua attenzione al settore strategico, ecc.
 - Tutto ciò non può essere separato dalle preoccupazioni strutturali per la sicurezza nazionale alimentate dalla competizione tra grandi potenze e dalla conseguente instabilità geopolitica.
 - **Priorità "America First"**: Sfruttare i vantaggi economici degli Stati Uniti per raggiungere la "pace attraverso la forza"; sganciamento strategico più rapido dalla Cina; ricostituzione delle basi industriali manifatturiere e di difesa degli Stati Uniti; uso selettivo/drammatico della potenza militare degli Stati Uniti.
 - Ultimo, ma non meno importante: riorientare le priorità della sicurezza nazionale degli Stati Uniti verso aree geografiche più vicine a noi (Nord America)

Risultato politico: un'attenzione sempre maggiore degli USA alla sicurezza nazionale

La valutazione dell'intelligence nazionale di Trump 2.0 evidenzia i rischi delle grandi potenze e le nuove minacce transnazionali



- La Cina è in cima alla lista dei progetti per il "ringiovanimento nazionale" entro il 2049
- La Russia è una potenza "resiliente e dirompente"
- Il crescente coordinamento tra Cina, Russia, Iran e Corea del Nord è una delle principali preoccupazioni in materia di sicurezza nucleare
- Le minacce informatiche e terroristiche sono in aumento a livello globale
- Approfondimento delle attività della zona grigia, comprese le attività criminali nel settore degli oppioidi sintetici, dell'immigrazione clandestina e della tratta di esseri umani.

Fonti: Ufficio del direttore dell'intelligence nazionale; Federazione degli scienziati americani; bilanci annuali della Cina; DEA; Geopolitical Futures.

Come investire in tempi di turbolenza geopolitica?

WELLINGTON
MANAGEMENT®

Sapere dove guardare, espandere la propria immaginazione e imparare a pensare in modo diverso



Riflessione finale

Pensare all'opportunità, non alla sventura

ELEMENTO CHIAVE

Affrontare le perturbazioni geopolitiche e politiche con un senso di opportunità e ottimismo, non di tristezza e malinconia.



- I cambiamenti strutturali nella geopolitica avvengono una volta ogni secolo
- Questi cambiamenti radicali offrono nuove opportunità di investimento a lungo termine accanto ai rischi
- L'aspetto più importante è che **gli asset allocator non sono esenti dai problemi di agenzia.**
- Abbiamo la capacità e gli incentivi per impiegare il capitale in modo da ridurre il rischio geopolitico, migliorare le prospettive di cambiamento climatico e ampliare i potenziali benefici sociali ed economici delle tecnologie emergenti.

Informazioni importanti

Wellington Management Company LLP (WMC) è un consulente d'investimento indipendente registrato presso la Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense. WMC è anche registrata presso la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) degli Stati Uniti come consulente per la negoziazione di materie prime (CTA) e operatore di commodity pool (CPO). WMC funziona da CTA per alcuni clienti, compresi i pool di materie prime gestiti da operatori di pool di materie prime registrati. WMC fornisce consulenza in materia di commodity trading a tutti gli altri clienti in virtù di esenzioni dalla registrazione CTA. WMC opera da CPO per alcuni veicoli in pool sponsorizzati da Wellington. WMC, insieme alle sue affiliate (collettivamente, Wellington Management), fornisce servizi di gestione e consulenza per gli investimenti a istituzioni di tutto il mondo. Wellington Management Group LLP (WMG), una società a responsabilità limitata del Massachusetts, funge da holding capogruppo dell'organizzazione globale di Wellington Management. Tutti i partner sono membri professionisti a tempo pieno di Wellington Management. Con sede a Boston, Massachusetts, Wellington Management ha uffici anche a Chicago, Illinois; New York, New York; Radnor, Pennsylvania; San Francisco, California; DIFC, Dubai; Francoforte; Hong Kong; Londra; Lussemburgo; Madrid; Milano; Shanghai; Singapore; Sydney; Tokyo; Toronto; e Zurigo.

Il presente materiale è preparato e autorizzato per uso interno da parte di investitori istituzionali e professionali designati e dei loro consulenti o per qualsiasi altro uso autorizzato da Wellington Management. Il presente materiale e/o i suoi contenuti sono aggiornati al momento della stesura e non possono essere riprodotti o distribuiti in tutto o in parte, per qualsiasi scopo, senza l'espresso consenso scritto di Wellington Management. Il presente materiale non intende costituire una consulenza sugli investimenti o un'offerta di vendita, né la sollecitazione di un'offerta di acquisto di azioni o altri titoli. Gli investitori dovrebbero sempre procurarsi e leggere una descrizione aggiornata dei servizi di investimento o un prospetto informativo prima di decidere se nominare un gestore di investimenti o investire in un fondo. Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle dell'autore o degli autori, si basano sulle informazioni disponibili e sono soggette a modifiche senza preavviso. I singoli team di gestione possono avere opinioni diverse e prendere decisioni di investimento diverse per clienti diversi. I dati utilizzati da terzi sono considerati affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Le dichiarazioni previsionali non devono essere considerate come garanzie o previsioni di eventi futuri. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Wellington non si assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni contenute nel presente materiale nel caso in cui tali informazioni cambino.

In Europa (esclusi Regno Unito e Svizzera), questo materiale è fornito dall'entità di marketing Wellington Management Europe GmbH (WME), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza finanziaria tedesca (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin). Questo materiale può essere utilizzato solo nei Paesi in cui WME è debitamente autorizzata a operare ed è rivolto esclusivamente a controparti idonee o a clienti professionali, come definito dalla legge tedesca sulla negoziazione dei titoli. Questo materiale non costituisce una consulenza d'investimento, una sollecitazione a investire in strumenti finanziari o un'informazione che raccomandi o suggerisca una strategia d'investimento ai sensi della Sezione 85 della legge tedesca sulla negoziazione dei titoli (Wertpapierhandelsgesetz).