

# INVESTIMENTI AZIONARI ITALIA

*Relazione semestrale al 28 giugno 2019*

## NOTA ILLUSTRATIVA

### CONTESTO GENERALE DI MERCATO

Nel primo semestre 2019 sono state riviste al ribasso le stime di crescita a livello globale da parte del Fondo Monetario Internazionale rispetto a quanto previsto nel World Economic Outlook pubblicato il 21 gennaio 2019. Nello specifico la stima di crescita globale per il 2019 è stata rivista al ribasso passando dal 3,5% al 3,3% ed in deterioramento rispetto ai livelli del 2018 (3,6%). La revisione è il risultato di un deterioramento delle stime di crescita sia nelle economie avanzate (da 2,0% a 1,8%) che in quelle emergenti (da 4,5% a 4,4%). Il ciclo globale ha registrato un indebolimento maggiore rispetto a quanto ipotizzato ad ottobre 2018, in cui era già stata effettuata una revisione al ribasso. Il FMI, tra i fattori che incidono negativamente sulla crescita, nell'ultima pubblicazione di aprile, ha citato in primo piano l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e le possibili ripercussioni sul commercio globale, il rallentamento della Germania e la frenata dell'Italia a causa degli elevati livelli di indebitamento e del rischio politico.

I principali temi emersi nel corso del semestre hanno riguardato le politiche del Presidente degli Stati Uniti D.Trump, in particolare in merito ai dazi commerciali e alle trattative su questo versante con la Cina, e l'atteggiamento più accomodante delle principali Banche Centrali, preoccupate da una dinamica inflattiva che stenta a raggiungere il livello target e l'intento delle stesse di sostenere il ciclo economico. Nel corso del semestre il Parlamento Britannico ha ripetutamente respinto la ratifica dell'accordo di recesso (15 gennaio, 12 e 29 marzo) e, per scongiurare l'eventualità di un'uscita senza tale accordo (no-deal Brexit), il governo britannico ha richiesto e ottenuto per due volte dal Consiglio europeo un'estensione della scadenza del 29 marzo, dapprima al 12 aprile, poi al 31 ottobre 2019. Nell'ipotesi in cui il Parlamento del Regno Unito ratifichi l'accordo prima del nuovo termine, l'uscita avverrebbe il primo giorno del mese successivo. Il rischio di una Brexit senza accordo, sebbene allontanato nel tempo, non è stato però scongiurato, data l'elevata incertezza che tuttora domina il panorama politico britannico. Il Regno Unito ha preso parte alle elezioni europee che hanno visto una crescita dei partiti liberali, verdi ed euroscettici ed un ridimensionamento dei partiti popolari e socialdemocratici rispetto ai risultati del 2014, contestualmente in Italia è cresciuto il consenso per la Lega che si è affermato come primo partito. Nonostante le preoccupazioni di un rallentamento del quadro macro, i dati del PIL del primo trimestre per Cina, Stati Uniti ed Unione Europea hanno sorpreso al rialzo. Anche i mercati emergenti hanno mostrato alcuni segnali di miglioramento. In particolare, sebbene la traiettoria a medio termine della crescita del PIL cinese sia chiaramente al ribasso, la performance del primo trimestre è stata superiore alle aspettative e il paese dovrebbe beneficiare delle misure di stimolo fiscale varate dal governo.

In Europa il Fondo Monetario Internazionale stima prospettive di crescita per i principali paesi inferiori al 2% per l'anno in corso e per il successivo, con una crescita aggregata pari all'1,3% per il 2019 e all'1,5% per il 2020. La revisione al ribasso, rispetto alle stime di gennaio 2019, ha interessato principalmente l'Italia (da 0,6% a 0,1%) e la Germania (da 1,3% a 0,8%). I dati europei del primo trimestre del 2019 segnalano un'accelerazione congiunturale imputabile sia alla resilienza della domanda privata interna che a fattori di natura temporanea. Investimenti e consumi privati registrano, infatti, tassi di crescita positivi grazie rispettivamente al permanere di condizioni finanziarie accomodanti e ai miglioramenti del mercato del lavoro. Per quanto riguarda i fattori di natura temporanea, di rilievo l'incremento eccezionale, registrato nei primi mesi del 2019, delle importazioni dal Regno Unito in vista della scadenza originaria della Brexit del 29 marzo, il ritmo sostenuto dell'attività nel comparto costruzioni in presenza di condizioni meteo particolarmente miti e gli acquisti di auto in Germania, per mesi posticipati dall'introduzione il 1° settembre 2018 della nuova normativa sulle emissioni. Tuttavia, nonostante il buon inizio anno, il secondo trimestre ha dato indicazioni di vulnerabilità del comparto industriale soprattutto in Germania e Italia; gli anelli deboli della catena continuano ad essere i settori auto, chimico e farmaceutico. Questa debolezza del settore manifatturiero si riflette anche negli indici di fiducia delle imprese che nel corso del semestre hanno continuato a scendere; a pesare, oltre le persistenti difficoltà del settore auto, sono le preoccupazioni per l'evoluzione del commercio mondiale, la presenza di diffusi rischi geopolitici e l'incognita Brexit.

Sul versante dei prezzi, l'ultimo dato del tasso di inflazione pubblicato nel semestre, relativo al mese di maggio, conferma il livello +1,2% del mese precedente che è il livello più basso da aprile 2018. Con riferimento all'Italia, come di consueto, nel mese di aprile il Governo ha pubblicato il Documento di Economia e Finanza 2019, che contiene le linee guida della politica di bilancio e delle riforme per il prossimo triennio; esprimendo il proprio giudizio sul documento, la Commissione Europea ha nuovamente rilevato il mancato rispetto della regola di riduzione del debito pubblico da parte

dell'Italia e questo nell'immediato ha fatto crescere le aspettative del mercato relativamente all'apertura della Procedura di infrazione. Tuttavia la negoziazione del premier Conte e del ministro Tria con la Commissione Europea ha avuto un esito positivo, grazie ad una profonda correzione dei conti pubblici.

Negli Stati Uniti, secondo le più recenti stime dell'FMI, nel 2019 la crescita dovrebbe scendere al 2,3% (in deterioramento rispetto al 2,5% di inizio anno), risentendo del graduale affievolirsi degli effetti dello stimolo fiscale. Si stima un ulteriore rallentamento nel 2020 (1,9%) e nel 2021 (1,8%). Eppure, nel primo trimestre dell'anno in corso l'espansione dell'attività ha superato il 3%, trainata da un recupero delle esportazioni e dal contributo delle scorte, ma con un rallentamento degli investimenti e un indebolimento dei consumi (principalmente imputabile al blocco delle attività amministrative avvenuto nei primi mesi dell'anno). Tuttavia la dinamica delle decisioni di spesa delle famiglie ha successivamente confermato la sua solidità derivante dalla salute del mercato del lavoro domestico caratterizzato da un tasso di disoccupazione ai minimi da 50 anni. Sono rimasti a livelli storicamente elevati gli indici di fiducia dei consumatori. In riferimento alla dinamica dei prezzi, l'inflazione core, in progressiva discesa da inizio anno, ha chiuso il semestre al 2% a/a.

Per quanto riguarda le questioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, nonostante l'aumento delle tariffe americane (dal 10 al 25%) sui 200 mld di beni cinesi importati dagli Stati Uniti entrate in vigore il 1 Giugno in seguito al fallimento delle trattative di maggio facesse presumere il peggio, l'incontro fra Trump e il presidente cinese Xi Jinping nel corso del G20 (28/29 giugno) si è concluso con una tregua su eventuali nuovi dazi.

Per quanto concerne la politica monetaria, dall'inizio del 2019 l'intensificarsi dei rischi al ribasso per la crescita e la bassa inflazione hanno messo in allarme le Banche Centrali. La Fed ha annunciato una sospensione della fase di rialzo dei tassi ed il completamento, entro il mese di settembre, del programma di riduzione del bilancio. Durante l'ultima riunione di giugno, il Comitato, che fino a maggio aveva ritenuto adeguato un atteggiamento paziente nel determinare i futuri appropriati aggiustamenti al tasso di policy, ha dichiarato, alla luce delle accresciute incertezze sulle prospettive dell'economia Usa e di un'inflazione sotto controllo, di intendere monitorare attentamente gli sviluppi in corso e di essere disponibile ad agire in maniera appropriata al fine di sostenere la fase espansiva dell'economia statunitense. Il livello mediano delle previsioni dei membri del FOMC sul tasso ufficiale conferma tassi fermi nell'intervallo 2,25-2,50% per il 2019; indica un taglio per il 2020, rispetto all'intervento al rialzo segnalato a marzo, ed un aumento nel 2021, per un costo del denaro alla fine di tale anno compreso nel range 2,25-2,50%. Le stime per il lungo periodo sono state riviste al ribasso, da 2,75% a 2,50%.

Anche la Bce nel corso delle riunioni del semestre ha modificato l'atteggiamento: nella riunione del 7 Marzo, ha annunciato le nuove aste di rifinanziamento (TLTRO III), condotte da settembre 2019 a marzo del 2021, con frequenza trimestrale per un totale di sette operazioni a cui sarà applicato un tasso di interesse superiore di 10 punti base rispetto al tasso medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema in vigore durante ciascuna operazione. Durante l'ultima riunione del 6 giugno, la Bce ha annunciato che i tassi di policy rimarranno ai livelli correnti almeno fino a metà 2020 (anziché a fine 2019 come dichiarato il 7 Marzo) e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine; ha inoltre confermato che la politica di integrale reinvestimento dei titoli in scadenza sarà portata avanti per un periodo di tempo prolungato dopo il primo intervento al rialzo dei tassi di interesse di riferimento ed in ogni caso finché sarà necessario a mantenere un ampio grado di espansività della politica monetaria.

Il mercato obbligazionario ha registrato una performance positiva. Le curve governative sia in Europa che in America hanno registrato un *bull flattening*. A fare da driver nel corso del semestre è stato il cambio di direzione delle Banche Centrali, infatti entrambe, seppur in modo diverso, temendo di non raggiungere i target di inflazione ed essendo preoccupate per il rallentamento, si sono dichiarate pronte ad "agire se necessario" per sostenere l'espansione. Una tematica emersa nel corso del semestre è stato l'appiattimento della curva americana (2-10 yr) che è considerato un indicatore per una recessione nei quattordici e/o diciotto mesi successivi. Il decennale americano ha chiuso il semestre al 2,005% contro il 2,7182% con cui si è chiuso il 2018, scontando l'aspettativa dell'inizio di una fase di tagli ai FED Funds. Sul versante europeo, il Bund tedesco ha chiuso il semestre con rendimento negativo (-0,327%) rispetto ai livelli di fine anno (0,242%). A fine giugno, le curve hanno mostrato un tasso decennale negativo ed ai minimi storici. Sulla periferia, la curva Italiana è stata più volatile a causa dei problemi interni, con il decennale che ha chiuso il semestre al 2,102% rispetto al 2,742% di fine anno. Sul fronte dello spread, il semestre ha visto il differenziale del decennale del BTP – BUND restringersi da 250 a 243 e quello del decennale TREASURY – BUND passare da 247 a 233.

Sul mercato dei corporate si è osservato un restringimento degli spread, spinto dall'abbassamento dei tassi di interesse sulle curve governative. Il maggior restringimento ha riguardato il rating BBB (per gli Investment Grade) di circa 50 basis, a livello settoriale i finanziari e per buckets di maturity il range 5-7 anni.

I mercati emergenti hanno iniziato il 2019 con una spinta al rialzo, grazie all' "U-turn" nella comunicazione della Fed e all'aspettativa di un rallentamento nei paesi sviluppati. Nell'area emergente lo spread delle emissioni in dollari americani

ha mostrato un restringimento generalizzato per tutti i paesi nel corso del semestre (beneficiando del rally dei governativi), con uniche eccezioni in Venezuela e Turchia in cui si è registrato un allargamento.

Il mercato azionario ha vissuto un semestre positivo trainato principalmente dal cambio di atteggiamento delle principali Banche Centrali. In questo scenario tutti i principali listini azionari hanno ottenuto una performance positiva con l'Msci World che ha registrato una crescita del 16,05%. Nello specifico l'indice S&P 500 ha guadagnato nel semestre il 18,35%, a cui hanno contribuito tutti i settori ma, con una migliore performance dei settori ciclici (Information Technologies, Consumer Discretionary e Industrials) e peggiore per i settori più difensivi (Health Care). Il mercato europeo ha visto una performance positiva con una crescita dello Stoxx 600 del 14,47%. Guardando ai settori, il migliore è stato Technology mentre hanno sottoperformato i settori Telecomm e Banks. A livello geografico, la migliore performance è stata raggiunta dall'indice francese (+18,39%), seguito dalla Germania (+17,42% circa), Italia (+15,88%) e Spagna (+8,30%). Nei paesi emergenti l'indice Msci Emerging Markets ha registrato un rendimento del 9%. Per quanto riguarda gli utili delle società, l'anno si è aperto con la continuazione del processo di revisione a ribasso delle stime 2019 (a fine semestre la stima di crescita degli utili globali è poco inferiore al 4%) iniziato nell'ultima parte dell'anno in corrispondenza del deterioramento repentino dell'economia globale. Ad inizio aprile, il primo trimestre 2019 era atteso come il primo con utili negativi anno su anno dalla recessione degli utili 2015/2016. Tuttavia, come per il trimestre precedente, le revisioni a ribasso si sono dimostrate eccessive, e le società mediamente hanno sorpreso in positivo i mercati, dimostrando una particolare tenuta al rallentamento economico. Soprattutto negli Stati Uniti la crescita dei ricavi è rimasta elevata e i margini particolarmente resilienti. Questo elemento ha ulteriormente sostenuto la positività sui mercati azionari.

Nel mercato delle valute il cambio Euro/Dollaro ha chiuso il semestre con una performance leggermente negativa (-0,62%), chiudendo a 1,1373 rispetto al livello di inizio anno di 1,1444. La sterlina si è lievemente apprezzata contro l'euro (Eur/GBP da 0,9011 a 0,8956) e deprezzata lievemente rispetto al dollaro (GBP/USD -0,02%). Per quanto riguarda le valute emergenti, si riscontra una performance positiva delle stesse rispetto al dollaro ad eccezione della Lira turca.

Le materie di base industriali e petrolio nella prima parte del semestre hanno beneficiato del clima di positività innestato dalle Banche Centrali nonché delle crescenti aspettative di buon fine nelle trattative commerciali (e nel caso del petrolio anche dei consistenti tagli della produzione da parte di paesi Opec e Russia), tuttavia il fallimento nei negoziati tra Stati Uniti e Cina a maggio ha causato una forte correzione. Nell'ultima parte del semestre il petrolio ha avuto un buon recupero grazie all'escalation di tensioni tra Stati Uniti e Iran. I contratti future generici su rame, alluminio e Brent nel semestre hanno realizzato rispettivamente +0,9%, -2,1% e +27,5%. Nonostante nei primi mesi dell'anno non abbia avuto particolari movimenti, l'oro è riuscito con il rally di giugno a chiudere il semestre con una performance del 10%.

## ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE

Il mercato italiano ha visto un primo semestre decisamente positivo, con rialzi a due cifre, rimbalzando dopo le forti vendite registrate nell'ultimo trimestre dell'anno scorso sui timori di una caduta in recessione dell'economia globale.

La ripresa dei corsi azionari ha preso spunto, più che dai segnali di stabilizzazione del momentum macro verso bassi livelli di attività, che hanno scongiurato la prospettiva di un vero e proprio "downturn", dalla discesa in campo delle banche centrali.

La Fed ha nei primi mesi dell'anno posto fine alla politica monetaria restrittiva e sul finire del semestre ha lasciato aperta la porta alla possibilità di avviare un ciclo di taglio dei tassi. La Banca Centrale Europea dal canto suo ha sorpreso gli investitori a giugno dichiarandosi pronta ad usare una serie di strumenti espansivi (quali taglio del tasso sui depositi, cambio della forward guidance, ripresa del quantitative easing) qualora l'inflazione rimanga ancora lontano dai target della BCE.

La debolezza del quadro macro e le attese della banca centrale hanno fatto registrare un forte restringimento dello spread sui titoli di stato italiani.

A livello settoriale a sottoperformare sono stati il settore finanziario, per lo scenario di tassi negativi, e quello delle telecom, per le preoccupazioni sul lato competitivo, mentre a sovraperformare sono state le utilities, principale beneficiario della politica monetaria espansiva, i consumi di base, particolarmente apprezzati per la loro visibilità degli utili in uno scenario altamente incerto e gli energetici, che sono stati favoriti da uno scenario di prezzi del petrolio abbastanza sostenuti (in area 65\$ al barile) che ha propiziato una ripresa anche dei capex nell'esplorazione e produzione.

A livello di stili di gestione si è registrato una forte performance da parte dei settori difensivi e dei cosiddetti titoli "quality growth" mentre un po' meno esuberante è stato l'andamento dei titoli puramente ciclici.

L'incertezza sul lato della politica commerciale, con particolare riferimento allo scontro tra U.S. e Cina, ha continuato a pesare sulla crescita economica globale, ed in particolare sugli investimenti delle imprese e sull'export netto.

A fine semestre la situazione vedeva il permanere dei dazi al 25% su circa 200 miliardi di beni cinesi, ma la non applicazione dei dazi sui restanti oltre 300 miliardi di rimanenti merci.

Durante il primo semestre del 2019 il portafoglio del Fondo ha mantenuto una quota azionaria nel range 84%-90%, posizionandosi però per la maggior parte del tempo sotto benchmark, ovvero nella parte bassa del suddetto range.

A livello settoriale invece il portafoglio ha sofferto del sottopeso tenuto sulle utilities e sui consumi di base nonché del sovrappeso su alcune mid-small cap cicliche.

Nel corso del semestre il patrimonio del Fondo è passato da 94.659.865 euro al 28 dicembre 2018 a 105.224.811 euro al 28 giugno 2019 di cui 34.838.305 euro relativi alla Classe A, 7.992.523 euro relativi alla Classe C e 62.393.983 euro relativi alla Classe PIR. In particolare, tale variazione è stata determinata per 14.871 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 4.306 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 2.607 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 539 migliaia di euro, Classe PIR effetto negativo per 1.160 migliaia di euro.

Si fornisce in allegato l'elenco analitico dei primi 50 strumenti finanziari detenuti e comunque di tutti quelli che superano lo 0,5 per cento delle attività in ordine decrescente di valore.

## EVENTI DI PARTICOLARE IMPORTANZA

Il Consiglio di Amministrazione della Società, in considerazione del continuo interesse dei sottoscrittori per i fondi a orizzonte temporale predefinito, nella riunione del 6 febbraio 2019 ha deliberato l'istituzione dell'Oicvm Emerging Bond Cedola 2024, fondo obbligazionario flessibile che adotta una politica di investimento basata su una durata predefinita pari a 5 anni; il "Periodo di Collocamento", prolungato dal Consiglio di Amministrazione del 28 marzo, è stato dal 4 marzo al 3 giugno 2019 con NAV fisso a euro 10,000 fino all'8 marzo 2019 e la scadenza dell'Orizzonte Temporale dell'Investimento del Fondo è il 3 giugno 2024.

In relazione al perseguimento dello scopo del Fondo, gli investimenti sono effettuati in strumenti finanziari obbligazionari di emittenti appartenenti ai Paesi Emergenti, denominati in USD e EUR con copertura del rischio cambio, senza vincoli in ordine a settori merceologici e a qualità creditizia, OICR, derivati e depositi bancari. Sono esclusi gli investimenti in strumenti finanziari e derivati di natura azionaria.

Rispetto al totale delle attività, l'investimento è consentito in obbligazioni, strumenti monetari e OICR obbligazionari fino al massimo del 100%; in obbligazioni convertibili e OICR specializzati in obbligazioni convertibili fino al massimo del 10%; in OICR fino al massimo del 10%; in depositi bancari in euro fino al massimo del 30%; in Paesi Emergenti fino al massimo del 100%, in altri Paesi fino al massimo del 30%. Una componente prevalente degli strumenti obbligazionari presenta una vita residua media correlata all'orizzonte temporale del Fondo mentre la restante parte è composta da strumenti finanziari di natura obbligazionaria con vita residua non superiore di 2 anni alla scadenza del Fondo.

Il Fondo può utilizzare strumenti finanziari derivati per finalità di copertura dei rischi e per finalità diverse da quelle di copertura; inoltre:

- il Fondo è denominato in euro e non prevede distinte categorie di quote;
- la commissione di gestione a favore della SGR è pari all'1% su base annua e non è applicata fino all'8 marzo 2019, ultimo giorno di quota fissa del periodo di collocamento;
- il compenso per il calcolo del valore della quota del Fondo, a favore della SGR, è stabilito in misura pari a 0,02275% su base annua;
- è prevista l'applicazione di una commissione di sottoscrizione in misura massima pari a 2% nonché di un diritto fisso pari a 5 euro per ogni operazione di sottoscrizione, di rimborso e di switch. E' inoltre previsto un diritto fisso per certificazione pratica successiva (qualora richiesta) pari a 20,00 euro;
- il Fondo è a distribuzione dei proventi e prevede una cedola annuale pari al 2% del valore iniziale delle quote del Fondo.

Il Consiglio di Amministrazione della Società in data 28 marzo 2019 ha deliberato di apportare alcune modifiche al Regolamento Unico dei Fondi Comuni appartenenti al Sistema Sella SGR riguardanti l'istituzione dei fondi Bond Corporate Italia, appartenente alla categoria degli Obbligazionari Euro Corporate Investment Grade, e Bond Strategia Corporate, appartenente alla categoria degli Obbligazionari Altre Specializzazioni. Le modifiche, che rientrano tra quelle approvate in via generale dalla Banca d'Italia, sono entrate in vigore il 6 maggio 2019.

Per entrambi i Fondi sono previste due classi di quote ad accumulazione dei proventi: la Classe A, che può essere sottoscritta direttamente con la SGR o per il tramite dei collocatori e la Classe C destinata a clientela professionale, nonché a clientela che agisce in modalità "execution only".

Tali fondi sono caratterizzati come segue.

Bond Corporate Italia, il cui benchmark di riferimento è 100% Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Italy Corporate:

- è un fondo obbligazionario corporate che mira al graduale incremento del valore del capitale investito in un orizzonte temporale di medio periodo;
- in relazione al perseguimento dello scopo del Fondo, gli investimenti sono effettuati in obbligazioni e strumenti monetari, OICR, derivati, depositi bancari. Sono esclusi investimenti in strumenti finanziari e derivati di natura azionaria. Rispetto al totale delle attività, l'investimento è consentito in strumenti obbligazionari, monetari e OICR obbligazionari fino al massimo del 100% denominati in euro; in altre divise fino al massimo del 15%; di emittenti principalmente italiani; emessi da Società, Stati sovrani, organismi internazionali, enti locali, di qualsiasi qualità creditizia; quotati in mercati ufficiali o regolamentati, riconosciuti, regolarmente funzionanti ed aperti al pubblico o OTC. L'investimento in obbligazioni convertibili e OICR specializzati in obbligazioni convertibili è consentito fino al

massimo del 10%. L'investimento in Paesi Emergenti non è consentito. L'investimento in OICR è consentito fino al massimo del 10%. L'investimento in depositi bancari è consentito fino al massimo del 50%;

- utilizza strumenti finanziari derivati per finalità di copertura dei rischi e per finalità diverse da quelle di copertura;
- la duration massima di portafoglio è di 8 anni;
- non ha vincoli in ordine a settori merceologici;
- è denominato in euro;
- la commissione di gestione a favore della SGR su base annua è pari all'1% per la Classe A e pari allo 0,4% per la Classe C%;
- è prevista l'applicazione di una commissione di sottoscrizione in misura massima pari al 2% nonché di un diritto fisso pari a 3 euro per ogni operazione di sottoscrizione, di rimborso e di switch e pari a 0,75 euro per ogni operazione di sottoscrizione nell'ambito di un programma di accumulazione (PAC) e di rimborso nell'ambito di un programma di disinvestimento, switch programmati compresi.

Inoltre il profilo di rischio del Fondo è compreso tra medio/basso e medio/alto e il parametro SRRI è pari a 3.

Bond Strategia Corporate, il cui benchmark di riferimento è composto da 50% Bloomberg Barclays Pan-European High Yield (Euro) e 50% Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate:

- è un fondo obbligazionario corporate che mira al graduale incremento del valore del capitale investito in un orizzonte temporale di medio periodo;
- in relazione al perseguimento dello scopo del Fondo, gli investimenti sono effettuati in obbligazioni e strumenti monetari, OICR, derivati, depositi bancari. Sono esclusi investimenti in strumenti finanziari e derivati di natura azionaria. Rispetto al totale delle attività, l'investimento è consentito in strumenti obbligazionari, monetari e OICR obbligazionari fino al massimo del 100% denominati in euro; in altre divise fino al massimo del 20%; emessi da Società, Stati sovrani, organismi internazionali, enti locali, di qualsiasi qualità creditizia; quotati in mercati ufficiali o regolamentati, riconosciuti, regolarmente funzionanti ed aperti al pubblico o OTC. L'investimento in obbligazioni convertibili e OICR specializzati in obbligazioni convertibili è consentito fino al massimo del 20%. L'investimento in Paesi Emergenti è consentito fino al massimo del 20%. L'investimento in OICR è consentito fino al massimo del 10%. L'investimento in depositi bancari è consentito fino al massimo del 50%;
- utilizza strumenti finanziari derivati per finalità di copertura dei rischi e per finalità diverse da quelle di copertura;
- la duration massima di portafoglio è di 8 anni;
- non ha vincoli in ordine a settori merceologici e ad aree geografiche;
- è denominato in euro;
- la commissione di gestione a favore della SGR su base annua è pari all'1,25% per la Classe A e pari allo 0,5% per la Classe C%;
- è prevista l'applicazione di una commissione di sottoscrizione in misura massima pari al 2% nonché di un diritto fisso pari a 3 euro per ogni operazione di sottoscrizione, di rimborso e di switch e pari a 0,75 euro per ogni operazione di sottoscrizione nell'ambito di un programma di accumulazione (PAC) e di rimborso nell'ambito di un programma di disinvestimento, switch programmati compresi.

Inoltre il profilo di rischio del Fondo è compreso tra medio/basso e medio/alto e il parametro SRRI è pari a 3.

Il Consiglio di Amministrazione della Società nelle sedute del 9 maggio 2019 e del 5 giugno 2019 ha deliberato di apportare alcune modifiche al Regolamento del Fondo multicomparto gestito dalla SGR.

Le modifiche, che rientrano tra quelle approvate in via generale dalla Banca d'Italia e sono entrate in vigore il 10 giugno 2019, riguardano il cambio di denominazione del Fondo che passa da "Star Collection" a "Top Funds Selection", l'istituzione di un nuovo comparto denominato Dinamico e l'istituzione della nuova Classe B, a distribuzione, per i comparti già operativi Obbligazionario Internazionale e Multi Asset Globale.

Le principali caratteristiche del Comparto Dinamico per il quale sono previste due classi di quote ad accumulazione dei proventi - la Classe A e la Classe C che si differenziano tra loro per il diverso regime commissionale applicato - sono le seguenti:

- è un comparto flessibile che mira a un incremento del valore del capitale investito;
- prevede una politica di investimento attiva, orientata verso OICR di natura azionaria, obbligazionaria, monetaria, bilanciata, flessibile e/o absolute return, con un sottostante investito in titoli di debito e di capitale di rischio di emittenti internazionali, in qualsiasi valuta, inclusi gli strumenti finanziari derivati, ovvero in indici rappresentativi delle valute, delle commodities e del mercato immobiliare. È previsto un investimento per almeno il 50% in Exchange Traded Fund (ETF), Exchange Traded Commodities (ETC) ed Exchange Traded Notes (ETN);
- può investire fino al 30% del totale attività in titoli di debito, espressi in qualsiasi valuta, di emittenti sovrani, garantiti da Stati sovrani, enti sovranazionali ed emittenti societari di qualsiasi qualità creditizia o privi di rating, nonché in depositi bancari. È escluso l'investimento diretto in titoli di natura azionaria;
- utilizza strumenti finanziari derivati per finalità di copertura dei rischi e per finalità diverse da quelle di copertura con una esposizione complessiva in strumenti finanziari derivati non superiore al 20% del valore complessivo netto del Comparto;
- ha un VaR massimo pari a 4,80 e un indicatore sintetico di rischio e di rendimento del Comparto (SRRI) pari a 4;

- la commissione di gestione a favore della SGR, su base annua, è pari a 1,40% per la Classe A e a 0,40% per la Classe C;
- è prevista l'applicazione di una commissione di sottoscrizione del 2,5% nonché di un diritto fisso pari a 3 euro per ogni operazione di sottoscrizione PIC, di rimborso e di switch e pari a 0,75 euro per ogni operazione di sottoscrizione nell'ambito di un programma di accumulazione (PAC) e di rimborso nell'ambito di un programma di disinvestimento, switch programmati compresi. È inoltre previsto un diritto fisso per certificazione pratica successoria (qualora richiesta) pari a 20,00 euro;
- l'importo minimo della prima sottoscrizione e dei versamenti successivi è pari a euro 500,00
- non è prevista l'applicazione di commissioni di performance.

La Classe B di nuova istituzione, prevista per i comparti già operativi Obbligazionario Internazionale e Multi Asset Globale, è caratterizzata da:

- distribuzione ai partecipanti, con cadenza annuale, di un importo massimo del 100% dei proventi conseguiti, in proporzione al numero di quote possedute da ciascuno di essi. La distribuzione potrà avere ad oggetto restituzione di capitale o distribuzione di utili. La prima distribuzione di proventi della Classe B sarà effettuata con riferimento all'ammontare dei proventi conseguiti nel periodo compreso tra la data di avvio della anzidetta Classe B e l'ultimo giorno di calcolo del valore della quota del mese di dicembre 2019;
- applicazione della medesima commissione di gestione della Classe A;
- applicazione della commissione di performance pari al 20% dell'extraperformance maturata nel Periodo di riferimento;
- applicazione di una commissione di sottoscrizione del 2,5% nonché un diritto fisso pari a 3 euro per ogni operazione di sottoscrizione PIC, di rimborso e di switch e pari a 0,75 euro per ogni operazione di sottoscrizione nell'ambito di un programma di accumulazione (PAC) e di rimborso nell'ambito di un programma di disinvestimento, switch programmati compresi. È inoltre previsto un diritto fisso per certificazione pratica successoria (qualora richiesta) pari a 20,00 euro.

Si segnala che In seguito all'emanazione della Disciplina attuativa dei piani di risparmio a lungo termine avvenuta a maggio 2019 la SGR non ha, allo stato attuale, adeguato la politica di investimento dei propri fondi Investimenti Azionari Italia e Investimenti Bilanciati Italia a quanto definito dalla legge 30 dicembre 2018, n. 145. Pertanto l'eventuale agevolazione fiscale rimarrà fruibile ai soli investitori che abbiano sottoscritto un Piano individuale di risparmio (PIR) entro il 31 dicembre 2018.

## LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre non ci sono per ora all'orizzonte grossi cambiamenti previsti sulla quota azionaria, che dovrebbe rimanere in leggero sottopeso, visti i forti guadagni registrati ad oggi, nè sulla composizione settoriale, date le valutazioni estremamente alte della componente difensiva del listino. Prenderemo tuttavia spunto da eventuali correzioni del mercato per ribilanciare il portafoglio verso un assetto più allineato con il nostro benchmark di riferimento. Sulla parte ciclica continuiamo a mantenere un atteggiamento vicino alla neutralità o poco sopra in quanto è ancora difficile stabilire se l'allentamento delle condizioni monetarie e una base di confronto più favorevole con la seconda parte del 2018 possano tradursi in segnali di ripresa della crescita economica in area euro, in particolare dal quarto trimestre dell'anno. Rimane inoltre molto incerto se un compromesso sullo scontro commerciale possa essere raggiunto per fine anno.

## PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Fondo nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 15,62%, Classe C 16,28%, Classe PIR 15,64%, a fronte del 17,24% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

## INVESTIMENTI AZIONARI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: DEPObank S.p.A.

### SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 28 GIUGNO 2019

ATTIVITA'	Situazione al 28/6/2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>94.327.448</b>	<b>89,157</b>	<b>86.841.119</b>	<b>91,280</b>
A1. Titoli di debito	2.579.180	2,438	2.426.551	2,551
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri	2.579.180	2,438	2.426.551	2,551
A2. Titoli di capitale	91.748.268	86,719	84.414.568	88,729
A3. Parti di O.I.C.R.				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>3.363.884</b>	<b>3,179</b>	<b>3.030.282</b>	<b>3,185</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	3.363.884	3,179	3.030.282	3,185
B3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>476.010</b>	<b>0,450</b>	<b>273.090</b>	<b>0,287</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	476.010	0,450	273.090	0,287
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>6.836.408</b>	<b>6,462</b>	<b>4.045.621</b>	<b>4,253</b>
F1. Liquidità disponibile	7.387.071	6,982	4.357.853	4,581
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	526.529	0,498	12.602	0,013
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.077.192	-1,018	-324.834	-0,341
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>795.611</b>	<b>0,752</b>	<b>947.776</b>	<b>0,995</b>
G1. Ratei attivi	29.392	0,028	44.181	0,046
G2. Risparmio di imposta	766.219	0,724	903.594	0,949
G3. Altre			1	
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>105.799.361</b>	<b>100,000</b>	<b>95.137.888</b>	<b>100,000</b>

**INVESTIMENTI AZIONARI ITALIA**

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: DEPObank S.p.A.

**SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 28 GIUGNO 2019**

	Situazione al 28/6/2019	Situazione a fine esercizio precedente
<b>PASSIVITA' E NETTO</b>	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>93.325</b>	<b>27.969</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	93.325	27.969
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>481.225</b>	<b>450.054</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	480.956	449.453
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	269	601
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>574.550</b>	<b>478.023</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>105.224.811</b>	<b>94.659.865</b>

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A</b>	<b>34.838.305</b>	<b>32.448.860</b>
Numero delle quote in circolazione classe A	2.096.052,455	2.257.159,074
Valore unitario delle quote classe A	16,621	14,376

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE C</b>	<b>7.992.523</b>	<b>7.355.398</b>
Numero delle quote in circolazione classe C	456.288,696	488.262,985
Valore unitario delle quote classe C	17,516	15,064

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE PIR</b>	<b>62.393.983</b>	<b>54.855.607</b>
Numero delle quote in circolazione classe PIR	5.616.239,627	5.709.836,167
Valore unitario delle quote classe PIR	11,110	9,607

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	120.208,903	281.315,522
Classe C	15.749,165	47.723,454
Classe PIR	505.729,252	599.325,792





## INVESTIMENTI AZIONARI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: DEPObank S.p.A.

### PROSPETTO DI DETTAGLIO DEI PRINCIPALI TITOLI IN PORTAFOGLIO

(i primi 50 e comunque tutti quelli che superano lo 0,5% delle attività del Fondo)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
ENI ORD.	EUR	616.500	9.005	8,511
ENEL	EUR	1.410.684	8.662	8,187
INTESA SANPAOLO BANCA	EUR	2.950.342	5.553	5,249
UNICREDITO ITALIANO ORD. NEW	EUR	419.062	4.537	4,288
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	214.500	3.552	3,357
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	EUR	270.000	3.312	3,130
ATLANTIA SPA	EUR	138.500	3.173	2,999
CNH INDUSTRIAL NV EUR	EUR	312.000	2.814	2,660
SNAM RETE GAS	EUR	600.000	2.623	2,479
FERRARI NV - EUR	EUR	16.050	2.292	2,166
TENARIS SA EUR	EUR	195.004	2.244	2,121
STMICROELECTRONICS - MILANO	EUR	142.500	2.223	2,101
MONCLER SPA	EUR	53.800	2.023	1,912
EXOR NV	EUR	28.150	1.734	1,639
TELECOM ITALIA SPA ORD.	EUR	3.545.129	1.702	1,609
MEDIOBANCA	EUR	154.000	1.396	1,319
FINECOBANK SPA	EUR	122.500	1.202	1,136
IREN SPA	EUR	524.019	1.198	1,132
PRYSMIAN SPA	EUR	64.000	1.162	1,098
SAIPEM SPA	EUR	257.652	1.127	1,065
LEONARDO FINMECCANICA SPA	EUR	95.000	1.059	1,001
PIRELLI & C SPA	EUR	202.500	1.053	0,995
ANIMA HOLDING SPA	EUR	339.176	1.013	0,957
RECORDATI ORD NEW	EUR	26.000	953	0,901
AMPLIFON NEW	EUR	44.904	923	0,872
POSTE ITALIA	EUR	94.500	875	0,827
INTERPUMP GROUP	EUR	29.666	803	0,759
SARAS SPA	EUR	595.923	789	0,746
A2A SPA	EUR	510.000	778	0,735
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	EUR	90.003	777	0,734
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	EUR	280.646	741	0,700
BUZZI UNICEM ORD.	EUR	38.750	691	0,653
AUTOGRILL	EUR	75.005	691	0,653
TELECOM ITALIA RNC.	EUR	1.425.000	650	0,614
FINCANTIERI CANTIERI NAVALI	EUR	644.825	635	0,600
BANCO BPM SPA	EUR	307.546	551	0,521
GABELLI VALUE FOR ITALY SPAC	EUR	56.100	544	0,514
ERG ORD.	EUR	29.500	531	0,502
MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	186.391	531	0,502
CERVED INFORMATION SOLUTIONS	EUR	67.500	526	0,497
NEXI SPA	EUR	57.500	521	0,492
DE LONGHI SPA	EUR	28.051	499	0,472
AQUAFIL SPA	EUR	59.982	497	0,470
TERNA SPA	EUR	85.500	479	0,453
SALINI IMPREGILO SPA 3,75% 2016/24.06.21	EUR	500.000	477	0,451
BCA MEDIOLANUM-AZ ORD	EUR	72.053	467	0,441
MONNALISA-AZ ORD	EUR	55.354	462	0,437
DATALOGIC NEW	EUR	26.516	462	0,437
UNIPOL ORD.	EUR	105.500	452	0,427
MONDADORI ORD.	EUR	283.989	450	0,425