

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Relazione semestrale al 30 giugno 2022

NOTA ILLUSTRATIVA

CONTESTO GENERALE DI MERCATO

Il primo semestre del 2022 è senza dubbio da ricordare per l'invasione, il 24 febbraio, dell'Ucraina da parte della Russia, che ha dato avvio ad un conflitto bellico tutt'ora ancora in corso. Il primo effetto immediato lo si è visto sul fronte inflazione (con un rialzo generalizzato del livello dei prezzi del petrolio, del gas naturale e di molti generi alimentari) aggravando una situazione già in estrema tensione dal 2021 a causa della scarsità di approvvigionamento di molti beni di largo consumo. A livello globale, contestualmente alla problematica inflattiva, si sono addensate nubi anche sulla crescita economica passando gradualmente da previsioni di stagflazione fino allo spettro della recessione. Quest'ultimo aspetto non ha fino ad oggi mutato la narrazione delle principali banche centrali impegnate in primis a contrastare l'aumento generalizzato dei prezzi. Già dai primi mesi dell'anno infatti, le banche centrali hanno rapidamente modificato l'atteggiamento dovish che le aveva accompagnate fino agli ultimi mesi del 2021 quando anche davanti ai primi dati di inflattivi più forti delle attese avevano confermato la loro teoria della transitorietà del fenomeno. La FED nei meeting di maggio e giugno ha alzato i tassi rispettivamente di 50bps e 75bps ed ha annunciato anche il processo di riduzione del proprio bilancio. Contestualmente la BCE ha annunciato la fine dell'APP (Asset Purchase Program) e per il meeting di luglio si sconta già un rialzo di almeno 25bps.

In questo contesto, sul mercato obbligazionario, nel corso del semestre, le curve governative europee ed americane hanno registrato rialzi generalizzati dei rendimenti spinti al rialzo da dati inflattivi sempre più forti e da un continuo riprezzare le aspettative sull'evoluzione dei rialzi dei tassi di riferimento di FED e BCE. In particolare, il 2Y italiano e quello tedesco sono saliti di 127 bps collocandosi a fine giugno rispettivamente all'1,19% ed allo 0,65%; sui decennali la magnitudo del movimento è stata ancor più accentuata: il BTP a 10Y si è portato al 3,26% (+209bps da fine '21) e il Bund 10y a 1,336% (+151bps da fine '21). Sul fronte americano I Treasury 10Y e 2Y si sono attestati ad un livello pari al 2,95% ed al 3,01% rispettivamente +150bps e + 223bps da fine 2021.

Sul mercato corporate, gli spread hanno fatto registrare un forte allargamento sia sul comparto Investment Grade +90bps sia High Yield +300bps. Anche i mercati obbligazionari emergenti hanno ovviamente risentito del risk off mood del mercato registrando un allargamento generalizzato degli spread di circa 200bps.

I mercati azionari globali, in un contesto macroeconomico impattato dalla crescita dell'inflazione e dalle conseguenze dovute al conflitto in Ucraina, hanno fatto registrare performance fortemente negative con un Msci World Index che è sceso del -19,20%. A livello di singole aree geografiche, l'indice S&P 500 ha avuto una flessione del -20,79%, mentre in Europa lo Stoxx 600 ha fatto registrare un -16,68% con Francia -17,43%, Germania -19,52% ed Italia -22,13%. Performance negativa è stata registrata anche nei mercati azionari emergenti (-14,29%).

Per quanto riguarda l'andamento dell'Euro rispetto al Dollaro, il livello di fine semestre (1,0484) ha subito una riduzione rispetto al livello iniziale (1,1325) con un apprezzamento del Dollaro rispetto all'Euro del 7,42%. Evoluzione contraria invece per la Sterlina che, nel corso del semestre, si è deprezzata contro Euro del 2,64% chiudendo il periodo a 0,8609.

ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE

Già dai primi mesi dell'anno abbiamo registrato un cambio di approccio da parte delle banche centrali che hanno rapidamente modificato l'atteggiamento dovish che le aveva accompagnate fino agli ultimi mesi del 2021 prendendo così coscienza della natura non transitoria dell'inflazione; prima la FED e poi la BCE hanno dovuto accelerare in maniera brusca la loro politica di normalizzazione delle politiche monetarie dando così l'idea di non riuscire a contrastare il rialzo dei prezzi, con il risultato di appesantire il sentiment negativo del mercato.

Questo repentino cambiamento ha finito con l'innescare un continuo rialzo dei tassi che hanno rivisto i massimi degli ultimi anni in un trend costante da gennaio che ha conosciuto una breve pausa soltanto all'indomani dello scoppio della guerra in Ucraina.

L'ipotesi di banche centrali meno accomodanti e di tassi in rialzo ha contribuito anche al marcato allargamento degli spread creditizi in particolare della parte IG che ha pagato una riduzione dei flussi di acquisto della BCE molto più rapida della previsione mentre nella parte finale del semestre l'affacciarsi di timori recessivi unito ad una liquidità sempre più rarefatta hanno provocato un netto deterioramento anche della carta HY che, complice anche un primario praticamente assente, era riuscita a dimostrare una certa resilienza.

Dal punto di vista operativo per quanto riguarda la componente obbligazionaria nella prima parte del semestre, durante la fase di rialzo dei tassi, abbiamo incrementato la parte financials, prevalentemente senior e in minima parte subordinata (Ispim e Bamiim), riducendo leggermente la duration del Fondo anche tramite l'utilizzo di derivati di tasso e riportandoci in linea con quella del benchmark.

A partire dal secondo trimestre abbiamo poi deciso di incrementare il peso dei titoli governativi sull'allargamento registrato già da inizio anno, limando contestualmente alcune posizioni su carta ibrida a vantaggio dei senior; abbiamo inoltre sfruttato alcune finestre di primario (Alerion, Hera e Bper) per approfittare dell'elevato NIP offerto in questa fase dagli emittenti.

Nel primo semestre del 2022 il mercato azionario italiano ha registrato una delle peggiori performance degli ultimi decenni con un declino a doppia cifra oltre al 22% per l'indice Ftse All Share, peggiore del trend negativo riportato dall'indice europeo Stoxx 600 (vicino al 17%). Il ribasso ha visto i settori più legati al ciclo economico come i consumi discrezionali, gli industriali e la tecnologia tra i peggiori performer mentre gli energetici, sorretti dai rialzi del prezzo del petrolio, e i finanziari, supportati dalle prospettive di rialzo dei tassi d'interesse da parte della BCE, hanno fatto segnare andamenti meno depressi del listino in generale. Le piccole e medie capitalizzazioni hanno avuto un andamento ancora più forte rispetto alle larghe capitalizzazioni penalizzate dalla maggiore sensibilità al ciclo economico delle pmi e dalla scarsa liquidità di questi titoli, con l'indice Star che ha segnato una correzione del 29% nel periodo.

Il trend pesante dei mercati è stato originato in particolare dallo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina e dalle sanzioni e ritorsioni economiche che l'Occidente e la Russia hanno imposto l'uno all'altro in un clima geo politico di crescenti tensioni.

Tutto ciò ha innestato una crisi energetica, ma anche alimentare, di vaste proporzioni con prezzi di tutte le commodities, ed in particolare del gas, in forte ascesa alimentando in maniera significativa le tensioni inflattive già preesistenti al conflitto e rafforzando i timori di un importante deterioramento del quadro economico. I timori si sono concentrati in particolare sulla componente dei consumi che è attesa soffrire maggiormente dalla riduzione del potere d'acquisto conseguente a tassi d'inflazione che nell'area euro hanno toccato i livelli record dell'8-9%.

Tra le conseguenze indesiderate per l'azionario dei fatti sopra descritti vi è stato il cambio di politica della BCE, che ha annunciato la fine dei piani di quantitative easing e l'inizio di un percorso di graduale normalizzazione dei tassi d'interesse per contrastare le spinte inflattive allarmanti e sempre più strutturali. Il forte rialzo dei rendimenti obbligazionari che ne è derivato ha fatto sì che anche settori più difensivi del listino, come la cura della salute o i consumi di base, o settori con caratteristiche di crescita strutturale come la tecnologia, non abbiano sovraperformato il mercato in quanto hanno sofferto di un marcato derating dei multipli di valutazione per la salita dei tassi reali.

Sul lato micro paradossalmente abbiamo assistito nel corso del primo semestre a revisioni al rialzo delle stime di crescita degli utili per il nostro listino nell'ordine del 5% trainate in particolare dal settore energetico, ma le attese per i risultati dei trimestri a venire dovrebbero essere suscettibili di importanti revisioni al ribasso delle stime per l'emergere degli impatti della crisi energetica, del tightening delle banche centrali e della pressione sui consumi dei forti aumenti dei prezzi che le imprese si sono viste costrette ad implementare. Tutto ciò si aggiunge al persistere ancora in alcuni settori di problemi di "bottlenecks" nella supply chain, ovvero di difficoltà nel reperire materie prime e componenti quali semiconduttori, problema questo che ha impedito ad alcune aziende di soddisfare in pieno una domanda ancora buona.

Il Fondo ha mantenuto in media una quota azionaria superiore a quella del benchmark di circa 4 punti percentuali, fattore che ha penalizzato le performance del portafoglio, mentre l'allocazione ha visto una composizione settoriale piuttosto equilibrata con uniche eccezioni da segnalare lo strutturale sovrappeso della tecnologia e un po' di sottopeso sui servizi di pubblica utilità.

Il portafoglio ha mantenuto in essere tale sovrappeso di quota azionaria in essere da diverso tempo in linea con una previsione di scenario di ripresa economica in rallentamento ma ancora soddisfacente e non ha modificato tale esposizione nella speranza che lo scenario geopolitico trovasse una sua stabilizzazione se non un compromesso in sede negoziale.

Nel corso del semestre il patrimonio del Fondo è passato da 88.419.236 euro al 30 dicembre 2021 a 77.004.244 euro al 30 giugno 2022 di cui 11.298.830 euro relativi alla Classe A e 65.705.414 euro relativi alla Classe PIR. In particolare, tale variazione è stata determinata per 11.563 migliaia di euro dal risultato negativo del semestre e per circa 148 migliaia di euro dall'effetto positivo della raccolta, così suddiviso: Classe A effetto positivo per 738 migliaia di euro, Classe PIR effetto negativo per 590 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

Relativamente alle modifiche che impattano i fondi gestiti da Sella SGR, il Consiglio di Amministrazione della Società, nella riunione del 4 febbraio 2022, ha deliberato alcune modifiche regolamentari ai vigenti Regolamento unico dei fondi appartenenti al Sistema Sella SGR e Regolamento del Fondo Multicomparto Top Funds Selection con entrate in vigore differenziate, di seguito elencate.

Modifiche al Regolamento unico dei fondi appartenenti al Sistema Sella SGR in vigore dal 21 febbraio 2022:

- con specifico riferimento alla *Classe PIR* dei fondi Investimenti Bilanciati Italia, Investimenti Azionari Italia e Bond Corporate Italia: adeguamento a quanto previsto dalla “Legge di bilancio 2022” che, in relazione ai PIR ordinari ha innalzato da 30 mila a 40 mila euro il limite all’entità delle somme che possono essere annualmente destinate al piano individuale di risparmio a lungo termine (PIR), elevando conseguentemente da 150 mila a 200 mila euro il plafond che i titolari del piano possono investire complessivamente;
- con specifico riferimento alla *Classe C* del fondo Investimenti Sostenibili:
 - estensione della possibilità di sottoscrivere la Classe C anche in execution only e in modalità PAC;
 - riduzione dell’importo della prima sottoscrizione che passa da 5.000 Euro a 500 Euro.

Modifiche al Regolamento unico dei fondi appartenenti al Sistema Sella SGR e al Regolamento del Fondo Multicomparto Top Funds Selection in vigore dal 1° aprile 2022:

- recepimento delle novità introdotte con l’aggiornamento del 23 dicembre 2021 del Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d’Italia che ha recepito a livello nazionale gli Orientamenti ESMA in materia di commissioni di performance. In linea con quanto normativamente definito, in tutti i casi la performance in eccesso sarà calcolata al netto di tutti i costi, ivi incluse le commissioni di performance. La frequenza di cristallizzazione non sarà superiore a una volta all’anno e qualsiasi sottoperformance del fondo/comparto rispetto al parametro di riferimento nel periodo di riferimento (5 anni) sarà recuperata prima che la commissione di performance divenga esigibile. Eventuali overperformance potranno essere utilizzate solo una volta per recuperare le precedenti underperformance durante tutta la vita del fondo/comparto. Inoltre, la SGR ha mantenuto le condizioni per le quali la provvigione di incentivo sarà applicata nel periodo di calcolo solo nel caso di variazione positiva della quota netta del fondo; nel caso la performance del fondo fosse positiva e quella del benchmark fosse negativa quest’ultima sarà considerata pari a zero. La provvigione di incentivo così determinata sarà applicata al minore ammontare tra il valore complessivo netto del fondo/comparto nel Giorno di riferimento e il Valore complessivo netto medio del fondo/comparto nel Periodo di calcolo, come definiti in ciascun regolamento di gestione;
- ampliamento delle categorie di soggetti ai quali collocare la Classe C di tutti i fondi/comparti che la prevedono consentendo l’accesso a tale Classe anche a onlus e società cooperative.

Modifiche al Regolamento unico dei fondi appartenenti al Sistema Sella SGR in vigore dal 12 aprile 2022:

- per i fondi Bond Euro Corporate, Bond Strategia Corporate e Bond Paesi Emergenti, modifica dello scopo del fondo specificando che lo stesso è *caratterizzato da investimenti ispirati a principi di sostenibilità sociale, ambientale e di governance oltre che economica* e conseguente modifica della denominazione dei fondi rispettivamente in **“Bond Euro Corporate ESG”**, **“Bond Strategia Corporate ESG”** e **“Bond Paesi Emergenti ESG”**.

Modifiche al Regolamento del Fondo Multicomparto Top Funds Selection in vigore dal 12 aprile 2022:

- per i comparti Obbligazionario Internazionale, Bilanciato Paesi Emergenti e Azionario Internazionale, modifica dello scopo del comparto specificando che lo stesso è *caratterizzato da investimenti ispirati a principi di sostenibilità sociale, ambientale e di governance oltre che economica* e conseguente modifica della denominazione dei comparti rispettivamente in **“Obbligazionario Internazionale ESG”**, **“Bilanciato Paesi Emergenti ESG”** e **“Azionario Internazionale ESG”**;
- per il comparto Green Wave:
 - modifica della denominazione del comparto in **“Active J.P. Morgan”**;
 - modifica della politica di investimento mediante:
 - eliminazione della possibilità di investire fino al 30% del totale delle attività in OICR e in ETN di natura azionaria;
 - eliminazione dell’investimento in ETF, ETC o ETN per almeno il 50% delle proprie attività;
 - inserimento dell’investimento in OICR, ivi inclusi Exchange Traded Fund, di natura azionaria, per almeno il 15% e al massimo il 65% del totale delle attività;
 - modifica dello stile di gestione in *“la SGR attua una gestione di tipo attivo e flessibile ed effettua la selezione degli OICR terzi a seguito di processi di valutazione di natura quantitativa e qualitativa. Il Comparto può investire l’intero portafoglio in OICR aperti, gestiti sia dalla SGR sia da asset manager terzi. L’investimento in OICR tiene anche conto dei fattori ESG”*;
 - in coerenza con la nuova politica di investimento:
 - il comparto da “Bilanciato Obbligazionario” assume le caratteristiche di “Flessibile”;
 - in luogo del benchmark “75% Bloomberg Global Aggregate Euro Hedged; 20% Stoxx Global 1800 Net Return; 5% Bloomberg Euro TSYBills 0-3 Months” individuazione di una misura alternativa del grado di rischio del Comparto (Var pari a 4,80%);

- ai fini del calcolo della commissione di performance individuazione di un hurdle rate pari a 4% in luogo del benchmark "75% Bloomberg Global Aggregate Euro Hedged; 20% Stoxx Global 1800 Net Return; 5% Bloomberg Euro TSYBills 0-3 Months";
- o istituzione della Classe E, ad accumulazione dei proventi. Le quote di Classe E che possono essere sottoscritte direttamente con la SGR o per il tramite degli intermediari autorizzati al collocamento prevedono l'applicazione di una commissione di gestione pari al 2,00% e l'assenza di commissioni di sottoscrizione;
- o aumento della commissione di gestione della Classe A che varia da 1,20% a 1,40% (su base annua).

Il Consiglio di Amministrazione della Società, nella riunione del 25 marzo 2022 ha deliberato l'istituzione di un nuovo fondo a scadenza denominato "Bilanciato Cedola Giugno 2027", successivamente ridenominato nel Consiglio di Amministrazione del 20 aprile 2022 in "Multiasset Infrastructure Opportunities 2027" (in breve MIO 2027), fondo bilanciato caratterizzato da una politica di investimento sostenibile allineata a quanto previsto per i prodotti qualificabili ex art. 8 dal Regolamento (UE) 2019/2088 e da un Orizzonte Temporale dell'Investimento predefinito di 5 anni.

Il fondo prevede una politica di investimento attiva senza benchmark ed è consentito per almeno il 50% del totale delle attività l'investimento in strumenti finanziari con focus sulle infrastrutture globali ovvero obbligazioni, OICR obbligazionari nonché in azioni emesse da società di qualsiasi capitalizzazione e OICR azionari; l'investimento in azioni emesse da società di qualsiasi capitalizzazione, derivati azionari e OICR azionari con focus sulle infrastrutture globali da un minimo del 10% fino ad un massimo del 35% del totale delle attività; in obbligazioni convertibili fino al massimo del 10%; in Paesi Emergenti fino al massimo del 10%.

Nel caso di fondi a scadenza con una marcata componente obbligazionaria non è individuabile un benchmark di riferimento che rifletta la strategia di buy and hold del fondo. Pertanto, è stata individuata nel VAR pari a -4,8% una misura alternativa del grado di rischio del fondo.

Gli investitori interessati possono sottoscrivere le quote del fondo nel solo "Periodo di Collocamento" a partire dal 3 maggio fino al 29 luglio 2022.

Il fondo, denominato in euro, è a distribuzione dei proventi con una cedola annuale pari all'1,50% del valore iniziale del fondo. La distribuzione verrà effettuata per la prima volta con riferimento all'esercizio contabile chiuso al 30 giugno 2023 e, per l'ultima volta, con riferimento all'esercizio contabile chiuso al 30 giugno 2027.

La commissione di gestione a favore della SGR è pari allo 0,60% su base annua nel periodo di collocamento e all'1,2% su base annua durante l'Orizzonte Temporale dell'Investimento e per il periodo successivo fino al termine della durata del fondo. La commissione di performance, calcolata in conformità a quanto previsto dagli Orientamenti ESMA e tenuto altresì conto della Nota di Chiarimenti della Banca d'Italia (Aggiornamento del 28 dicembre 2021), è pari al 20% dell'overperformance maturata con riferimento all'hurdle rate del 4%; in particolare il periodo di riferimento della performance decorre dall'ultimo giorno di valorizzazione a quota fissa al 30 giugno 2027 e il periodo di calcolo ha una durata pari all'esercizio finanziario, salvo che per il primo periodo di calcolo che decorre dall'ultimo giorno di valorizzazione a quota fissa fino al 30 giugno 2023.

E' prevista l'applicazione di una commissione di sottoscrizione pari all'1% prelevata sull'ammontare lordo delle somme investite.

Il Consiglio di Amministrazione della Società, nella riunione del 9 giugno 2022 ha deliberato di modificare il Regolamento unico dei fondi appartenenti al Sistema Sella SGR come di seguito sintetizzato:

- eliminazione della classe LIFEGATE del fondo Investimenti Sostenibili, il cui ultimo giorno di negoziazione sul mercato ATFund di Borsa Italiana S.p.A. è stato il 26 maggio scorso, e conseguente rimozione delle sezioni pertinenti ai fondi/classi quotati;
- eliminazione della classe LIFEGATE SG del fondo Investimenti Sostenibili la cui chiusura decorre dal 10 giugno 2022;
- adeguamento delle previsioni in tema di overperformance con la finalità di indicare che in caso di avvio di un nuovo Fondo il primo Periodo di calcolo della commissione di performance decorre dalla data di avvio del Fondo fino all'ultimo giorno di valorizzazione della quota relativo all'esercizio finanziario successivo.

Le modifiche regolamentari sono entrate in vigore il 10 giugno 2022.

Si ricorda che Sella SGR, entro il termine normativamente previsto del 10 marzo 2021, ha adottato una Politica di Sostenibilità ("Politica di Sostenibilità") ai sensi dell'art. 3 del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ("SFDR"). L'ultima versione aggiornata della Politica di Sostenibilità è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società nella riunione del 4 marzo 2022.

La Politica di Sostenibilità è pubblicata e liberamente consultabile sul sito web della SGR all'indirizzo www.sellasgr.it. Attraverso la Politica di Sostenibilità, la SGR prende in considerazione i rischi e i fattori di sostenibilità, mediante un processo di investimento articolato in dettagliati ruoli e responsabilità dei diversi attori coinvolti, e differenziato in base alla tipologia di prodotto finanziario. Ai fini della propria attività di screening la SGR si è avvalsa del supporto del provider di rating ESG MSCI che opera su una scala di 7 livelli crescenti: CCC (rating peggiore), B, BB, BBB, A, AA, AAA (rating migliore).

Alla data del 30 giugno 2022 la gamma d'offerta dei fondi comuni/comparti istituiti e gestiti da Sella SGR consta di 30 prodotti. Di questi, 14 sono prodotti ex art. 8 e 1 prodotto ex art. 9 del Regolamento UE 2088/2019 come rappresentato nella tabella sottostante.

Prodotto	Classificazione SFDR
Investimenti Sostenibili	Art. 9
Investimenti Strategici ESG	Art. 8
Investimenti Azionari Europa ESG	Art. 8
Bond Strategia Corporate ESG	Art. 8
Bond Euro Corporate ESG	Art. 8
Bond Paesi Emergenti ESG	Art. 8
Top Funds Selection Strategia Contrarian Eurizon ESG	Art. 8
Top Funds Selection Active JP Morgan	Art. 8
Top Funds Selection iCARE	Art. 8
Top Funds Selection Obbligazionario Internazionale ESG	Art. 8
Top Funds Selection Bilanciato Paesi Emergenti ESG	Art. 8
Top Funds Selection Azionario Internazionale ESG	Art. 8
Bilanciato Ambiente Cedola 2027	Art. 8
Bilanciato Sostenibile 2027	Art. 8
MIO 2027	Art. 8

Per i rimanenti 15 fondi, in ogni caso, la SGR applica uno screening negativo di base che prevede specifici criteri di esclusione, al ricorrere dei quali la stessa si obbliga a non effettuare un investimento ove appunto l'investimento target rientri nelle categorie escluse in quanto non virtuose sotto il profilo ESG (per il dettaglio si rinvia alla Politica di Sostenibilità).

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Nella seconda metà dell'anno rimangono numerose incognite che vanno attentamente monitorate per interpretare la direzione che prenderanno i mercati obbligazionari nel prossimo semestre.

Per prima cosa saranno decisive le mosse delle banche centrali per capire quale sarà l'intensità del ciclo di rialzi che stanno attuando, se riusciranno a realizzare davvero un soft landing e soprattutto quanto in là dovranno spingersi per riuscire a contrastare l'inflazione che soprattutto in Europa sembra non aver toccato ancora il picco massimo.

Qualora i prossimi dati sull'inflazione dovessero mostrare un certo rallentamento è possibile ipotizzare un primo obiettivo raggiunto per le banche centrali nel tentativo di calmare il trend, a quel punto si potrebbe immaginare una certa stabilizzazione dei tassi ai livelli raggiunti nel mese di giugno se non addirittura un possibile ritracciamento.

Una minore volatilità dei tassi avrebbe ovviamente un effetto benefico sugli spread creditizi che hanno risentito inevitabilmente dell'incertezza lato banche centrali in questi mesi, favorendo anche un recupero della carta financials e HY presente in portafoglio.

Un tema centrale sarà poi l'esito della guerra in Ucraina, che sembra essere uscito al momento dal radar degli investitori ma che potrebbe riassumere centralità a partire dall'autunno quando le tensioni geopolitiche potrebbero avere implicazioni dirette sull'export di gas da parte della Russia all'Europa, provocando ulteriori possibili spike inflattivi e minando ulteriormente la crescita soprattutto in un Paese come l'Italia che è ancora molto legato alle forniture russe.

Nell'ultima parte dell'anno bisognerà infine monitorare con attenzione anche alcune scadenze politiche che arriveranno nel 2023 e che potrebbero avere un impatto importante sull'andamento degli spread dei paesi periferici, vale a dire le elezioni politiche in Spagna e soprattutto in Italia.

Sul lato azionario, riteniamo che il quadro geopolitico e conseguentemente quello economico rimangano altamente incerti con le difficoltà di affrontare flussi di gas fortemente ridotti dalla Russia per la stagione autunnale/invernale e con la probabilità di vedere un visibile deterioramento della crescita economica, guidato dal declino dei consumi e dall'emergere di importanti revisioni al ribasso delle stime di utili societari.

Dall'altra parte riteniamo che questo scenario sia stato già in gran parte scontato, con grande anticipo, dal mercato, che ha registrato nel semestre una delle peggiori performance della storia. Allo stesso modo riteniamo che le aspettative di tightening e di rialzo dei tassi da parte della BCE siano vicine a raggiungere il picco, con conseguente probabile discesa dei rendimenti obbligazionari e sollievo per l'azionario, in particolare per quei settori Growth come la tecnologia che hanno visto un'eccessiva compressione dei multipli sui rialzi dei tassi reali.

In quest'ottica, pur mantenendo una certa cautela di fondo per i rischi di breve termine che possono conseguire ad ulteriori tagli del gas da parte della Russia, non riteniamo a questo punto di modificare un atteggiamento moderatamente costruttivo sull'azionario italiano e specialmente il sovrappeso sulla tecnologia alla luce di un risk-reward che inizia ad essere attraente in un orizzonte di medio termine anche includendo aspettative di moderata recessione a partire dalla fine del 2022.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Fondo nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A -13,03%, Classe PIR -13,03% a fronte del -10,85% del benchmark.

Milano, 22 Luglio 2022

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: BFF Bank S.p.A.

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2022

ATTIVITA'	Situazione al 30/6/2022		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	74.580.139	96,443	83.957.915	94,174
A1. Titoli di debito	57.651.646	74,552	62.630.974	70,252
A1.1 Titoli di Stato	3.011.958	3,895	2.115.512	2,373
A1.2 Altri	54.639.688	70,657	60.515.462	67,879
A2. Titoli di capitale	16.928.493	21,891	21.326.941	23,922
A3. Parti di O.I.C.R.				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	103.468	0,133	109.532	0,123
B1. Titoli di debito	4.968	0,006	9.532	0,011
B2. Titoli di capitale	98.500	0,127	100.000	0,112
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	1.996.759	2,582	4.566.682	5,122
F1. Liquidità disponibile	1.714.202	2,217	4.566.682	5,122
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	282.557	0,365		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	650.259	0,842	517.902	0,581
G1. Ratei attivi	650.259	0,842	517.902	0,581
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	77.330.625	100,000	89.152.031	100,000

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: BFF Bank S.p.A.

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2022

	Situazione al 30/6/2022	Situazione a fine esercizio precedente
PASSIVITA' E NETTO	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	8.167	1.711
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	8.167	1.711
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	318.214	731.084
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	318.213	731.084
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	1	
TOTALE PASSIVITA'	326.381	732.795
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	77.004.244	88.419.236

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A	11.298.830	12.207.244
Numero delle quote in circolazione classe A	1.165.169,470	1.094.774,663
Valore unitario delle quote classe A	9,697	11,150

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE PIR	65.705.414	76.211.992
Numero delle quote in circolazione classe PIR	6.774.775,667	6.833.858,729
Valore unitario delle quote classe PIR	9,699	11,152

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	131.708,443	61.313,636
Classe PIR	239.369,741	298.452,803

Commissioni di performance (già provvigioni di incentivo) nel semestre		
Classe	Importo delle commissioni di performance addebitate	Commissioni di performance (in percentuale nel nav)
Classe A	-	-
Classe PIR	-	-

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: BFF Bank 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
WEBUILD 5.875% 2020/15.12.2025	EUR	1.500.000	1.365	1,765
ENEL	EUR	260.500	1.360	1,759
PIRELLI 1,375% 2018-25/01/2023	EUR	1.000.000	1.000	1,293
UNIPOL 3% 2015/18.03.2025	EUR	1.000.000	992	1,283
INTESA SANPAOLO BANCA	EUR	553.380	985	1,274
AZIMUT HOLDINGS SPA1,625%2019/12.12.2024	EUR	1.000.000	968	1,252
ICCREA BANCA SPA 2.25% 2020/20.10.2025	EUR	1.000.000	952	1,231
UNICREDIT SPA 6,25% 2017/03.12.2049	EUR	1.000.000	946	1,223
ENI ORD.	EUR	80.150	908	1,174
STELLANTIS NV (MILANO)	EUR	76.485	902	1,166
INTESA SAN PAOLO 0.625 2021/24.02.2026	EUR	1.000.000	889	1,150
AUTOSTRADA ITALIA 1,875% 2015/04.11.2025	EUR	900.000	832	1,076
ALERION CLEANPOWER 3.125% 2019/19.12.25	EUR	800.000	792	1,024
TIM SPA 4% 2019/11.04.24	EUR	800.000	786	1,016
INTESA SAN PAOLO 1% 2019/04.07.2024	EUR	800.000	778	1,006
ATLANTIA 1.875% 2021/12.02.2028	EUR	1.000.000	774	1,001
UNICREDITO ITALIANO ORD. NEW	EUR	84.317	764	0,988
BANCO BPM SPA 1,625%2020/18.02.2025	EUR	800.000	750	0,970
IREN SPA 1,5% 2017/24.10.2027	EUR	800.000	729	0,943
BANCO BPM SPA 0.875% 2021/15.07.2026	EUR	800.000	705	0,912
MEDIOCR TRENTO 2,375% 2019/29.07.2022	EUR	700.000	699	0,904
ANIMA HOLDING SPA 1.75% 19-23.10.26	EUR	750.000	692	0,895
MONTE DEI PASCHI 3,625% 2019/24.09.2024	EUR	750.000	691	0,894
NEXI SPA 1,625% 2021/30.04.2026	EUR	800.000	650	0,841
IREN SPA 1% 2020/01/072030	EUR	800.000	641	0,829
ERG SPA 0,5% 2020/11.09.2027	EUR	700.000	614	0,794
BPER BANCA 1,375% 2021/1.03.2027	EUR	700.000	610	0,789
BCA POP SONDRIO-EMTN PGM 21-27 1.25% RIV	EUR	700.000	601	0,777
ESSELUNGA SPA 0,875% 2017/25.10.2023	EUR	600.000	585	0,756
STMICROELECTRONICS - MILANO	EUR	19.000	570	0,737
SNAM SPA 0% 2020/07.12.2028	EUR	700.000	567	0,733
TERNA SPA 1,375% 2017/26.0707.2027	EUR	600.000	564	0,729
2I RETE GAS 1,608% 2017/31.10.27	EUR	600.000	555	0,718
FCA BANK SPA IRELAND 0,5%2020/18.09.2023	EUR	550.000	543	0,702
AEROPORTI DI ROMA 1,625%2017/08.06.2027	EUR	600.000	540	0,698
BTP COVID 1,4% 20/26.05.2025 I/L ITALIA	EUR	500.000	522	0,675
A2A SPA 0.625% 2021/15.07.2031	EUR	700.000	518	0,670
BTPS 2,5% 2022/01.12.2032	EUR	550.000	510	0,660
TERNA 0.375% 2021/23.06.2029	EUR	600.000	503	0,650
BCA SELLA 5,5 % 2017/2027/22/09	EUR	500.000	500	0,647
MONTE PASCHI 4% 2019/10.07.2022	EUR	500.000	496	0,641
MAIRE TECNIMONT SPA 2,625% 2018/30.04.24	EUR	500.000	496	0,641
UBI BANCA 1,5%2019/10.04.2024	EUR	500.000	495	0,640
WEBUILD SPA 3,875% 2022/28.02.2026	EUR	600.000	493	0,638
RADIOTELEVIS IT 1.375% 2019/04.12.2024	EUR	500.000	488	0,631
LEASY SPA 0% 202122.07.2024	EUR	500.000	478	0,618
IVS GROUP 3% 2019/18/10.2026	EUR	500.000	477	0,617
ITALGAS 1.625% 2017 - 19/01/2027	EUR	500.000	476	0,616
INTESA SAN PAOLO 6,25% 2017/31.12.2049	EUR	500.000	475	0,614
BANCO BPM SPA 1,75% 2019/28.01.2025	EUR	500.000	475	0,614
FERRARI NV - EUR	EUR	2.708	474	0,613
BTPS 1.1% 2022/01.04.2027	EUR	500.000	471	0,609
TERNA RETE ELE 0,750% 20-24/07/2032	EUR	600.000	470	0,608

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: BFF Bank S.p.A.

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in Euro	% inc.su attività
ALERION CLEANPOWER 2% 2021-03/11/2027	EUR	500.000	464	0,600
TELECOM ITALIA 2,75% 2019/15.04.2025	EUR	500.000	463	0,599
INFRASTRUTT WIRELESS 1.875%2020/08.07.26	EUR	500.000	462	0,597
OVS SPA 2,25% 2021-10/11/2027	EUR	500.000	456	0,590
ENI SPA 1,125% 2016/19.09.2028	EUR	500.000	451	0,583
FNM SPA 0,75% 2021/20.10.2026	EUR	500.000	433	0,560
SISIM 1.625% 2018-08/02/2028	EUR	500.000	425	0,550
UNICREDIT SPA 0.80% 2021/05.07.2029	EUR	500.000	411	0,531
ENEL FIN INTL NV 0,375% 2021/28.05.2029	EUR	500.000	410	0,530
BPEIM 4.625% 2022/22.01.2025	EUR	400.000	401	0,519
SEA SPA 3.50% 2020/09.10.25	EUR	400.000	400	0,517
AUTOSTRAD 1,625% 2015/12.06.2023	EUR	400.000	397	0,513
ENI TV 2020-13.07.2049	EUR	500.000	392	0,507
SAIPEM FIN 20-26 3.375%	EUR	500.000	392	0,507