

INVESTIMENTI BILANCIATI 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 eurosceettici 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 listino azionario domestico 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 pronto 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 20-25%, posizionandosi però per la maggior parte del tempo sopra benchmark, ovvero nella parte alta della suddetta forchetta.

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

I driver del mercato obbligazionario del primo semestre del 2019 sono state indubbiamente le Banche Centrali, FED e BCE in primis, che in modo inaspettatamente coordinato hanno completamente invertito la loro stance: per il tutto il 2018, hanno normalizzato o cercato di normalizzare il livello dei tassi di riferimento, con la FED che portava i FED Funds al 2,5% e la BCE che comunicava di essere pronta ad abbandonare progressivamente i tassi negativi; nel 2019 la FED ha prima detto di essere arrivata ad un livello di neutralità dei tassi e poi si è detta pronta a tagliare i tassi e riconsiderare anche stimoli non convenzionali all'economia con la BCE che ha dichiarato di essere pronta a mantenere i tassi negativi o tagliarli ulteriormente e riattivare il QE. La ragione di questo repentino cambiamento delle Banche Centrali è dovuto alla necessità di non poter permettere un disancoraggio delle aspettative di inflazione con un ciclo economico maturo che rischia di rallentare molto bruscamente se la Trade War dovesse subire una ulteriore escalation. I rendimenti delle curve governative sono stati fortemente compressi con un movimento di bull flattening e gli spread corporate sono tornati in prossimità dei minimi storici.

L'attività di gestione è stata molto attiva in termini di scelte allocative: la duration del Fondo è stata progressivamente aumentata portandola vicino a quella del benchmark di riferimento; la percentuale di tasso variabile è stata ridotta a favore di emissioni a tasso fisso; è stata fortemente diminuita anche l'esposizione ai titoli legati all'inflazione; inoltre si è cercato di incrementare il rendimento del Fondo e la qualità media delle emissioni in portafoglio, attraverso l'investimento operato in modo molto selettivo su alcune emissioni sia sul mercato primario che su quello secondario.

Nel corso del semestre il patrimonio del Fondo è passato da 78.489.813 euro al 28 dicembre 2018 a 83.232.491 euro al 28 giugno 2019 di cui 9.240.578 euro relativi alla Classe A e 73.991.913 euro relativi alla Classe PIR. In particolare, tale variazione è stata determinata per 5.555 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 813 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto positivo per 41 migliaia di euro, Classe PIR effetto negativo per 854 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 successiva (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 successiva (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

Sul lato azionario non ci sono per ora all'orizzonte grossi cambiamenti previsti sulla quota azionaria, che dovrebbe rimanere in leggero sovrappeso, con un sottopeso sulla componente difensiva del listino viste le alte valutazioni. Sulla parte ciclica continuiamo invece a mantenere un atteggiamento un po' più costruttivo anche se ad oggi è difficile avere visibilità sul fatto che 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. Le valutazioni di questo segmento avrebbero tuttavia spazi per un re-rating in caso di un miglioramento del contesto macro nei prossimi trimestri.

Pre quanto riguarda la componente obbligazionaria, se assisteremo nel secondo semestre ad un'ulteriore escalation della Trade War e dovessero mantenersi compresse le aspettative di inflazione, le Banche Centrali dovranno intervenire, fornendo dunque supporto al mercato; da monitorare anche l'andamento dei conti pubblici italiani e quale sarà

l'evoluzione della discussione tra governo italiano e Commissione Europea in relazione alla manovra di bilancio per il 2020. Non si prevede perciò di apportare significativi cambiamenti all'allocazione del Fondo per questa componente.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Fondo nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 7,06%, Classe PIR 7,06%, a fronte del 7,50% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

INVESTIMENTI BILANCIATI 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	77.290.119	92,452	71.102.385	90,170
A1. Titoli di debito	58.358.647	69,807	53.098.144	67,337
A1.1 Titoli di Stato	5.844.874	6,991	7.784.504	9,872
A1.2 Altri	52.513.773	62,816	45.313.640	57,465
A2. Titoli di capitale	18.931.472	22,645	18.004.241	22,833
A3. Parti di O.I.C.R.				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	4.061.879	4,858	2.673.835	3,391
B1. Titoli di debito	1.921.372	2,298	1.181.636	1,499
B2. Titoli di capitale	2.140.507	2,560	1.492.199	1,892
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	105.780	0,127	139.941	0,177
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	105.780	0,127	139.941	0,177
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'	1.705.310	2,040	4.563.122	5,787
F1. Liquidità disponibile	3.690.355	4,414	4.575.940	5,803
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.985.045	-2,374	-12.818	-0,016
G. ALTRE ATTIVITA'	436.894	0,523	374.734	0,475
G1. Ratei attivi	436.894	0,523	374.732	0,475
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre			2	
TOTALE ATTIVITA'	83.599.982	100,000	78.854.017	100,000

INVESTIMENTI BILANCIATI 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
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	41.294	50.008
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	41.294	50.008
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	326.197	314.196
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	326.197	314.196
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		
TOTALE PASSIVITA'	367.491	364.204
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	83.232.491	78.489.813

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A	9.240.578	8.592.545
Numero delle quote in circolazione classe A	911.296,414	907.223,241
Valore unitario delle quote classe A	10,140	9,471

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE PIR	73.991.913	69.897.268
Numero delle quote in circolazione classe PIR	7.296.236,373	7.379.247,881
Valore unitario delle quote classe PIR	10,141	9,472

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	63.756,609	59.683,436
Classe PIR	356.302,195	439.313,703

INVESTIMENTI BILANCIATI 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
TELECOM ITALIA 2,75% 2019/15.04.2025	EUR	1.500.000	1.513	1,810
IREN SPA 1,5% 2017/24.10.2027	EUR	1.500.000	1.506	1,801
CCTS 2014/15.11.2019	EUR	1.500.000	1.506	1,801
LUMEN SPV S.R.L TV. MTGE FACT	EUR	5.476.000	1.481	1,772
ENEL FINANCE 1,375% 2016/01.06.2026	EUR	1.200.000	1.273	1,523
SNAM RG TV 2017/02.08.2024	EUR	1.300.000	1.256	1,502
INTESA SANPAOLO SPA TV 2017/19.04.2022	EUR	1.200.000	1.198	1,433
ESSELUNGA SPA 0,875% 2017/25.10.2023	EUR	1.200.000	1.195	1,429
MEDIOBANCA SPA TV 2017/18.05.2022	EUR	1.200.000	1.186	1,419
FRANCE OAT 0,10% 2015/01.03.2025 I/L	EUR	1.000.000	1.109	1,327
ENI SPA 1% 2017 - 14/03/2025	EUR	1.050.000	1.095	1,310
FRANCE 0,1% 2012/25.07.2021 I/L	EUR	1.000.000	1.079	1,291
UNICREDIT SPA 4,875% 2019/20.02.2029	EUR	1.000.000	1.055	1,262
UBI BANCA 1,25% 2018/15.01.2030	EUR	1.000.000	1.052	1,258
PRYSMIAN SPA 2,5% 2015/11.04.2022	EUR	1.000.000	1.028	1,230
TERNA RETE ELET 1% 2016/11.10.28	EUR	1.000.000	1.014	1,213
MEDIOBANCA 0.50% 2019/1.10.2026	EUR	1.000.000	1.004	1,201
SNAM SPA ZC 2016/25.10.2020	EUR	1.000.000	1.001	1,197
PIRELLI 1,375% 2018-25/01/2023	EUR	1.000.000	993	1,188
UNICREDIT SPA 1% 2018/18.01.2023	EUR	1.000.000	991	1,185
ENI ORD.	EUR	67.500	986	1,179
ACEA SPA 0,041% 2017-08/02/2023	EUR	1.000.000	971	1,161
ENEL	EUR	147.500	906	1,084
SIAS 4.5% 2010/26.10.2020	EUR	800.000	848	1,014
ITALGAS 1,625% 2017/18/01/2029	EUR	800.000	844	1,010
AUTOSTRADA 1,625% 2015/12.06.2023	EUR	800.000	812	0,971
BANCO BPM SPA 2% 2019/08.03.2022	EUR	800.000	805	0,963
ICCREA BANCA SPA 1,5% 2017/11.10.2022	EUR	800.000	805	0,963
BANCO BPM 8,75% 2019/18.06.2067	EUR	800.000	791	0,946
CCTS TV 2014/15.06.2022	EUR	800.000	786	0,940
BTPS 0,45% 2017/22.05.2023 I/L ITALIA	EUR	800.000	785	0,939
SALINI IMPREGILO 1,75% 2017 - 26/10/2024	EUR	900.000	707	0,846
BANCO BPM S.P.A. 1,75% 2018/24.04.2023	EUR	700.000	693	0,829
BANCA FARMAFACT SPA TV 05.06.2020	EUR	650.000	647	0,774
IREN SPA 1,95% 2018/19.09.2025	EUR	600.000	630	0,754
COVIVIO EX BENI ST1,625% 2017/17.10.2024	EUR	600.000	625	0,748
AEROPORTI DI ROMA 1,625%2017/08.06.2027	EUR	600.000	614	0,734
2I RETE GAS 1,608% 2017/31.10.27	EUR	600.000	613	0,733
AQUAFIL SPA	EUR	73.901	613	0,733
ICCREA BANCA SPA 1,5% 2017/21.02.2020	EUR	600.000	603	0,721
INTESA SAN PAOLO 1% 2019/04.07.2024	EUR	600.000	600	0,718
HERA SPA 0,875% 2016/14.10.2026	EUR	600.000	600	0,718
UNICREDITO ITALIANO ORD. NEW	EUR	55.117	597	0,714
SPAIN BONOS 0,65%2016/30.11.2027 INFL	EUR	500.000	580	0,694
CAMPARI MILANO 2,75% 2015/30.09.2020	EUR	550.000	566	0,677
EXOR 2,5% 2014/08.10.2024	EUR	500.000	547	0,654
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	EUR	204.883	541	0,647
CNH INDUSTRIAL NV EUR	EUR	59.737	539	0,645
ENI 2.625% 2013/22.11.2021	EUR	500.000	534	0,639
ITALGAS 1.625% 2017 - 19/01/2027	EUR	500.000	530	0,634
A2A SPA 1,75% 2015/25.02.2025	EUR	500.000	525	0,628
ENEL SPA 3,5% 2019/24.05.2080	EUR	500.000	520	0,622
TELECOM ITALIA 2,5% 2017/19/07/2023	EUR	500.000	514	0,615

INVESTIMENTI BILANCIATI ITALIA

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: DEPObank S.p.A.

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in Euro	% inc.su attività
ENI SPA 0,625% 2016/19.09.2024	EUR	500.000	512	0,612
HERA 4,5% 2009-3/12/2019	EUR	500.000	509	0,609
KEDRION GROUP SPA 3% 2017/12.07.2022	EUR	600.000	509	0,609
CDP RETI SRL 1,875% 2015/29.05.2022	EUR	500.000	508	0,608
AUT BRESCIA VERONA 2.375% 2015/20.03.20	EUR	500.000	506	0,605
BCA SELLA 5,5 % 2017/2027/22/09	EUR	500.000	505	0,604
ESSELUNGA SPA 1,875 2017/25.10.2027	EUR	500.000	504	0,603
2I RETE GAS 1.125% 2014/02.01.2020	EUR	500.000	503	0,602
MAIRE TECNIMONT SPA 2,625% 2018/30.04.24	EUR	500.000	501	0,599
AUTOGRILL	EUR	54.250	500	0,598
ICCREA BANCA SPA TV 2018-01/02/2021	EUR	500.000	496	0,593
UBI BANCA 1,875%2018/12.04.2023	EUR	500.000	494	0,591
BCA POP DI SONDRIO 2,375% 2019/03.04.24	EUR	500.000	493	0,590
MONCLER SPA	EUR	13.050	491	0,587
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	28.750	476	0,569
INTESA SANPAOLO BANCA	EUR	249.500	470	0,562
AMPLIFON NEW	EUR	22.750	468	0,560
FERROVIE STATO SPA 1,5% 2017/27.06.2025	EUR	450.000	461	0,551
AVIO SPA (EX SPACE2)	EUR	31.154	452	0,541
FINMECCANICA 5,25% 2009/21.1.2022	EUR	400.000	448	0,536
PRYSMIAN SPA	EUR	23.596	428	0,512
STMICROELECTRONICS - MILANO	EUR	26.950	420	0,502