

TOP FUNDS SELECTION (già denominato Star Collection) AZIONARIO INTERNAZIONALE

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

Archiviata la forte volatilità dell'ultimo trimestre del 2018, i mercati azionari internazionali hanno rimbalzato violentemente nella prima metà del 2019: l'indice azionario globale ha registrato da inizio anno un guadagno del 17,9% in seguito alla retromarcia delle Banche Centrali sul fronte della normalizzazione dei tassi di interesse e alla loro apertura a nuovi programmi di stimolo monetario o "quantitative easing". Il re-rating dei titoli azionari è stato persino maggiore in Nordamerica, dove l'apprezzamento dei listini ha sfiorato il 20% grazie al forte contributo dei titoli tecnologici e l'indice S&P è giunto addirittura a ridosso del record storico di 3.000; fuori dagli USA, la performance è stato altrettanto forte per il continente europeo (+16,7%), con una sovraperformance di Italia e Svizzera ed una sottoperformance di Spagna e Svezia, mentre i rialzi sono stati più contenuti sull'Asia (+12,1%), dove il Giappone ha sottoperformato rispetto alle altre borse dell'area. Se la svolta accomodante delle Banche Centrali ha galvanizzato l'intera asset class, occorre sottolineare che tale scelta è stata condizionata da un generale deterioramento del quadro macroeconomico e politico: la crescita globale è rallentata evidenziando un crollo degli indicatori di fiducia delle imprese, in particolare nel settore manifatturiero, e le tensioni di una guerra commerciale-tecnologica tra USA e Cina hanno avuto l'effetto di raffreddare gli investimenti e rimettere in forte discussione la supply chain globale in numerosi business. Non sorprende, pertanto, che a livello di stile gestione le strategie growth, quality e momentum abbiano generato performance brillanti grazie all'esposizione a società con elevata crescita, abbondante generazione di cash flow o con business anticiclici mentre abbiano deluso le strategie value più esposte ai titoli finanziari e ciclici e high dividend focalizzate su business a bassa crescita. A livello settoriale, il comparto tecnologico ha staccato nettamente al rialzo tutti gli altri settori, anche grazie al contributo stellare dei semiconduttori, seguito a distanza dal settore industriale e da quello dei consumi discrezionali;

guadagni più contenuti sono stati realizzati dal comparto energetico, in sofferenza nel mese di maggio per effetto del ritracciamento del prezzo della commodity da 64 a 54 dollari al barile, e da quello farmaceutico, condizionato dalla pressione sui prezzi dei farmaci generici. Tra le capitalizzazioni di mercato le mid-cap hanno sovraperformato le large e small cap, in particolare sul listino americano: le large cap sono state poco brillanti mentre le small cap hanno sofferto in Asia e, in misura minore, anche in Europa. Sul fronte gestionale, l'allocazione geografica di inizio anno evidenziava un sovrappeso di Asia ex-Japan, un sottopeso di Nordamerica ed un'esposizione neutrale di Europa. Nel semestre siamo stati attivi con un'esposizione al rischio più accentuata nel primo trimestre seguita da una riduzione della quota azionaria (disinvestimento del fondo small cap di Ubp e del fondo value di State Street) e da un alleggerimento del beta di mercato in Europa grazie all'inserimento in portafoglio di strategie azionarie long/short (Lazard e Liontrust). Inoltre abbiamo progressivamente incrementato il peso di strategie azionarie globali (Mirabaud e Wellington) fino al 34% di fine giugno. Con riferimento alle performance si sono distinte al rialzo nel semestre le strategie globali di Mirabaud (tematica) e Wellington (ESG) e quella europea di UBP (small cap) mentre lo stock picking è stato meno favorevole per la strategie value di Fidelity in Nordamerica e State Street in Europa. A livello valutario il cambio eur/usd è stato stabile nell'intervallo 1,10-1,15 ed il Comparto si è mantenuto relativamente neutrale.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 37.934.992 euro al 28 dicembre 2018 a 40.579.913 euro al 28 giugno 2019 di cui 32.284.597 euro relativi alla Classe A e 8.295.316 euro relativi alla Classe C. In particolare, tale variazione è stata determinata per 5.249 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 2.604 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 2.108 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 496 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre ci aspettiamo che le attività rischiose possano continuare a beneficiare della politica ultra-accomodante delle Banche Centrali. Tuttavia, siamo consapevoli che gli attuali livelli di valutazione sono generosi in una fase avanzata del ciclo di mercato e che per avere una continuazione del rally in autunno ed inverno occorrerà un assestamento del quadro macroeconomico ed una ripresa degli utili aziendali. In particolare, monitoriamo con attenzione le strategie a bassa volatilità che nel secondo trimestre hanno beneficiato della rotazione da bond ad equity per effetto del crollo dei tassi, mentre siamo più costruttivi su titoli ciclici e finanziari. Nell'ottica di una rivisitazione complessiva dell'approccio gestionale, prevediamo di incrementare ulteriormente il peso di fondi globali generalisti a discapito dei fondi di area e di introdurre, seppure con un peso inferiore, specifici fondi/ETF globali tematici e/o settoriali al fine di intercettare specifiche nicchie di valore o crescita per sfruttare i nuovi trend tecnologici, sociali, ambientali e di consumo.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 13,79%, Classe C 14,38% a fronte del 16,07% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

TOP FUNDS SELECTION AZIONARIO INTERNAZIONALE

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	38.256.820	93,869	37.435.215	98,035
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	38.256.820	93,869	37.435.215	98,035
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	2.162.268	5,305	269.809	0,707
F1. Liquidità disponibile	2.567.706	6,300	160.231	0,420
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	878.040	2,154	213.672	0,560
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.283.478	-3,149	-104.094	-0,273
G. ALTRE ATTIVITA'	336.451	0,826	480.492	1,258
G1. Ratei attivi	5.188	0,013	2.486	0,007
G2. Risparmio di imposta	331.263	0,813	478.005	1,251
G3. Altre			1	
TOTALE ATTIVITA'	40.755.539	100,000	38.185.516	100,000

TOP FUNDS SELECTION AZIONARIO INTERNAZIONALE

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	13.297	81.386
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	13.297	81.386
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	162.329	169.138
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	162.265	168.229
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	64	909
TOTALE PASSIVITA'	175.626	250.524
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	40.579.913	37.934.992

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	32.284.597	30.225.811
Numero delle quote in circolazione classe A	4.229.515,246	4.505.837,144
Valore unitario delle quote classe A	7,633	6,708

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	8.295.316	7.709.181
Numero delle quote in circolazione classe C	1.031.450,765	1.096.398,987
Valore unitario delle quote classe C	8,042	7,031

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	226.982,030	503.303,928
Classe C	121.559,017	186.507,239

TOP FUNDS SELECTION AZIONARIO INTERNAZIONALE

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
PARVEST EQUITY BEST SELECTION ASIA EX-JA	USD	30.728	3.850	9,446
LIONTRUST GF EUROPEAN STRATEGIC EQUITY F	EUR	329.888	3.784	9,285
RIC II WORLD EQUITY FUND-VCIC CL B ACC	USD	135.000	3.660	8,980
WELL GLBL IMPACT FUND NUSDA	USD	300.000	3.652	8,961
COMGEST GROWTH JAPAN FUND-VCIC CL I EUR	EUR	353.539	3.624	8,892
LAZARD EUROPEAN ALTERNATIVE FUND-VCIC CL	EUR	35.000	3.521	8,639
HSBC GIF-EUROLAND EQ-IC -	EUR	70.000	3.190	7,827
WELLINGTON GLOBAL QUALITY GROWTH FUND-FC	USD	175.000	2.848	6,988
MIRAB EQ GL FOC IC	USD	18.000	2.792	6,851
FIDELITY FNDS-PACIFIC-YA EUR	EUR	150.295	2.602	6,384
FIDELITY FUNDS-AMERICA-YEURACC	USD	100.962	1.961	4,812
HENDERSON GART-CONT EUR-IEURA	EUR	150.000	1.764	4,328
GOLDMAN SACHS GLOBAL CORESM EQUITY PORTF	USD	50.672	1.000	2,454
SSGA EUROPE VALUE SPOTLIGHT FUND-SICAV C	EUR	1.070	10	0,025

TOP FUNDS SELECTION (già denominato Star Collection) BILANCIATO PAESI EMERGENTI

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 Telecom 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

Archiviata la forte volatilità dell'ultimo trimestre del 2018, i mercati azionari ed obbligazionari dei Paesi emergenti hanno rimbalzato violentemente nel primo semestre del 2019 anche grazie alla retromarcia delle Banche Centrali sul fronte della normalizzazione dei tassi di interesse e della loro apertura a nuovi interventi di stimolo monetario o "quantitative easing". L'indice obbligazionario in hard currency ha registrato una crescita superiore al 10%: metà del guadagno è stato conseguito tra gennaio e febbraio con un forte restringimento degli spread sia sulla parte in dollari (84 bps) sia sulla parte in euro (33 bps) in parte per il rallentamento della crescita globale ed in parte per il miglioramento di rischi idiosincratici in Venezuela, Libano ed Ecuador. Nella fase di risk-on abbiamo incrementato la duration di portafoglio e l'esposizione a Paesi più rischiosi al fine di intercettare il rally e beneficiato della discesa degli spread e dei Treasuries, sebbene un po' scarichi di credit duration. A marzo si è provveduto a chiudere la posizione corta sui Treasuries ed è stata implementata la posizione corta sui Bund a copertura della componente obbligazionaria in euro. I guadagni del primo trimestre sono stati, quindi, consolidati ad aprile e maggio quando il mercato è stato condizionato dai rischi di un'escalation nella guerra commerciale degli USA contro Cina e Messico e dalla pubblicazione di dati macro ancora positivi, ma inferiori alle attese di mercato mentre a giugno si è assistito ad un ulteriore restringimento degli spread e ad una rapida discesa dei rendimenti sui Treasuries sulla scia di un taglio importante dei tassi da parte della Fed: in questo contesto abbiamo incrementato l'esposizione con acquisti incrementali sul fondo short term duration di Blackrock e su quello aggregate di Aberdeen. Per quanto riguarda l'equity emergente, l'indice globale ha maturato nel semestre un guadagno di oltre 11%, con un rally imponente da gennaio ad aprile ed una correzione a maggio in concomitanza con il vistoso rallentamento della crescita in Cina ed il calo del prezzo del petrolio da 64 a 54 dollari al barile. Forte è stata in

questo semestre la dispersione dei rendimenti su base settoriale: se, infatti, il rally è stato violento per i consumi discrezionali (+19%) i guadagni sono stati di gran lunga inferiori per utilities e materie prime (+5%) ed addirittura negativi per l'healthcare (-3%) a causa della pressione dei prezzi sui farmaci generici. Tra gli stili di gestione si sono distinte al rialzo le strategie momentum, growth ed ESG mentre il rimbalzo è stato inferiore per i fondi value e a volatilità controllata, mentre tra le capitalizzazioni di mercato le large cap hanno surclassato le small-mid cap. A livello geografico, l'area più performante è stata l'Europa Orientale, grazie al rally eccezionale della Russia a maggio e giugno (in parte per il mega-dividendo distribuito da Gazprom), ma hanno registrato guadagni a doppia cifra anche l'America Latina e l'area MENA, anche grazie alle riforme strutturali in Argentina e Brasile e all'inclusione nell'indice azionario emergente dell'Arabia Saudita. Sul fronte gestionale abbiamo mantenuto la quota azionaria neutrale nel primo trimestre ed in sottopeso nel secondo trimestre fino al 32%, cercando di mitigare il rischio di trade war con il fondo di T Rowe Price specializzato sui mercati di frontiera e di concentrarci su società di qualità (Aberdeen) e con score ESG superiori alla media del mercato (Hermes). Tutti i fondi azionari in portafoglio hanno sovraperformato l'indice di riferimento: l'allocazione geografica e settoriale è stata favorevole, in particolare, per le gestioni di Aberdeen, grazie al contributo delle A-share cinesi, ed Hermes, grazie al sovrappeso di tecnologia.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 37.013.350 euro al 28 dicembre 2018 a 39.944.435 euro al 28 giugno 2019 di cui 37.735.287 euro relativi alla Classe A e 2.209.148 euro relativi alla Classe C. In particolare, tale variazione è stata determinata per 3.489 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 558 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 1.139 migliaia di euro, Classe C effetto positivo per 581 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre ci aspettiamo una continuazione dell'andamento positivo riscontrato sui mercati emergenti, nonostante i multipli di valutazione non siano così attraenti come ad inizio anno. Sul fronte obbligazionario valutiamo la costruzione di una posizione in local currency nell'ottica di un apprezzamento delle valute emergenti mentre sul fronte azionario aspettiamo una stabilizzazione degli utili per aumentare la quota azionaria, eventualmente incrementando la componente delle small cap.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 9,44%, Classe C 9,91% a fronte del 9,21% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

TOP FUNDS SELECTION BILANCIATO PAESI EMERGENTI

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	36.405.460	90,669	37.185.300	99,915
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	36.405.460	90,669	37.185.300	99,915
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	3.723.228	9,273	-23.157	-0,063
F1. Liquidità disponibile	3.724.355	9,276	339.961	0,913
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			185.726	0,499
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.127	-0,003	-548.844	-1,475
G. ALTRE ATTIVITA'	23.421	0,058	54.727	0,148
G1. Ratei attivi	3.285	0,008	1.371	0,004
G2. Risparmio di imposta	20.136	0,050	53.356	0,144
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	40.152.109	100,000	37.216.870	100,000

TOP FUNDS SELECTION BILANCIATO PAESI EMERGENTI

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	11.492	32.863
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	11.492	32.863
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	196.182	170.657
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	196.176	170.454
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	6	203
TOTALE PASSIVITA'	207.674	203.520
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	39.944.435	37.013.350

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	37.735.287	35.540.114
Numero delle quote in circolazione classe A	6.447.216,751	6.645.857,437
Valore unitario delle quote classe A	5,853	5,348

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	2.209.148	1.473.236
Numero delle quote in circolazione classe C	357.009,484	261.676,473
Valore unitario delle quote classe C	6,188	5,630

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	532.479,477	731.120,163
Classe C	139.002,388	43.669,377

TOP FUNDS SELECTION BILANCIATO PAESI EMERGENTI

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
ABERDEEN GLOBAL EMERGING MARKETS EQUITY	USD	400.000	3.785	9,427
PIMCO EMERG MKT INS	EUR	80.000	3.358	8,363
HERMES GLOBAL EMERGING MARKETS FUND-VCIC	USD	1.250.000	3.286	8,184
NEUBERGER BRM EM DB HC-US DIA	USD	252.000	3.115	7,758
NN L-EM MK DB HC-IC	USD	400	2.931	7,300
T-ROWE PRICE FUND FRONTIER MARKETS EQUIT	USD	299.832	2.880	7,173
ABERDEEN GL SELECT EMERGING MARKETS BOND	USD	150.000	2.624	6,535
AMUNDI-BD GL EM HARD CU-MEC	EUR	22.000	2.567	6,393
BGF-EMERGING MARKETS BD-D2EURH	EUR	128.000	2.252	5,609
M&G (LUX) EMERGING MARKETS HARD CURRENCY	USD	222.000	2.188	5,449
BSF EMERGING MARKETS SHORT DURATION BOND	USD	20.000	1.884	4,692
JPM EM MKT SC-C PERF ACC EUR	EUR	13.400	1.685	4,197
ROBECO EMERGING CONS EQTS-IE	EUR	7.500	1.343	3,345
GOLDMAN SACH GROWTH EMKT CORP BOND	EUR	9.000	1.332	3,317
ABERDEEN-FRONTIER MK EQ-I2A	USD	90.000	1.175	2,926

TOP FUNDS SELECTION DINAMICO

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 Comparto, come descritto nel paragrafo successivo, è stato istituito dal Consiglio di Amministrazione della SGR in data 9 maggio 2019 con avvio dell'operatività il 10 giugno 2019 ed è un comparto flessibile con VaR massimo pari a -4,80%.

Dopo il convulso finale d'anno 2018, nei primi mesi del 2019 i mercati sono stati caratterizzati da un ritorno di propensione al rischio favorita in primis dalla svolta accomodante delle principali Banche Centrali, dai consistenti stimoli fiscali messi in campo dalle Autorità Cinesi e dai segnali positivi giunti nello stesso periodo in merito ai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina.

La situazione si è complicata nel mese di maggio quando i negoziati improvvisamente hanno subito una battuta d'arresto, con "argomenti" alla base di questo deragliamento di non semplice risoluzione soprattutto per la determinazione dell'amministrazione Trump a non fare concessioni relativamente ai temi della proprietà intellettuale e degli aiuti alle imprese di stato. In questo contesto i mercati azionari hanno vissuto la prima e unica correzione del semestre mentre i mercati obbligazionari governativi hanno accelerato la salita comprimendo ulteriormente i rendimenti. Tuttavia, un ulteriore punto di svolta per i mercati è arrivato a giugno dal "rinforzato" impegno delle Banche Centrali a sostenere la crescita alla luce delle evoluzioni sul fronte commerciale e degli elementi di persistente debolezza sull'inflazione.

Nel primo semestre dell'anno l'atteggiamento particolarmente pro-attivo delle Banche Centrali ha costituito terreno fertile per tutte le principali classi di attivo con diversi gradi di rischio. Il tutto in un contesto di contenuta volatilità rientrata decisamente dai livelli toccati a fine anno.

Il comparto Dinamico nel corso della settimana di apertura del collocamento (dal 10 al 14 giugno) è stato totalmente investito con una allocazione che è stata mantenuta fino alla chiusura del semestre, investendo di volta in volta i flussi in entrata, beneficiando pertanto del contributo positivo di tutte le classi di attivo acquistate.

L'allocazione in questione ha dedicato il 38% circa del Comparto nella componente azionaria pura, l'investimento è avvenuto esclusivamente attraverso ETF azionari sia globali sviluppati (10%) ed emergenti (11%) che specifici di area (7% Europa, 5% Nord America, 5% Asia Pacifico). Il maggiore contributo positivo alla performance è arrivato dai Paesi Emergenti e dall'Asia.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, che costituisce circa il 47% del Comparto, l'allocazione è stata ben diversificata. Attraverso l'impiego di ETF puri il Comparto ha investito il 13% in Governativi area Euro (di cui nominali 7% e Inflation-Linked 6%), l'1% in obbligazioni governative globali, il 16% in obbligazioni Corporate Euro (di cui 7% Investment Grade e 9% High Yield) e il 10% in debito dei paesi emergenti (di cui metà in emissioni in valuta locale e metà in emissioni in dollari). Il 7% della componente obbligazionaria è stato, inoltre, dedicato ad obbligazioni convertibili, sia attraverso un ETF che attraverso il fondo di Amundi European Convertible Bond.

Dinamico ha assunto una posizione anche sulla classe materie di base, il 7% con ETF.

Infine il Comparto ha dedicato una parte dell'attivo (circa il 7%) a prodotti sia flessibili (Eurizon Fund – Azioni Strategia Flessibile) che alternativi (ETF JPM Managed Futures Ucits).

Il Comparto presenta un patrimonio pari a 4.234.283 euro al 28 giugno 2019 di cui 4.033.158 euro relativi alla Classe A e 201.125 euro relativi alla Classe C. In particolare, la variazione del patrimonio nel periodo dal 10 giugno 2019, data di avvio del Comparto, al 28 giugno 2019 è stata determinata per 13 migliaia di euro dal risultato positivo del periodo e per circa 4.221 migliaia di euro dall'effetto positivo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto positivo per 4.021 migliaia di euro, Classe C effetto positivo per 200 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Nonostante le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina non siano ancora concluse, lasciando pertanto aperto un importante fattore di incertezza per il contesto economico globale, il rinforzato impegno delle Banche Centrali "in concerto" a sostenere la crescita ha il potere di creare un notevole supporto alle attività rischiose nonché di compressione dei rendimenti obbligazionari. Non si prevede di apportare a breve significativi cambiamenti alla allocazione attuale del Comparto.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel periodo dal 10 giugno 2019 al 28 giugno 2019 ha realizzato le seguenti performance: Classe A 0,96%, Classe C 0,82%.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

TOP FUNDS SELECTION DINAMICO

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	4.562.366	107,415		
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	4.562.366	107,415		
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	-314.969	-7,415		
F1. Liquidità disponibile	470.678	11,082		
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	87.804	2,067		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-873.451	-20,564		
G. ALTRE ATTIVITA'	5			
G1. Ratei attivi	5			
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	4.247.402	100,000		

TOP FUNDS SELECTION DINAMICO

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	10.933	
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		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	2.186	
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	2.177	
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	9	
TOTALE PASSIVITA'	13.119	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	4.234.283	

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	4.033.158	
Numero delle quote in circolazione classe A	799.021,482	
Valore unitario delle quote classe A	5,048	

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	201.125	
Numero delle quote in circolazione classe C	39.897,404	-
Valore unitario delle quote classe C	5,041	-

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	799.021,482	-
Classe C	39.897,404	-

TOP FUNDS SELECTION DINAMICO

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
AMUNDI INDEX PRIME EUROPE-SICAV ETF CL U	EUR	15.262	335	7,888
AMUNDI MSCI EMERGING MARKETS-SICAV ETF C	EUR	80.966	333	7,841
XTRACKERS II EUROZONE GOVERNMENT BOND UC	EUR	1.360	333	7,841
LYXOR COMMODITIES THOMSON REUTERS/CORECO	EUR	20.085	305	7,182
AMUNDI ETF EURO INFLATION UCITS ETF-FCO	EUR	1.287	287	6,758
XTRACKERS MSCI WORLD UCITS ETF-VCIC ETF	EUR	4.480	249	5,863
SPDR BLOOMBERG BARCLAYS EMERG MKT LOCAL	EUR	8.439	239	5,628
XTRACKERS II EUR HIGH YIELD CORPORATE BO	EUR	13.828	238	5,604
ISHARES J.P. MORGAN \$ EM BOND UCITS ETF-	USD	48.192	237	5,580
ISHARES CORE S&P 500 UCITS E USD	USD	928	236	5,557
UC THOM RTS BLN EUR CNVRTB (MI)	EUR	2.060	191	4,497
ISHARES EURO HIGH YIELD CORP BOND UCITS	EUR	36.649	190	4,474
SPDR BARCLAYS EURO CORPORATE BOND UCITS	EUR	3.205	190	4,474
JPM MANAGED FUTURES UCITS ETF-VCIC ETF C	USD	6.816	153	3,603
EURIZON EASYF-AZ STR FLES-Z	EUR	858	150	3,532
LYXOR MSCI AC ASIA PACIFIC EX-JAPAN UCIT	EUR	2.730	146	3,438
XTRACKERS MSCI EMERGING MARKETS UCITS ET	EUR	3.376	145	3,414
XTRACKERS II EUR CORPORATE BOND UCITS ET	EUR	898	143	3,367
LYXOR CORE MSCI WORLD (DR) UCITS ETF-SIC	USD	15.231	142	3,344
AMUNDI FUNDS-CONVERT EUR-IEC	EUR	96	117	2,755
LYXOR CORE MSCI JAPAN (DR) UCITS ETF-SIC	EUR	8.412	95	2,237
ISHARES GLOBAL GOVT BOND UCITS ETF-VCIC	USD	12.694	59	1,389
XTRACKERS S&P SELECT FRONTIER SWAP UCITS	EUR	3.766	51	1,201

TOP FUNDS SELECTION (già denominato Star Collection) MULTI ASSET GLOBALE

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 Telecom 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

Dopo il convulso finale d'anno 2018, nei primi mesi del 2019 i mercati sono stati caratterizzati da un ritorno di propensione al rischio favorita in primis dalla svolta accomodante delle principali Banche Centrali, dai consistenti stimoli fiscali messi in campo dalle Autorità Cinesi e dai segnali positivi giunti nello stesso periodo in merito ai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina.

La situazione si è complicata nel mese di maggio quando i negoziati improvvisamente hanno subito una battuta d'arresto, con "argomenti" alla base di questo deragliamento di non semplice risoluzione soprattutto per la determinazione dell'amministrazione Trump a non fare concessioni relativamente ai temi della proprietà intellettuale e degli aiuti alle imprese di stato. In questo contesto i mercati azionari hanno vissuto la prima e unica correzione del semestre mentre i mercati obbligazionari governativi hanno accelerato la salita comprimendo ulteriormente i rendimenti. Tuttavia, un ulteriore punto di svolta per i mercati è arrivato a giugno dal "rinforzato" impegno delle Banche Centrali a sostenere la crescita alla luce delle evoluzioni sul fronte commerciale e degli elementi di persistente debolezza sull'inflazione.

Nel primo semestre dell'anno l'atteggiamento particolarmente pro-attivo delle Banche Centrali ha costituito terreno fertile per tutte le principali classi di attivo con diversi gradi di rischio. Il tutto in un contesto di contenuta volatilità rientrata decisamente dai livelli toccati a fine anno.

In termini di contributo alla performance nel corso del semestre il buon andamento di tutte le principali classi di attivo ha giocato a favore dei fondi Multi Asset globali. Ad inizio anno la classe in questione pesava circa il 40% della quota

investita del comparto Top Funds Selection Multi Asset Globale mentre la percentuale è arrivata progressivamente a circa il 50%. Tra i fondi della categoria con la performance migliore nel primo semestre Fidelity GMAI (+10,7%), BGF ESG Multi-Asset Fund (+10%), Threadneedle Lux – Global Dynamic Real Return (+9,4%) e Axa Optimal Income (+8,8%). In questa prima parte dell'anno è stato inserito il fondo Invesco Global Income. Il progressivo spostamento delle masse verso la categoria dei fondi Global Multi Asset continuerà nella seconda parte dell'anno.

Per quanto riguarda le altre strategie presenti sul Comparto, luci e ombre per le strategie Long/Short equity, tendenzialmente positiva nel caso di esposizione netta al mercato, mentre più diversificato l'andamento dei market neutral. Nel corso del semestre è stata ridotta l'esposizione alla suddetta strategia Long/Short equity poiché il contesto potenzialmente continuerà ad essere avverso (ridotta volatilità); in particolare sono state chiuse le posizioni sui due fondi della categoria BNY Mellon Abs Return Equity Fund e Merian Global Equity Abs Return Fund. Inoltre ridotti Anima Star High Potential Europe e Janus Henderson Pan European Alpha Fund.

Senza particolare direzione le strategie M&A/Event Driven. Abbiamo mantenuto la posizione sui fondi Tiedmann Arbitrage Strategy Fund e Psam Global Event Fund.

Nel corso del semestre è stata aperta e chiusa una posizione tattica sui paesi emergenti azionari. E' stata inoltre chiusa la posizione sul fondo CTA Theam Quant – Multi Asset Diversified. Mantenuta la posizione sul fondo CTA Lyxor Epsilon Global Trend Fund che nel semestre ha registrato +13,15%.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 26.764.714 euro al 28 dicembre 2018 a 24.102.515 euro al 28 giugno 2019 di cui 22.659.384 euro relativi alla Classe A, 1.387.827 euro relativi alla Classe C e 55.304 euro relativi alla nuova Classe B a distribuzione di proventi che ha preso avvio il 10 giugno 2019, come descritto nel paragrafo successivo. In particolare, tale variazione è stata determinata per 822 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 3.484 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 2.777 migliaia di euro, Classe B effetto positivo per 55 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 762 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Nonostante le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina non siano ancora concluse, lasciando pertanto aperto un importante fattore di incertezza per il contesto economico globale, il rinforzato impegno delle Banche Centrali "in concerto" a sostenere la crescita ha il potere di creare un notevole supporto alle attività rischiose nonché di compressione dei rendimenti obbligazionari. Riteniamo che questo contesto continuerà ad essere di supporto al progressivo spostamento del Comparto verso fondi Multi Asset globali.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto ha realizzato le seguenti performance così suddivise:

- Classe A: nel periodo 28 dicembre 2018 - 28 giugno 2019 performance pari a 3,13%;
- Classe B: nel periodo 10 giugno 2019 - 28 giugno 2019 performance pari a 0,60%;
- Classe C: nel periodo 28 dicembre 2018 - 28 giugno 2019 performance pari a 3,78%.

Milano, 23 Luglio 2019

TOP FUNDS SELECTION MULTI ASSET GLOBALE

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	23.811.756	97,679	24.876.506	92,541
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	23.811.756	97,679	24.876.506	92,541
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	48.561	0,199	1.321.311	4,915
F1. Liquidità disponibile	1.047.021	4,295	1.321.311	4,915
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-998.460	-4,096		
G. ALTRE ATTIVITA'	517.211	2,122	683.750	2,544
G1. Ratei attivi	480	0,002	448	0,002
G2. Risparmio di imposta	516.731	2,120	683.301	2,542
G3. Altre			1	
TOTALE ATTIVITA'	24.377.528	100,000	26.881.567	100,000

TOP FUNDS SELECTION MULTI ASSET GLOBALE

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	38.457	2.625
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	38.457	2.625
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	236.556	114.228
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	236.443	114.152
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	113	76
TOTALE PASSIVITA'	275.013	116.853
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	24.102.515	26.764.714

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	22.659.384	24.678.939
Numero delle quote in circolazione classe A	4.550.171,813	5.111.065,502
Valore unitario delle quote classe A	4,980	4,829

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE B	55.304	
Numero delle quote in circolazione classe B	10.994,230	-
Valore unitario delle quote classe B	5,030	-

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	1.387.827	2.085.775
Numero delle quote in circolazione classe C	264.906,154	413.148,071
Valore unitario delle quote classe C	5,239	5,048

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	131.407,750	692.301,439
Classe B	10.994,230	-
Classe C	123,763	148.365,680

TOP FUNDS SELECTION MULTI ASSET GLOBALE

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
BLACKROCK STR FD-EUR ABS-D2 EUR	EUR	11.000	1.554	6,375
FID FDS GL MULT AST IN-YAEUR	EUR	90.000	1.427	5,854
BGF-FLEXIBLE MULTI-ASSET-EURD2	EUR	82.000	1.361	5,583
HENDERSON HORIZ-PAN EU AL-I2	EUR	82.000	1.333	5,468
THREADNEEDLE-GLOB AST AL-IUEUR	EUR	54.000	1.307	5,361
ANIMA STR HIGH POT EUR-I	EUR	170.000	1.283	5,263
BGF GLOBAL MULTI ASSET INCOME FUND-SICAV	EUR	110.000	1.234	5,062
NORDEA 1 SIC-STAB RET-BIEUR	EUR	65.000	1.184	4,857
M&G (LUX) OPTIMAL INCOME FUND-SICAV CL C	EUR	104.829	1.078	4,422
NORDEA 1 SIC-MUL ASSET-BIE	EUR	85.000	1.068	4,381
MLIS PSM GLB EV A3C	EUR	9.200	1.060	4,348
EXANE FUND1 CERES FUND A	EUR	60	1.052	4,315
BNY MELLON ABS RET EQTY-EURTH	EUR	950.000	1.046	4,291
LYXOR/TIEDMNN ARB ST-I EUR-A	EUR	9.507	1.038	4,258
AXA WF-OPTIMAL INCOME-IAEUR	EUR	7.000	1.025	4,205
INVESCO GLOBAL INC EUR	EUR	80.000	998	4,094
M&G (LUX) DYNAMIC ALLOCATION FUND-SICAV	EUR	98.822	920	3,774
EPSILON FUND-EMG BND T-1	EUR	6.500	902	3,700
HSBC GIF MULTI-ASSET STYLE FACTORS-SICAV	EUR	85.000	892	3,659
EURIZON EASYF-AZ STR FLES-Z	EUR	5.000	876	3,593
LYXOR EPSILON GLOBAL TR-IEUR	EUR	5.200	687	2,818
SCHRODER GAIA-SIRIOS C EUR-A	EUR	3.000	412	1,690
JB.ABSO RETURN BOND PLUS- EUR C	EUR	550	75	0,308

TOP FUNDS SELECTION (già denominato Star Collection) OBBLIGAZIONARIO EURO MEDIO/LUNGO TERMINE

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

Nel corso del primo semestre del 2019 il Comparto è stato gestito con un approccio neutrale in termini di duration, dato il livello assoluto dei tassi nell'area euro ancora molto basso che si è bilanciato al contemporaneo atteggiamento dovish della BCE. Nel corso del primo trimestre, il mercato ha visto un andamento positivo del mercato governativo: in questo contesto il Comparto si è ben comportato rispetto al benchmark grazie ad un lieve sovrappeso sulla parte governativa. Nel secondo trimestre, l'atteggiamento dovish della BCE, che ha prospettato un futuro intervento a sostegno dell'economia con possibili tagli dei tassi ed un nuovo Quantitative Easing, ha spinto ad un forte rally dei mercati governativi, sia core che spread. In questo contesto il Comparto, leggermente più scarico sulla parte periferica rispetto al benchmark, ha avuto in relativo una performance più contenuta. Anche il mercato dei corporate bond ha fatto segnare un semestre di crescita, aggiungendo dunque un secondo contributore positivo alla performance del prodotto. In termini di esposizione per asset class pertanto si è mantenuto un approccio neutrale con lievi overweight sull'asset class governativa. Una percentuale del Comparto è stata invece investita in fondi con mandato più ampio e gestione più flessibile (fondi aggregate), che dinamicamente modificano il peso della componente pura governativa o corporate. Senza considerare i fondi aggregate, che comunque investono in titoli appartenenti all'universo del benchmark (governativi e credito investment grade), con residuali scommesse tattiche sulla componente high yield, non sono state inserite in portafoglio strategie specifiche non presenti nel benchmark.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 23.708.251 euro al 28 dicembre 2018 a 23.538.894 euro al 28 giugno 2019 di cui 12.982.884 euro relativi alla Classe A e 10.556.010 euro relativi alla Classe C. In particolare, tale variazione è stata determinata per 1.275 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 1.444 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 740 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 704 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre continueremo a preferire fondi con una gestione neutrale dal lato dei tassi di interesse valutando attentamente le opportunità offerte dal mercato per modificare le esposizioni verso fondi a spread che forniscano rendimenti maggiori. In questo contesto si preferiranno fondi dedicati sulla componente governativa e quella corporate, eventualmente riducendo i fondi "aggregate" e mantenendo lo spazio in portafoglio per l'implementazione di strategie di tipo total return. L'asset allocation complessiva continuerà ad essere in linea con quella del benchmark, il valore aggiunto relativo sarà fornito dall'attenta selezione di fondi di primarie case di investimento in grado di generare alpha con un buon controllo del rischio e dalla diversificazione strategica delle strategie presenti.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 5,39%, Classe C 5,69% a fronte del 5,58% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO EURO MEDIO/ LUNGO TERMINE

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	22.417.326	94,953	23.176.052	97,311
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	22.417.326	94,953	23.176.052	97,311
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	1.191.505	5,047	640.361	2,689
F1. Liquidità disponibile	1.191.883	5,048	640.361	2,689
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-378	-0,001		
G. ALTRE ATTIVITA'				
G1. Ratei attivi				
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	23.608.831	100,000	23.816.413	100,000

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	17.550	53.765
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	17.550	53.765
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	52.387	54.397
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	52.371	54.390
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	16	7
TOTALE PASSIVITA'	69.937	108.162
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	23.538.894	23.708.251

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	12.982.884	13.048.985
Numero delle quote in circolazione classe A	2.236.492,401	2.368.985,850
Valore unitario delle quote classe A	5,805	5,508

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	10.556.010	10.659.266
Numero delle quote in circolazione classe C	1.758.048,972	1.876.320,442
Valore unitario delle quote classe C	6,004	5,681

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	168.042,568	300.536,017
Classe C	48.602,256	166.873,726

TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO EURO MEDIO/ LUNGO TERMINE

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
HENDERSON HORIZON EURO CORPORATE BOND	EUR	11.400	1.920	8,132
PARVEST BOND EURO GOV IN	EUR	8.400	1.880	7,963
PICTET EUR GOVERNMENT BONDS-SICAV CL I A	EUR	10.800	1.877	7,950
ABERDEEN STD SICAV I EURO GOVERNMENT BOND	EUR	850	1.859	7,874
RAIFFEISEN R301	EUR	13.800	1.857	7,866
DWS INV EUR CORP BONDS-FC	EUR	9.900	1.705	7,222
SCHRODER INTL EUR GOV BOND	EUR	127.300	1.697	7,188
HSBC EURO GVT BOND FUN	EUR	450	1.604	6,794
BLUEBAY INVEST GR EURO GV-IEUR	EUR	8.500	1.512	6,404
JPMORGAN F EU GOVER BOND CEA	EUR	86.121	1.468	6,218
DWS INVEST EURO-GOV BONDS	EUR	6.500	1.376	5,828
MORGAN ST EURO STAT BOND	EUR	29.000	1.293	5,477
PIMCO-EURO BD-EURINS ACC	EUR	41.000	1.056	4,473
JAN HND HRZN	EUR	5.800	905	3,833
INVESCO EURO BOND-C	EUR	49.000	408	1,728

TOP FUNDS SELECTION (già denominato Star Collection) OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

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

Durante il primo semestre del 2019 il Comparto ha registrato un andamento positivo, in linea con il benchmark di riferimento, principalmente per effetto di una discesa dei tassi di interesse e di una svalutazione dell'euro nei confronti del dollaro. In termini settoriali, di composizione geografica e di scelte relative di asset, la gestione ha mantenuto una esposizione pressoché in linea con il benchmark di riferimento. Unica eccezione riguarda la componente relativa al mercato obbligazionario High Yield sottopesato nel corso del semestre. In termini di tipologia di strumenti finanziari detenuti, una quota parte degli attivi è stata investita in fondi gestiti con un approccio flessibile, in grado a nostro avviso di meglio reagire durante le fasi di aumentata volatilità.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 35.293.397 euro al 28 dicembre 2018 a 34.967.135 euro al 28 giugno 2019 di cui 31.523.060 euro relativi alla Classe A, 3.393.680 euro relativi alla Classe C e 50.395 euro relativi alla nuova Classe B a distribuzione di proventi che ha preso avvio il 10 giugno 2019, come descritto nel paragrafo successivo. In particolare, tale variazione è stata determinata per 2.132 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 2.458 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 2.259 migliaia di euro, Classe B effetto positivo per 50 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 249 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.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre continueremo a mantenere una allocazione strategica in linea con il benchmark di riferimento utilizzando, per una migliore gestione del rischio di tasso di interesse, fondi caratterizzati da elevati gradi di libertà gestionale, che consentano di adattare attivamente la composizione di portafoglio alle diverse condizioni di mercato. Cercheremo di trarre valore aggiunto dal fund picking cercando di investire in fondi e gestori in grado di generare alpha con un buon controllo del rischio.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto ha realizzato le seguenti performance così suddivise:

- Classe A: nel periodo 28 dicembre 2018 - 28 giugno 2019 performance pari a 6,18% rispetto ad una variazione di 6,96% del benchmark;
- Classe B: nel periodo 10 giugno 2019 - 28 giugno 2019 performance pari a 0,78% rispetto ad una variazione di 0,80% del benchmark;
- Classe C: nel periodo 28 dicembre 2018 - 28 giugno 2019 performance pari a 6,52% rispetto ad una variazione di 6,96% del benchmark.

Milano, 23 Luglio 2019

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

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	32.877.138	93,757	31.929.104	90,082
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	32.877.138	93,757	31.929.104	90,082
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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'	1.766.461	5,037	3.029.850	8,548
F1. Liquidità disponibile	1.767.402	5,040	3.029.850	8,548
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-941	-0,003		
G. ALTRE ATTIVITA'	422.750	1,206	485.376	1,370
G1. Ratei attivi	1.549	0,004	4.160	0,012
G2. Risparmio di imposta	421.201	1,202	481.216	1,358
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	35.066.349	100,000	35.444.330	100,000

TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

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	7.070	49.877
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	7.070	49.877
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	92.144	101.056
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	91.624	100.412
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	520	644
TOTALE PASSIVITA'	99.214	150.933
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	34.967.135	35.293.397

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	31.523.060	31.873.478
Numero delle quote in circolazione classe A	5.013.817,701	5.382.906,078
Valore unitario delle quote classe A	6,287	5,921

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE B	50.395	
Numero delle quote in circolazione classe B	10.000,000	-
Valore unitario delle quote classe B	5,039	-

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	3.393.680	3.419.919
Numero delle quote in circolazione classe C	521.836,794	560.166,621
Valore unitario delle quote classe C	6,503	6,105

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	314.101,522	683.189,899
Classe B	10.000,000	-
Classe C	11.433,195	49.763,022

TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

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 Comparto)

Denominazione	Div.	Quantità	Ctv in migliaia di Euro	% inc.su attività
BGF-GLOBAL GOV BOND FUND-\$D2	USD	111.734	3.086	8,801
BLUBAY GLOBAL INVEST GRADE CORP USD	USD	32.000	3.022	8,618
INVESCO GL INV GR CB-CACCUSD	USD	280.000	2.973	8,478
RAIFEISEN GLOBAL FUND RENT-VA	EUR	23.700	2.969	8,467
PAYDEN GLOBAL GOV BOND INDEX FUND-VCIC C	USD	302.000	2.911	8,301
LM-BWG F INC FD-PA\$	USD	26.500	2.866	8,173
JPM GL GOVT BND-C ACC E	EUR	194.000	2.677	7,634
ABERDEEN STD SICAV I GLOBAL GOVERNMENT B	USD	285.000	2.257	6,436
THREADNEEDLE (LUX) GLOBAL CORPORATE BOND	USD	176.000	1.922	5,481
MSIM GLOBAL FIXED INC OPP-Z	USD	55.000	1.830	5,219
JPMORGAN F-GLB BD OP F-CHDG	EUR	22.000	1.822	5,196
AXA WORLD-GL STRAT BD-I\$A	USD	12.600	1.515	4,320
UBAM-CORPORATE USD BD-IHCE	EUR	10.000	1.474	4,204
PIMCO DIVERSIFIED INCOME IA	USD	50.000	1.102	3,143
PIMCO-GLB H/Y BD-INST ACC	USD	20.000	449	1,280