

TOP FUNDS SELECTION BILANCIATO PAESI EMERGENTI

Relazione semestrale al 30 giugno 2020

NOTA ILLUSTRATIVA

CONTESTO GENERALE DI MERCATO

Nel primo semestre 2020 il tema che ha scandito l'evoluzione delle stime di crescita e le linee di azione in termini di politica fiscale e monetaria a livello globale è stata la dinamica di diffusione del Covid-19. Il mese di gennaio si era aperto all'insegna della positività grazie alla firma dell'accordo commerciale sulla fase uno tra Stati Uniti e Cina nei tempi stabiliti. In seguito, l'attenzione si è spostata sull'emergenza coronavirus. Quest'ultima, inizialmente, sembrava circoscritta alla sola Cina ed aveva indotto le autorità cinesi ad adottare molteplici misure volte a limitare la mobilità delle persone, che si erano tradotte nell'interruzione di diverse attività produttive e di fornitura di servizi a partire da fine gennaio. In tale contesto, il Fondo Monetario Internazionale aveva rivisto al ribasso le proprie previsioni di crescita 2020 della Cina dello 0,4% (da 6% a 5,6%), assumendo che la debolezza si concentrasse nel primo trimestre dell'anno con una ripresa nel trimestre successivo. Le stime si sono rivelate decisamente ottimistiche quando i primi casi di Covid-19 hanno iniziato a manifestarsi a partire da febbraio anche in Italia, inducendo le autorità a mettere in campo misure straordinarie di contenimento del contagio. Il ciclo del virus ha visto nel tempo l'espandersi a tutte le economie sviluppate e non, con un susseguirsi di "lockdown" e misure atte a limitare il movimento nazionale ed internazionale di persone e merci fino ad arrivare alla paralisi totale dell'economia con forti ripercussioni sia sulla domanda che sull'offerta. La rapida diffusione del virus e l'assenza di una cura hanno messo a dura prova i sistemi sanitari nazionali, inducendo l'Oms a dichiarare una pandemia globale a marzo.

Al fine di contemplare gli effetti della pandemia e le ripercussioni sulla crescita globale, il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto più volte le stime di crescita nel corso del primo semestre evidenziando come gli effetti dell'emergenza economico-sanitaria abbiano provocato nel corso del 2020 una contrazione dell'attività economica maggiore di quanto precedentemente ipotizzato. Secondo le stime pubblicate il 24 giugno, l'economia mondiale dovrebbe registrare una contrazione della crescita economica pari al 4,9% nel 2020 (rispetto alla contrazione del 3% stimata ad aprile ed a fronte di una proiezione di crescita del 3,3% fatta a gennaio), con un recupero più graduale nel 2021(+5,4%). La contrazione dell'economia stimata per il 2020 è prevista più significativa per l'Eurozona, pari ad un calo del 10,7%, in cui spiccano Spagna, Italia (-12,8%) e Francia (-12,5%). Nell'ultimo aggiornamento, sono state riviste al ribasso anche le previsioni di crescita dell'economia americana, che dovrebbe registrare una flessione dell'8% rispetto al -5,9% prospettato nello scenario di aprile ed una ripresa del 4,5% nel 2021. In forte ribasso anche le prospettive di crescita di diverse economie emergenti, a causa della rapida intensificazione della pandemia in diversi mercati. L'economia indiana, a causa delle politiche di lockdown più stringenti, è prevista in flessione del 4,5%, ben 6,4 punti al di sotto rispetto allo scenario di aprile. In forte peggioramento anche le proiezioni di crescita delle economie dell'America Latina, in particolare Messico e Brasile. Per i paesi del golfo, è da segnalare in particolar modo la revisione al ribasso delle prospettive di crescita dell'Arabia Saudita, che risente di un meccanismo di doppio shock legato all'andamento del prezzo del petrolio, oltre che degli effetti diretti della pandemia. Tra le poche aree geografiche in crescita nel 2020 figura la Cina, la cui economia dovrebbe realizzare un modesto +1% entro fine anno, per poi tornare a crescere all'8,2% nel 2021. Alla base del peggioramento dell'outlook internazionale, vi sono numerosi fattori. In primo luogo, la forte diffusione dell'epidemia in diverse economie emergenti ha reso necessari lockdown più severi e ha aumentato l'incertezza sull'evoluzione dell'epidemia in queste aree, a causa del contenuto numero di test effettuati. Inoltre, nelle economie con tassi di infezione in calo, il percorso di recupero è previsto più lento e graduale, riflettendo da un lato il forte deterioramento della fiducia di consumatori e imprese, dell'altro l'impatto negativo sulla produttività dell'adeguamento delle imprese agli standard di sicurezza e igiene sul lavoro.

Per far fronte al rapido deterioramento atteso nell'attività economica sono state adottate vigorose misure in ambito monetario e fiscale. Le banche centrali che disponevano di margini per ridurre i tassi di interesse hanno sfruttato tempestivamente questo spazio di manovra riducendo i tassi di riferimento e in alcuni casi hanno dato corso ad

operazioni di immissione di liquidità. Per agevolare la ripresa economica sono stati inoltre adottati consistenti pacchetti di stimolo fiscale (circa il 3,9% del GDP globale) con una composizione fortemente orientata verso le garanzie a favore dei prestiti, misure di sostegno del reddito e stimolo al mercato del lavoro.

In particolare, la Federal Reserve è intervenuta più volte nel mese di marzo, al di fuori delle riunioni in calendario, e nei mesi successivi, varando ingenti misure a sostegno di liquidità e riserve nel sistema bancario (repo e acquisto titoli di stato lungo la curva), riducendo il costo del denaro (allo 0-0,25%), introducendo misure verso le istituzioni finanziarie a sostegno del credito a famiglie ed imprese e introducendo nuove misure per sostenere la liquidità sul secondario dei titoli corporate. Contestualmente, diverse le misure approvate dal Congresso, per uno stimolo fiscale, tra interventi diretti e prestiti e garanzie su prestiti, di entità nel complesso circa del 12% del GDP, suddiviso in diversi pacchetti:

Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act per misure rivolte alla ricerca, terapie e supporto spese mediche federali, statali, locali ed aiuti internazionali;

Families First Coronavirus Response Act con fondi per malattia e aspettativa, estensione benefit per disoccupazione, fondi per programmi nutrizione, per Medicaid e Test Covid 19;

CARES Act con trasferimenti diretti alle famiglie, ampliamento importi, durata e beneficiari benefit disoccupazione, prestiti piccole imprese, a fondo perduto se mantenuti livelli occupazionali;

Paycheck Protection Program and Healthcare Enhancement Act.

Analogamente, la Banca Centrale Europea ha posto in essere un considerevole stimolo di politica monetaria, adottando misure volte a sostenere le condizioni di liquidità e finanziamento nell'economia, per favorire il flusso del credito alle famiglie e imprese e per il mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli per tutti i settori e paesi. Quest'ultima ha agito su più fronti sia con strumenti ordinari che straordinari, conducendo operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs) finalizzate a fornire liquidità in modo immediato e a condizioni favorevoli al sistema finanziario in Eurozona, introducendo condizioni più favorevoli per le operazioni TLTRO III, ampliando la portata degli acquisti netti e annunciando, nella riunione di emergenza del 18 marzo, l'avvio di un nuovo programma di acquisti, denominato Pandemic Emergency Purchase Programme, di titoli pubblici e privati di natura temporanea.

Le autorità di politica economica nazionali in area euro hanno reagito tempestivamente, adottando a più riprese misure di stimolo fiscale finalizzate soprattutto, nella fase iniziale della crisi, ad attenuare l'impatto sui redditi e sull'occupazione, con stimoli importanti in Germania (circa 10% del GDP Tedesco). A livello comunitario, sebbene più lenta, la risposta è stata importante, da un lato consentendo alle autorità nazionali il ricorso alla flessibilità, ovvero la facoltà di deviare temporaneamente dal percorso di riduzione dei disavanzi di bilancio, dall'altro introducendo una serie di strumenti volti ad integrare le misure adottate dai singoli paesi. Questi i principali strumenti introdotti: SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), che, attraverso l'emissione di obbligazioni comunitarie, consentirà di erogare prestiti per un ammontare complessivo di circa 100 mld € agli Stati membri che necessitano di finanziare i maggiori oneri connessi all'istituzione e/o all'estensione di regimi di riduzione dell'orario per i lavoratori dipendenti; la creazione da parte della BEI di un fondo di garanzia da 25 mld € per potenziare il sostegno al credito alle imprese europee fino a raggiungere 200 mld €; la possibilità di accedere al fondo salva-Stati ESM fino ad massimo complessivo di 240 mld € per finanziarie spese sanitarie, dirette ed indirette.

Importante ed in grado di segnare il futuro dell'Europa, la proposta avanzata dalla Commissione Europea di creare un fondo per la ripresa, Next Generation EU, con una dotazione di 750 mld € tra prestiti e trasferimenti, che avrà come cardini la digitalizzazione e la green economy.

Sul mercato obbligazionario, nel corso del semestre, le curve governative core in Europa ed in America hanno registrato un'importante compressione dei rendimenti. Il driver del mercato per il periodo è stato l'impatto del Coronavirus sull'economia e sulla sanità mondiale. In particolare, i decennali europei hanno registrato un calo dei rendimenti di circa 20-30bps, collocandosi a fine giugno a 1,258% per il BTP 10y, -0,454% per il Bund 10y e -0,11% per l'OAT 10y. Più marcato il movimento di Flight to Quality sul decennale americano, che al 30 giugno 2020 ha registrato un yield pari a 0,65%, contro 1,87% al 30.12.2019.

Sul mercato corporate, la parte corporate Investment Grade ed High Yield ha subito forti allargamenti di spread, che hanno toccato i loro massimi nel mese di marzo, motivati inoltre dalla carenza di liquidità presente sul mercato e dai timori di default degli emittenti corporate. Nei mesi di maggio/giugno si è assistito ad una lenta ripresa dell'economia grazie all'uscita dalla fase di lockdown ed alla conferma che la curva epidemiologica cinese è da sovrapporre a quella del resto del mondo. Questo elemento positivo, unito al sostegno delle Banche Centrali e dei Governi, ha permesso inizialmente di comprimere lo spread sulla parte corporate, per poi portarlo in una fase di mercato laterale. A fine giugno, l'Option Adjusted Spread per la parte corporate e per la parte High Yield è risultato pari a 1,49 e 5,33 rispettivamente, mentre a fine dicembre erano pari rispettivamente a 0,93 e 2,97.

Anche i mercati Emergenti hanno risentito della crisi, reagendo più pesantemente dei mercati sviluppati per via del limitato spazio di manovra fiscale da parte dei Governi e per le già difficili condizioni sanitarie di alcuni Paesi.

Sui mercati azionari globali si è assistito ad un primo semestre negativo, con ribassi in alcuni casi a due cifre, per via delle forti vendite registrate in seguito all'emergere della pandemia Covid 19. In questo contesto tutti i principali listini azionari hanno ottenuto una performance negativa con l'Msci World che ha registrato una discesa del 6,14%. Nello specifico l'indice S&P 500 ha limitato le perdite al 3,74%, grazie alla performance positiva registrata dal settore

tecnologico e alla resilienza dei comparti più difensivi come quello della salute, mentre pesantemente penalizzati sono stati i settori più ciclici come gli energetici e i consumi discrezionali. Il mercato europeo ha visto una performance più marcatamente negativa con una decrescita dello Stoxx 600 del 13,42%, con tecnologia e salute unici settori positivi e anche in questo caso pesante perdite per energetici, finanziari e consumi discrezionali. A livello geografico, la migliore performance è stata raggiunta dall'indice tedesco (-7,08%) mentre la peggiore perdite sono state subite dalla Spagna (-24,77%). Nei paesi emergenti l'indice Msci Emerging Markets ha registrato un rendimento negativo del 6,85% con ottima tenuta dei listini asiatici (-6,09%) e pesanti perdite di quelli dell'America Latina (-36,1%).

La discesa repentina dei listini azionari ha accelerato man mano che sono emersi i vari provvedimenti di lockdown nei vari paesi del mondo, ed è stata legata ai timori di crisi di liquidità e di default delle imprese. Il mercato ha trovato una sua stabilizzazione a partire da Aprile, riuscendo a mettere a segno un significativo per quanto parziale recupero grazie alle tempestive e significative risposte sia sul lato della politica monetaria che su quello della politica fiscale.

Il mercato ha in seguito tratto beneficio anche dai confortanti primi dati di attività economica post riapertura a Maggio-Giugno, che hanno evidenziato una traiettoria di ripresa migliore delle aspettative, per quanto ancora da confermare nei mesi successivi. Le attese di crescita degli utili generalmente viste ad inizio anno in crescita "mid-high single digit", sono state drammaticamente riviste al ribasso nel corso dei mesi nonostante gli ampi pacchetti di misure fiscali prontamente varate dai governi e, pur godendo di una limitata visibilità, si attestano ad oggi in discesa di oltre il 20% in U.S. e di circa il 30% in Europa con aspettative di una forte ripresa nel 2021, non comunque in grado di colmare il gap lasciato dal crollo degli utili del 2020.

Per quanto riguarda l'andamento dell'Euro rispetto al Dollaro, il livello di fine semestre (1,1243) ha subito una piccola variazione rispetto al livello iniziale (1,1199), l'Euro si è infatti apprezzato di 0,4%, tuttavia nel corso del periodo vi sono state forti oscillazioni che hanno portato il dollaro, a marzo nel momento di massimo stress dei mercati finanziari, in area 1,07. La Sterlina, nel corso del semestre, si è deprezzata del 6,35% rispetto all'Euro, chiudendo il periodo a 0,90824; tuttavia nella fase di correzione dei mercati azionari si è portata ben oltre in prossimità di 0,94. Il semestre è stato inoltre caratterizzato da un generalizzato deprezzamento delle valute emergenti rispetto al dollaro, in parecchi casi a doppia cifra.

Il primo semestre dell'anno è stato particolarmente problematico per le materie di base e in particolare per il petrolio. In quest'ultimo caso il problema è stato oltre che lato domanda, con "lockdown" di numerose economie che ha scatenato un vero e proprio "shock" improvviso e istantaneo, anche lato offerta, in eccesso strutturale precedente il Coronavirus e con difficoltà a trovare un accordo di tagli importanti alla produzione tra i principali produttori al mondo. Per queste ragioni e altre di natura tecnica il Brent nel corso del semestre è arrivato a quota 20 dollari al barile. La situazione è migliorata grazie all'accordo raggiunto ad aprile dall'Opec+, a cui hanno aderito straordinariamente anche gli Stati Uniti, per un taglio della produzione di petrolio e per mettere fine alla guerra dei prezzi. L'intesa è stata sulla riduzione di 9,7 milioni di barili al giorno nei mesi di maggio e giugno, prorogata ulteriormente a giugno. Il semestre si è chiuso con il prezzo del Brent nell'intorno di 40 dollari al barile.

In questo contesto di contrazione dell'economia globale e esplosione della volatilità, l'oro si è comportato da bene rifugio per eccellenza proiettandosi verso i massimi storici, e chiudendo il semestre prossimo a 1.800 dollari l'oncia.

ILLUSTRAZIONE DELL'ATTIVITÀ DI GESTIONE

Nel primo semestre del 2020 il Comparto ha registrato un rendimento negativo di oltre il 5% rispetto ad una perdita del benchmark pari a quasi l'8%. Il semestre è stato pesantemente condizionato dalla diffusione del contagio di Covid-19 su scala globale e successivamente dalle misure di stimolo economico, monetario e finanziario dei governi nazionali e delle Banche Centrali. A gennaio i mercati emergenti sono stati caratterizzati da un andamento positivo degli indici obbligazionari (+1%) e da un calo degli indici azionari (-4,6%). Nonostante la fiducia degli investitori in un miglioramento dello scenario geopolitico dopo il raggiungimento dell'accordo commerciale tra USA e Cina, dopo un avvio di anno positivo abbiamo subito assistito ad una correzione dell'azionario asiatico in seguito allo scoppio di un'epidemia di coronavirus in Cina: la messa in quarantena degli infetti e la paralisi delle attività in seguito alle misure di emergenza messe in atto dal governo cinese per isolare i focolai hanno avuto un effetto negativo immediato sugli impianti produttivi e sugli stores di molte società domestiche e non. La volatilità ha colpito non solo i mercati azionari di Cina, Hong Kong, Corea del Sud e Taiwan ma anche il prezzo del petrolio, crollato del 20%, e le valute locali emergenti che hanno sofferto contro il dollaro. Se agli inizi di febbraio la volatilità sembrava rientrata, il nervosismo si è nuovamente ripresentato nell'ultima settimana del mese con una violenta correzione per effetto della diffusione del contagio epidemico dalla Cina ad altre economie asiatiche (Corea del Sud, Giappone, Hong Kong) ed in Europa. Il crollo dell'attività manifatturiera e la forte frenata dei consumi in Cina hanno aumentato le probabilità di una recessione globale: a livello settoriale il crollo della domanda di petrolio ha colpito con perdite a doppia cifra i titoli dell'oil&gas (-13%) ma anche quelli delle utilities (-9%) e delle commodities (-8%) mentre le perdite sono state più contenute per i titoli dell'healthcare e delle telecomunicazioni. Tra gli stili di gestione, le strategie value e high dividend hanno subito perdite del 6% mentre hanno difeso le large cap growth di maggiore qualità; tra le aree geografiche l'Asia è stata quella che ha registrato il minore drawdown mentre le vendite si sono abbattute sulle borse dell'Est Europa e dell'America Latina. La volatilità dell'equity non si è propagata con altrettanta forza sul debito emergente, che ha chiuso il mese di febbraio con un calo di oltre 1%:

le hard currency hanno sovraperformato le local currency mentre le emissioni corporate hanno difeso meglio rispetto a quelle governative. Tuttavia, già all'inizio di marzo un nuovo shock ha investito violentemente i mercati azionari ed obbligazionari emergenti. Allo shock sul fronte della domanda, innescato dalla chiusura degli impianti produttivi e dall'azzeramento delle attività in numerosi settori economici per effetto del lock-down delle economie globali si è sommato un inatteso shock sul fronte dell'offerta: il fallimento del summit dell'Opec per un taglio dell'output petrolifero a causa dei disaccordi tra Russia ed Arabia Saudita ha provocato una "guerra dei prezzi" ed un crollo del prezzo del Brent da 52 a 23 dollari al barile. La combinazione dei due eventi ha provocato un autentico collasso dei mercati e l'ondata di vendite ha paralizzato per alcune settimane il funzionamento dei mercati più illiquidi (high yield, frontier markets e small cap) dove l'attività di negoziazione è diventata praticamente impossibile. Archiviato il primo trimestre con un tonfo a doppia cifra, il pronto intervento dei governi e delle Banche Centrali con tagli dei tassi, iniezioni di liquidità e massicci stimoli fiscali si è rivelato provvidenziale per arrestare la caduta e riportare gli investitori alla calma. Sulla scia di uno sforzo globale di sostegno alle economie, ad aprile i mercati azionari emergenti hanno registrato un rimbalzo a doppia cifra. A livello di settore il rimbalzo è stato trainato dai titoli minerari (+17,8%), farmaceutici (+16,4%) e petroliferi (+15,7%) mentre hanno sofferto i titoli bancari ed assicurativi e quelli dei consumi di base. Provocato più da un miglioramento del "sentiment" che dei fondamentali, il rally è stato guidato dal fattore "momentum" che ha di gran lunga sovraperformato tutti gli altri stili di gestione; tra le capitalizzazioni di mercato il recupero è stato più accentuato per le small-mid cap rispetto alle large cap mentre tra le aree geografiche si segnala la sottoperformance dei Frontier Markets. Anche sui mercati obbligazionari emergenti si è assistito ad un rimbalzo dei titoli in hard currency mentre le valute locali hanno continuato a soffrire: il recupero è stato importante sia per gli high yield sia per gli investment grade dopo il forte allargamento degli spread di marzo. A maggio i mercati azionari emergenti hanno consolidato i recuperi di aprile con una performance leggermente negativa (-0,7%), sottoperformando i listini azionari sviluppati. Forte è stata la dispersione settoriale dei rendimenti con una buona performance di healthcare, oil&gas e consumi ciclici ed un andamento meno brillante di finanziari, tecnologici ed utilities; tra gli stili di gestione spicca la forte sovraperformance delle strategie "momentum" (+4%) mentre le variazioni mensili sono state negative per le strategie "high dividend", "value" e "low vol". Tra le capitalizzazioni di mercato i guadagni, intorno all'1%, di small e mid cap hanno solo in parte compensato il ritracciamento delle large cap; a livello geografico si è assistito ad un forte recupero di Est Europa, America Latina e Frontier Markets mentre la performance è stata negativa per l'Asia, penalizzata dai disordini di Hong Kong, dalle tensioni tra Cina e Taiwan e dal crollo delle banche in India. Al contrario, è proseguito a maggio il forte recupero dei mercati obbligazionari emergenti con un restringimento degli spread che ha premiato in modo particolare il segmento degli high yield, che ha sovraperformato sia le emissioni corporate investment grade sia i titoli governativi. Infine, a giugno abbiamo assistito ad una nuova accelerazione degli indici azionari emergenti: il successo nella gestione della crisi sanitaria e la ripresa dell'attività manifatturiera e dei consumi interni hanno messo le ali alla Cina: il rally tra la fine di giugno e gli inizi di luglio ha premiato, in particolare, i grandi titoli della tecnologia e dell'e-commerce ma anche le A-shares cinesi che si sono confermate, con un guadagno a doppia cifra, il miglior listino asiatico ed emergente. A livello operativo, la gestione del portafoglio è stata particolarmente attiva nel semestre. Se nel primo trimestre l'allocazione era piuttosto difensiva con un forte sovrappeso di obbligazioni in hard currency ed un forte sottopeso di equity, la violenta correzione di febbraio e marzo ha ricreato le condizioni valutative per un ribilanciamento del rischio. Tra aprile e maggio abbiamo, infatti, raddoppiato il peso di strategie azionarie dal 21% fino al 45% grazie ai nuovi investimenti nel fondo ESG di East Capital e nel fondo growth di RWC ma anche grazie all'incremento delle posizioni in essere sulla strategia ESG di Hermes e su quella focalizzata sulle "small cap" di JP Morgan. Questo ci ha permesso di intercettare il rally sull'equity dopo aver mitigato il drawdown a febbraio e marzo. Nel contempo, abbiamo approfittato per ridurre l'esposizione al debito emergente con la vendita della strategia "blend" di Amundi ed il dimezzamento delle strategie obbligazionarie di Aberdeen, Pimco e Neuberger Berman: il peso del reddito fisso è così oscillato dal 67% di febbraio al 53% di giugno.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 42.828.684 euro al 30 dicembre 2019 a 38.112.529 euro al 30 giugno 2020 di cui 36.850.393 euro relativi alla Classe A e 1.262.136 euro relativi alla Classe C. In particolare, tale variazione è stata determinata per 2.518 migliaia di euro dal risultato negativo del semestre e per circa 2.198 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 1.522 migliaia di euro, Classe C effetto negativo per 676 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

Di seguito si illustrano le modifiche che hanno impattato i fondi gestiti da Sella SGR.

Il Consiglio di Amministrazione della Società in data 6 febbraio 2020 ha effettuato le seguenti principali modifiche al Regolamento Unico dei Fondi Comuni appartenenti al Sistema Sella SGR relativamente al fondo "Bond Corporate Italia":

- adeguamento della politica di investimento alla specifica disciplina prevista per i "PIR";
- con riferimento all'investimento in derivati, previsione che gli strumenti finanziari derivati non rientrano tra gli investimenti qualificati e sono utilizzati, nel rispetto delle vigenti disposizioni normative e regolamentari, esclusivamente per finalità di copertura dei rischi derivanti dagli investimenti in strumenti finanziari qualificati;

- oltre alla Classe A e alla Classe C, già in essere per tale Fondo, viene creata la Classe PIR ad accumulazione dei proventi e sottoscrivibile esclusivamente nell'ambito di un PIR aperto direttamente con la SGR anche per il tramite degli intermediari autorizzati dalla stessa al collocamento ai sensi delle disposizioni tempo per tempo vigenti. Le quote di tale Classe possono essere sottoscritte, come previsto dalla normativa, solo da persone fisiche residenti fiscalmente nel territorio dello Stato Italiano e non è consentita la cointestazione. Inoltre, la sottoscrizione di quote di Classe PIR per ogni singolo partecipante è consentita in ciascun anno solare, nel limite di euro 30.000,00 ed entro un limite complessivo non superiore ad euro 150.000,00. In caso di versamenti superiori alle soglie predette, la parte eccedente è destinata alla sottoscrizione delle quote della corrispondente Classe A.
- la Classe PIR ha una commissione di gestione pari a 1% su base annua; una commissione massima di sottoscrizione da trattenere sull'importo lordo versato dal sottoscrittore pari al 2%; non è prevista una provvigione di incentivo. Sono applicabili i diritti fissi previsti dal Regolamento.
- limitatamente ai primi 5 giorni di calcolo del valore unitario (dal 16 al 22 aprile 2020) il valore giornaliero della quota della Classe PIR del Fondo è invariato a 10,000 Euro.

Le suddette modifiche, che rientrano tra quelle approvate in via generale dalla Banca d'Italia, sono entrate in vigore il 16 aprile 2020.

Nella medesima seduta sono state deliberate anche le seguenti modifiche al Regolamento del Fondo Multicomparto "Top Funds Selection":

- Istituzione del comparto denominato "Balanced Evolution Strategic Thematic Pictet" in breve "BEST Pictet" avente tre classi di quote A, C e E.

Per la gestione del Comparto la SGR si avvale della consulenza di Pictet Asset Management (Europe) S.A. Italian Branch.

Le principali caratteristiche del Comparto sono le seguenti:

- è un Comparto flessibile, con stile di gestione attivo, denominato in Euro, che mira a un incremento del valore del capitale investito;
- prevede una politica di investimento attiva in OICR di natura azionaria, obbligazionaria, monetaria, bilanciata, flessibile e/o absolute return, che dichiarano di effettuare investimenti in qualsiasi valuta in titoli di debito e di capitale di rischio di emittenti internazionali, inclusi strumenti finanziari derivati, ovvero in indici rappresentativi delle valute;
- può investire fino al 65% delle attività in OICR azionari e bilanciati;
- 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 e strumenti derivati;
- può utilizzare 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;
- può investire l'intero portafoglio in OICR aperti, gestiti sia dalla SGR sia da asset manager terzi, incluso il Consulente o società di gestione appartenente al medesimo gruppo del Consulente;
- il VaR massimo del comparto è pari a 2,30%;
- l'importo minimo della prima sottoscrizione è pari a euro 500;
- le quote di Classe A, C ed E - ad accumulazione dei proventi - si distinguono per destinatari e diverso regime commissionale applicato.

Il regime commissionale è il seguente:

	Classe A	Classe C	Classe E
Commissione di gestione annua	1,20%	0,40%	1,60%
Commissione di sottoscrizione	2,50%	2,50%	Non prevista
Commissione di performance	Non prevista	Non prevista	Non prevista
Commissione di rimborso	Non prevista	Non prevista	Non prevista
Diritti fissi per ogni operazione di sottoscrizione (PIC), rimborso o switch (PIC)	€ 3	€ 3	€ 3
Diritto fisso per ogni operazione di sottoscrizione (PAC), di rimborso e di switch (Programma di disinvestimento e switch programmati)	€ 0,75	€ 0,75	€ 0,75

- Con riferimento al comparto "Bilanciato Paesi Emergenti", cambio di parametro da: 40% Stoxx Emerging Markets 1500 Total Return Net EUR Index, 25% J.P. Morgan Euro EMBI Global Diversified Composite, 30% J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite, 5% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months a: 40% Stoxx Emerging Markets 1500 Total Return Net EUR Index, 55% J.P. Morgan EMBI Global Diversified Composite, 5% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months.
- Con riferimento al comparto "Azionario Internazionale", cambio di parametro da: 45% Stoxx Europe 600 Net Return EUR Index, 30% Stoxx North America 600 Total Return Net EUR Index, 20% Stoxx Asia Pacific 600 Total Return

Net EUR Index, 5% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months a: 95% Stoxx Global 1800 Net Return, 5% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months.

Le modifiche relative all'istituzione del nuovo comparto Best Pictet sono entrate in vigore il 3 marzo 2020 mentre quelle relative al cambio dei parametri sono entrate in vigore il 16 aprile 2020.

Il Consiglio di Amministrazione, nella riunione del 23 marzo 2020, ha deliberato l'istituzione dell'Oicvm Bond Cedola 2025, fondo obbligazionario flessibile che adotta una politica di investimento basata su un orizzonte temporale di 4,5 anni, con l'obiettivo, nel caso in cui la situazione economica legata alla pandemia Covid-19 dovesse tendere a normalizzarsi, di avere a disposizione un prodotto a scadenza da offrire prontamente alla propria clientela.

In relazione al perseguimento dello scopo del fondo, gli investimenti sono effettuati in strumenti finanziari obbligazionari di emittenti appartenenti a tutti i Paesi con anche la possibilità di investire fino al 100% in emittenti di Paesi Emergenti, denominati in USD e EUR con copertura del rischio cambio, senza vincoli in ordine a settori merceologici e a qualità creditizia, in OICR, derivati e depositi bancari. Sono esclusi gli investimenti in strumenti finanziari e derivati di natura azionaria. Gli investitori interessati possono sottoscrivere le quote del Fondo nel solo "Periodo di Collocamento" – della durata massima di tre mesi. Le date di inizio e fine del Periodo di Collocamento, da individuare anche in relazione alle condizioni di mercato, sono comunicate al pubblico mediante pubblicazione di apposito avviso sul sito internet della Società indicato nella "Scheda Identificativa". Limitatamente ai primi 30 giorni di calcolo del valore unitario della quota il valore giornaliero rimarrà invariato a 10,000 Euro. La commissione di gestione a favore della SGR è pari allo 0,70% su base annua e non è applicata durante il Periodo di Collocamento del fondo. E' prevista l'applicazione di una commissione di collocamento pari all'1% calcolata sul capitale complessivamente raccolto nel Periodo di Collocamento; tale commissione è imputata al fondo e prelevata in un'unica soluzione al termine del Periodo di Collocamento ed è ammortizzata linearmente entro i 4 anni successivi a tale data mediante addebito giornaliero sul valore complessivo netto del fondo. All'atto del disinvestimento e di operazioni di passaggio ad altri fondi è prevista l'applicazione di una commissione di rimborso, interamente accreditata al fondo, calcolata sull'ammontare versato in proporzione alle quote disinvestite e che decresce quotidianamente in funzione del periodo di permanenza nel fondo. L'aliquota massima della commissione di rimborso è pari a 1%. La commissione di rimborso è calcolata in modo che l'onere complessivo (commissione di collocamento più commissione di rimborso) sostenuto dall'investitore che scelga di rimborsare le proprie quote prima che la commissione di collocamento sia stata interamente ammortizzata (al termine del quarto semestre) risulti uguale alla commissione di collocamento che l'investitore avrebbe sopportato se non avesse richiesto il rimborso anticipato. Detta commissione non è applicata alle richieste di rimborso e di passaggio impartite dal Partecipante successivamente all'ammortamento totale della commissione di collocamento.

In considerazione delle condizioni di mercato, il Periodo di Collocamento del fondo non è stato ancora avviato.

Il Consiglio di Amministrazione di Sella SGR S.p.A. nella seduta del 27 maggio 2020 ha deliberato le modifiche al Regolamento del fondo multicomparto Top Funds Selection conseguenti all'istituzione del comparto denominato "Innovazione per la cura, l'ambiente, la ricerca e l'etica" in breve "iCARE".

Le caratteristiche del nuovo comparto sono le seguenti:

- è un azionario tematico caratterizzato da investimenti ispirati a principi di sostenibilità sociale e ambientale oltre che economica, che mira ad un graduale incremento del valore del capitale investito;
- contribuisce altresì a finalità etiche, prevedendo la devoluzione alla Fondazione Umberto Veronesi di un contributo destinato ad essere utilizzato per gli scopi propri della Fondazione stessa, finanziando progetti o enti od associazioni da questa individuati e sottoposti preventivamente alla valutazione della Società;
- prevede una politica di investimento attiva in OICR di natura azionaria, selezionati tenendo conto anche di principi di sostenibilità sociale e ambientale oltre che economica, che dichiarano di investire in qualsiasi valuta sui mercati internazionali;
- può investire fino al 100% del totale delle attività in OICR di natura azionaria che forniscano esposizione ad azioni di società di tutto il mondo impegnate nella realizzazione di un futuro più sostenibile e innovativo. I fondi sottostanti si concentrano in particolare su società focalizzate sullo sviluppo di soluzioni che promuovano uno stile di vita sano, la prevenzione e la cura dei tumori e delle malattie, l'assistenza agli anziani, la tutela dell'ambiente e la lotta ai cambiamenti climatici, la gestione sostenibile delle acque e dei rifiuti, le energie alternative e l'efficienza energetica, le innovazioni nei trasporti e nell'urbanizzazione, la catena del valore alimentare, i modelli di crescita sostenibile, la digitalizzazione e le tecnologie innovative;
- può investire fino al 30% del totale delle attività in OICR che dichiarano di investire in strumenti di natura obbligazionaria, monetaria, flessibile e/o in depositi bancari;
- può utilizzare 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 10% del valore complessivo netto del Comparto;
- la gestione è di tipo attivo rispetto al benchmark del comparto: 95% Stoxx Global 1800 Net Return; 5% Bloomberg Barclays Euro TSYBills 0-3 Months;
- l'importo minimo della prima sottoscrizione è pari a euro 500.

Il regime commissionale è il seguente:

	Classe A	Classe C
Commissione di gestione annua	1,50%	0,70%
Contributo annuo alla Fondazione Umberto Veronesi	0,30%	0,30%
Commissione di sottoscrizione	2,50%	2,50%
Commissione di performance	Non prevista	Non prevista
Commissione di rimborso	Non prevista	Non prevista
Diritti fissi per ogni operazione di sottoscrizione (PIC), rimborso o switch (PIC)	€ 3	€ 3
Diritto fisso per ogni operazione di sottoscrizione (PAC), di rimborso e di switch (Programma di disinvestimento e switch programmati)	€ 0,75	€ 0,75

Le quote di Classe A e C sono ad accumulazione dei proventi e si distinguono per destinatari e diverso regime commissionale applicato.

Le modifiche rientrano tra quelle approvate in via generale dalla Banca d'Italia e sono entrate in vigore il 16 giugno 2020.

Per completezza si informa che dal 22 gennaio 2020 al 3 marzo 2020 è stato collocato il nuovo fondo obbligazionario flessibile con politica di investimento basata su una durata predefinita leggermente superiore a 2,5 anni denominato BOND CEDOLA 2022 istituito nella seduta del Consiglio di Amministrazione del 18 dicembre 2019.

Inoltre, in data 8 maggio 2020 ha avuto efficacia la fusione transfrontaliera di due comparti della Sicav di diritto lussemburghese Sella Capital Management, di cui la Società era la società di gestione designata, in due fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano, appartenenti al Sistema Sella SGR, come qui di seguito dettagliato:

OICVM OGGETTO DI FUSIONE (Classi Retail- categoria A (Acc), Retail- categoria B (Dist); Classe Istituzionale- categoria A (Acc) ¹)	OICVM RICEVENTE (Classi A e C)
Sella Capital Management - Equity Euro Strategy	Investimenti Bilanciati Euro
Sella Capital Management - Bond Strategy	Bond Strategia Attiva

(1) Ai titolari di Azioni degli OICVM oggetto di fusione di Classe Retail- categoria A (Acc) e Retail- categoria B (Dist) sono state attribuite le quote di classe A degli OICVM riceventi; ai titolari di azioni della classe Istituzionale- categoria A (Acc) sono state attribuite le quote di classe C degli OICVM riceventi.

La fusione, che era stata deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società nella seduta del 9 maggio 2019 e dal Board della Sicav in data 10 maggio 2019, è stata approvata dall'organo di vigilanza Lussemburghese in data 11 novembre 2019 e successivamente dall'Assemblea degli azionisti della Sicav in data 23 marzo 2020.

LINEE STRATEGICHE PER IL FUTURO

Per il secondo semestre ci aspettiamo maggiori indicazioni sul passo e sulla sostenibilità delle ripresa economica. Dopo un secondo trimestre di forte recupero, in cui il Comparto ha beneficiato della sovraperformance geografica dell'Asia e di quella settoriale di tecnologia e consumi discrezionali, privilegiamo un approccio più equilibrato nella gestione dei rischi. Prevediamo, inoltre, di ricercare nuove fonti di valore sui mercati obbligazionari attraverso una posizione nel debito cinese, che riteniamo attraente sul fronte delle valutazioni e della volatilità mentre restiamo cauti sul debito emergente espresso in local currency. Sul fronte azionario confermiamo la preferenza per strategie ESG e growth che presumibilmente permetteranno di capitalizzare l'allargamento del differenziale di crescita tra economie emergenti ed economie sviluppate a partire dal prossimo anno.

PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A -5,80%, Classe C -5,24% a fronte del -7,92% del benchmark.

Milano, 22 Luglio 2020

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 30 GIUGNO 2020

ATTIVITA'	Situazione al 30/6/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	34.676.268	90,544	40.957.726	95,199
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	34.676.268	90,544	40.957.726	95,199
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'	3.620.432	9,453	2.061.518	4,792
F1. Liquidità disponibile	3.620.432	9,453	2.061.518	4,792
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	888	0,003	3.825	0,009
G1. Ratei attivi	888	0,003	3.825	0,009
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	38.297.588	100,000	43.023.069	100,000

TOP FUNDS SELECTION BILANCIATO PAESI EMERGENTI

Società di gestione: SELLA SGR S.p.A.

Depositario: DEPObank S.p.A.

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2020

	Situazione al 30/6/2020	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	25.347	4.530
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	25.347	4.530
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	159.712	189.855
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	159.480	189.633
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	232	222
TOTALE PASSIVITA'	185.059	194.385
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO	38.112.529	42.828.684

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A	36.850.393	40.753.238
Numero delle quote in circolazione classe A	6.393.500,688	6.659.753,200
Valore unitario delle quote classe A	5,764	6,119

VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C	1.262.136	2.075.446
Numero delle quote in circolazione classe C	204.851,519	319.192,975
Valore unitario delle quote classe C	6,161	6,502

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	485.725,778	751.978,290
Classe C	9.234,560	123.576,016

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
EAST CAPITAL EMERGING ASIA-SICAV CL P EU	EUR	17.500	3.714	9,698
L&G EM MK SHORT DUR	USD	4.000.000	3.702	9,666
HERMES GLOBAL EMERGING MARKETS FUND-VCIC	USD	1.364.544	3.634	9,489
JPM EM MKT SC-C PERF ACC EUR	EUR	30.000	3.594	9,384
RWC FUNDS GLOBAL EMERGING MARKETS FUND-S	EUR	35.000	3.448	9,003
M&G (LUX) EMERGING MARKETS HARD CURRENCY	USD	300.000	2.967	7,747
ABERDEEN GLOBAL EMERGING MARKETS EQUITY	USD	300.000	2.699	7,047
MERIAN EMERGING MARKET DEBT FUND-VCIC CL	USD	250.000	2.387	6,233
GOLDMAN SACH GROWTH EMKT CORP BOND	EUR	14.000	2.084	5,442
BGF-EMERGING MARKETS BD-D2EURH	EUR	125.057	2.071	5,408
ABERDEEN GL SELECT EMERGING MARKETS BOND	USD	75.000	1.296	3,384
PIMCO EMERG MKT INS	EUR	30.000	1.248	3,259
ABERDEEN-FRONTIER MK EQ-I2A	USD	90.000	1.197	3,125
NEUBERGER BRM EM DB HC-USDIA	USD	50.000	624	1,629
T-ROWE PRICE FUND FRONTIER MARKETS EQUIT	USD	1.229	10	0,026
BSF EMERGING MARKETS SHORT DURATION BOND	USD	1		