

# TOP FUNDS SELECTION

## OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

### *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 generato un rendimento positivo di circa 0,5% a fronte di un guadagno del benchmark di circa il 2%. 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 obbligazionari internazionali sono partiti con il piede giusto guadagnando quasi il 2%. Oltre all'effetto cambio, che nel mese è stato favorevole per il forte apprezzamento del dollaro sull'euro, hanno inciso sui risultati del mese anche le aspettative di Banche Centrali molto accomodanti, a maggior ragione dopo la volatilità innescata dallo scoppio in Cina di un'epidemia di coronavirus che ha provocato, oltre ad un triste bilancio di persone infette, una paralisi dell'attività produttiva ed una brusca frenata dei consumi della maggiore economia asiatica. Il restringimento degli spread è stato forte per il Treasury americano, il cui rendimento sulla scadenza decennale è passato da 1,90 a 1,50, ma hanno contribuito positivamente anche le emissioni corporate globali "investment grade" che hanno sovraperformato quelle high yield. Il trend positivo dell'asset class è proseguito anche nella prima metà di febbraio per poi entrare in una fase di volatilità a partire dall'ultima settimana del mese. La diffusione dell'epidemia dall'Asia in Europa ha avuto un impatto significativo sui mercati europei del reddito fisso, in particolare in Italia dove si è purtroppo registrata l'intensità più forte del contagio che il governo ha cercato di contrastare con rigide misure di contenimento. I timori di un crollo dell'attività produttiva e dei consumi in Europa ha portato un "fly to quality" verso i titoli governativi, che hanno sovraperformato rispetto a quelli corporate in un contesto ancora attendista della BCE ed in corrispondenza di un taglio di 50 bps dei tassi di interesse da parte della FED. La fibrillazione sperimentata alla fine di febbraio è degenerata in vero e proprio panico a marzo a causa della diffusione del virus anche in USA ed America Latina: le misure di "lockdown" delle economie hanno comportato il tracollo dei vari indici economici e dei settori legati al turismo, alla ristorazione e ai viaggi. Di fronte allo "tsunami" la FED e la BCE hanno reagito prontamente con massicci programmi di riacquisto di titoli governativi e corporate per svariati trilioni di dollari allo scopo di allontanare il rischio di una crisi di liquidità e di una

depressione economica globale. Sul mercato gli investitori sono corsi disperatamente a vendere gli asset più liquidi in portafoglio per rifugiarsi nei "safe heaven" ma per diversi giorni i mercati hanno dovuto fare i conti con difficoltà nell'attività di negoziazione a causa dell'assenza di compratori marginali: in questo contesto gli investitori hanno cercato scampo nei Treasuries americani, il cui yield decennale è sceso da 1,13 a 0,67 mentre gli investment grade e gli high yield hanno visto entrambi total return negativi con forte illiquidità sui cosiddetti "fallen angels". In Europa, abbiamo assistito al contrario ad una migliore tenuta delle emissioni corporate in virtù anche della maggiore qualità e del minore "leverage" delle società emittenti mentre i govies hanno sofferto sia nei Paesi "core" sia nei "peripherals". L'azzeramento dei tassi di interesse nominali e l'enorme portata degli stimoli economici fiscali messi in campo dai governi e dalle Banche Centrali hanno sortito ad aprile l'effetto di rassicurare gli investitori. Sia in Europa sia in USA le obbligazioni corporate hanno sovraperformato i bond governativi dopo che la Fed ha annunciato un nuovo programma di riacquisto di corporate bonds, inclusi i cosiddetti "fallen angels" ed ETF: tale programma, operativo da maggio, ha alimentato il rally sui titoli high yield, che hanno sovraperformato i titoli investment grade. Tra i settori si sono distinti nel rimbalzo tecnico quelli delle risorse di base, delle telecomunicazioni e dell'automotive. A maggio si è registrato una ripresa di rischio da parte degli investitori sul credito: le obbligazioni corporate, sostenute dai forti acquisti dopo l'annuncio degli acquisti diretti sul mercato da parte della Fed, hanno proseguito il rally di aprile con un forte rimbalzo per i titoli high yield ed una crescita moderata dei titoli investment grade mentre i titoli governativi hanno sofferto a causa della rotazione tattica di mercato che ha sfavorito i "long duration asset". Giugno, infine, è stato un mese particolarmente intenso sul fronte delle nuove emissioni sia sui governativi sia sui corporate: l'appetito degli investitori resta sostenuto ma la compressione degli yield a livelli prossimi a quelli pre-crisi ha ridotto ulteriormente i margini di upside potenziale. Dal punto di vista operativo abbiamo incrementato nel corso del semestre le gestioni flessibili ed absolute return a discapito delle gestioni focalizzate su bond governativi: ad aprile abbiamo, inoltre, incrementato il peso di corporate globali con rating investment grade attraverso le gestioni di Threadneedle, Bluebay ed Invesco. Tra le strategie si sono distinte positivamente quelle flessibili di Axa, Jupiter e Liontrust mentre hanno sofferto quelle di Ellington e di Doubleline, maggiormente esposte al rischio credito e ad ABS/MBS.

Nel corso del semestre il patrimonio del Comparto è passato da 36.847.467 euro al 30 dicembre 2019 a 36.165.386 euro al 30 giugno 2020 di cui 31.525.111 euro relativi alla Classe A, 935.886 euro relativi alla Classe B e 3.704.389 euro relativi alla Classe C. In particolare, tale variazione è stata determinata per 170 migliaia di euro dal risultato positivo del semestre e per circa 843 migliaia di euro dall'effetto negativo della raccolta così suddiviso: Classe A effetto negativo per 1.714 migliaia di euro, Classe B effetto positivo per 513 migliaia di euro, Classe C effetto positivo per 358 migliaia di euro. Inoltre, nel mese di febbraio 2020 è stato distribuito il provento per la Classe B per 9 migliaia di euro (provento unitario pari a 0,106).

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:

	<b>Classe A</b>	<b>Classe C</b>	<b>Classe E</b>
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:

	<b>Classe A</b>	<b>Classe C</b>
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) <sup>1</sup> )	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 una continuazione delle politiche di sostegno delle Banche Centrali ma restano molte incognite sul passo e sulla durata della ripresa economica. La componente governativa sarà presumibilmente ridotta ulteriormente a favore di gestioni "unconstrained" e/o flessibili. Si valuta, inoltre, l'inserimento di un fondo obbligazionario cinese, mercato che giudichiamo interessante per yield superiore e volatilità contenuta, e che pesa per circa il 5% nell'indice Barclays Global Aggregate. Al contrario, preferiamo restare cauti sugli high yield in attesa di valutare nella seconda metà dell'anno la traiettoria dei corporate default rate in USA ed Europa.

## PERFORMANCE RAGGIUNTE

Il Comparto nel corso del semestre ha realizzato le seguenti performance: Classe A 0,49%, Classe B 0,52% (al lordo dei proventi distribuiti nel corso del semestre), Classe C 0,82% a fronte del 2,09% del benchmark.

Milano, 22 Luglio 2020

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 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
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>32.752.163</b>	<b>90,322</b>	<b>35.532.000</b>	<b>96,154</b>
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di O.I.C.R.	32.752.163	90,322	35.532.000	96,154
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
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				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>3.342.643</b>	<b>9,218</b>	<b>1.045.516</b>	<b>2,829</b>
F1. Liquidità disponibile	3.915.286	10,797	1.045.516	2,829
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-572.643	-1,579		
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>166.649</b>	<b>0,460</b>	<b>375.671</b>	<b>1,017</b>
G1. Ratei attivi	1.105	0,003	2.933	0,008
G2. Risparmio di imposta	165.544	0,457	372.738	1,009
G3. Altre				
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>36.261.455</b>	<b>100,000</b>	<b>36.953.187</b>	<b>100,000</b>



## TOP FUNDS SELECTION OBBLIGAZIONARIO INTERNAZIONALE

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
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>2.102</b>	<b>2.000</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	2.102	2.000
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>93.967</b>	<b>103.720</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	93.748	103.396
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	219	324
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>96.069</b>	<b>105.720</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO</b>	<b>36.165.386</b>	<b>36.847.467</b>

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE A</b>	<b>31.525.111</b>	<b>33.100.493</b>
Numero delle quote in circolazione classe A	4.847.349,776	5.114.202,184
Valore unitario delle quote classe A	6,504	6,472

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE B</b>	<b>935.886</b>	<b>434.047</b>
Numero delle quote in circolazione classe B	183.169,605	83.658,085
Valore unitario delle quote classe B	5,109	5,188

<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL COMPARTO CLASSE C</b>	<b>3.704.389</b>	<b>3.312.927</b>
Numero delle quote in circolazione classe C	547.113,595	493.254,349
Valore unitario delle quote classe C	6,771	6,716

Movimenti delle quote nel semestre		
Classe	emesse	rimborsate
Classe A	382.795,669	649.648,077
Classe B	103.857,921	4.346,401
Classe C	88.381,953	34.522,707

## 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
JUPITER DYNAMIC BOND-SICAV CL I EUR ACC	EUR	249.816	3.490	9,625
INVESCO GL INV GR CB-CACUSD	USD	300.000	3.440	9,487
BLUBAY GLOBAL INVEST GRADE CORP USD	USD	32.500	3.404	9,387
THREADNEEDLE (LUX) GLOBAL CORPORATE BOND	USD	276.000	3.366	9,283
LIONTRUST GF STRATEGIC BOND FUND-VCIC CL	EUR	300.000	3.171	8,745
DOUBLELINE SHORT DURATION BOND FUND-SICA	EUR	303.114	2.798	7,716
ABERDEEN STD SICAV I GLOBAL GOVERNMENT B	USD	285.000	2.418	6,668
BGF-GLOBAL GOV BOND FUND-\$D2	USD	71.734	2.132	5,880
MSIM GLOBAL FIXED INC OPP-Z	USD	55.000	1.901	5,243
JPMORGAN F-GLB BD OP F-CHDG	EUR	22.000	1.836	5,063
AXA WORLD-GL STRAT BD-I\$A	USD	12.600	1.618	4,462
FRANKLIN K2 ELLINGTON STRUCTURED CREDIT	EUR	150.000	1.326	3,657
PAYDEN GLOBAL GOV BOND INDEX FUND-VCIC C	USD	102.000	1.066	2,940
RAIFEISEN GLOBAL FUND RENT-VA	EUR	4.500	567	1,564
JPM GL GOVT BND-C ACC E	EUR	15.178	220	0,607