



RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE DEL FONDO AL 28 GIUGNO 2019

SOPRARNO VALORE ATTIVO

SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO

50123 Firenze – via Fiume, 11 - Tel. 055/26333.1

Capitale Sociale 4.000.000 Euro interamente versato - CF e P.IVA n.05665230487

Iscritta al R.E.A. di Firenze al n. 564813 - Iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio di OICVM n.38 soggetta a direzione e coordinamento di Banca Ifigest S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Ifigest, iscritto al n.3185.6 dell'Albo dei Gruppi Bancari -

www.soprarnosgr.it

Autorizzazione della Banca d'Italia del 15/01/2007

BANCA DEPOSITARIA: State Street Bank GmbH S.p.A. Succursale Italia, con sede legale a Milano, Via Ferrante Aporti, 10

Pagina lasciata intenzionalmente bianca

**RELAZIONE DI GESTIONE
AL 28 GIUGNO 2019
DEL FONDO VALORE ATTIVO**

Fondo Soprarno Valore Attivo NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE

Il Fondo è stato istituito in data 27 ottobre 2017 ed ha iniziato la propria operatività il 15 novembre 2017.

Il Fondo è un fondo multi asset a scadenza predefinita (5 anni e 6 mesi) e alla scadenza prevista (31 gennaio 2023) confluirà nel Fondo Soprarno Inflazione Più.

L'asset allocation del Fondo comprende un investimento in obbligazioni (governative e corporate) pari al 60%, in azioni pari al 25% e in titoli obbligazionari dei paesi emergenti per il 10% del NAV.

Il Fondo Soprarno Orizzonte Equilibrio adotta un approccio contrarian, sfruttando i diversi andamenti del mercato. L'approccio prevede che il fondo aumenti la propria esposizione azionaria a seguito a peggioramenti del mercato di riferimento e, viceversa, diminuisca la parte equity a seguito di miglioramenti del mercato. Alla data di inizio del fondo (20/02/2018, data di chiusura della raccolta) la percentuale di equity era pari al 25%. Tale percentuale aumenterà o diminuirà del 5% in funzione ad aumenti (o diminuzioni) del 5% del mercato di riferimento.

Il mercato di riferimento è stato individuato da un benchmark composto da diversi indici:

- 10% FTSE MIB
- 30% MSCI World Index
- 30% S&P 600
- 30% S&P 50

Dalla data di fine del periodo di sottoscrizione (01/02/2018) il benchmark ha registrato un risultato positivo di 1,12%. Per tale motivo l'esposizione equity del Fondo Orizzonte Equilibrio risulta invariata e intorno al 25% di esposizione.

Nel corso del primo semestre del 2018 il fondo ha mantenuto una esposizione azionaria complessiva pari al 25% attraverso l'investimento diretto in titoli azionari europei ed americani oltre che all'investimento attraverso i Fondi Soprarno. Nel corso del semestre non è presente alcuna esposizione al comparto delle materie prime.

Nel corso del semestre i dati macroeconomici hanno mostrato dinamiche positive sia in USA che in Europa; nel caso degli Usa si è assistito a un consolidamento della fase di espansione economica, con tutti gli indicatori ben impostati in territorio positivo e sostenuti anche dalle politiche fiscali espansive messe in atto dall'amministrazione Trump. Al contrario l'Europa, a differenza del 2017, sta attraversando una fase di maggiore incertezza sia da un punto di vista economico, con una fase di debolezza di alcuni indicatori macroeconomici, che da un punto di vista politico. Il semestre ha visto infatti la nascita di un nuovo Governo in Italia accompagnato da timori di una politica economica in aperto contrasto con le regole comunitarie. Ad oggi non ci sono indicazioni che il Governo voglia porsi in contrapposizione con le autorità comunitarie ma si assiste a una più forte dialettica su alcuni temi come l'immigrazione. La percezione di un rischio di maggiore contrapposizione ha creato delle fasi di significativa volatilità sui mercati, principalmente obbligazionari.

Il semestre si è caratterizzato per un maggiore livello della volatilità nei mercati dei beni di rischio rispetto ai livelli estremamente contenuti dei semestri precedenti; a ciò hanno contribuito le tensioni politiche in Europa, i timori di una guerra commerciale tra Usa e Cina e la preoccupazione di essere in una fase avanzata del ciclo economico. Nel corso del semestre le aspettative degli investitori relativamente all'azione delle banche centrali hanno visto una maggiore fiducia nel rialzo dei tassi in Usa mentre permane cautela sulle

azioni della ECB; per questo s'è assistito a un graduale rafforzamento del Dollaro. Ci si attende che la fase di normalizzazione da parte dell'ECB sia molto graduale e avvenga nella parte finale del 2019.

Rimane comunque l'incognita dell'inflazione che rimane su livelli molto contenuti e sulla quale pesa la perdurante debolezza del comparto delle materie prime e la dinamica molto debole dei salari a livello globale; si fatica a intravedere come l'inflazione possa salire significativamente e spingere le banche centrali a politiche monetarie più restrittive.

L'inizio dell'anno si è caratterizzato da una significativa ripresa dei mercati azionari trainati da una fase di euforia in particolare sul mercato americano e sulla tecnologia. In seguito si è assistito a una fase di forte volatilità e di correzione significativa dei mercati nel mese di febbraio. Successivamente i mercati azionari si sono mantenuti all'interno di un range piuttosto ristretto, guidati dalla performance molto positiva di un ristretto numero di titoli, principalmente concentrati nel settore della tecnologia.

La performance dei settori più ciclici, come finanziari, industriali e costruzioni, è stata particolarmente deludente. Al contrario, i settori dell'energia e delle materie prime hanno ottenuto risultati positivi. Hanno contribuito negativamente i settori più difensivi sui quali pesano i timori di rialzo dei tassi d'interesse. Negli USA il semestre si è caratterizzato per un consolidamento della crescita economica grazie al sostegno derivante dalla ripresa del prezzo del petrolio e dai conseguenti effetti positivi sul settore energetico e industriale.

Nei paesi emergenti abbiamo assistito a una ripresa dei timori di rallentamento cinese dovuti anche all'introduzione di dazi da parte degli USA.

In generale si assiste a una maggiore instabilità politica ed economica in diverse aree emergenti (Sud America, Turchia, Medio Oriente). Anche il rafforzamento del dollaro ha contribuito a un indebolimento delle economie emergenti e di molte valute locali. Confermiamo comunque la nostra visione prudente sul complesso dei Paesi Emergenti che dovranno assorbire l'eccesso di investimenti accumulato nel corso degli ultimi 10 anni; tale processo di aggiustamento si ritiene che possa durare per un periodo di tempo significativo.

Con tali premesse le scelte di *stock picking* in tutte e tre le aree hanno privilegiato azioni di buona qualità, con bilanci solidi e buona generazione di cassa ma che anche potessero beneficiare significativamente dello scenario macroeconomico descritto.

In sostanza una buona parte del portafoglio è stato investito in titoli USA e giapponesi con forte esposizione all'export, mentre in Europa si sono selezionate storie di crescita o di alta generazione di cassa.

Nei mercati europei si è mantenuta una esposizione bilanciata tra settori ciclici che potessero beneficiare della ripresa economica e titoli più difensivi che risultavano attraenti da un punto di vista valutativo e dove in alcuni casi le aspettative erano moderate.

Nel corso del semestre si sono ridotti gli investimenti nei paesi del Sud Europa dove sono state identificate solo alcune opportunità interessanti in settori domestici e in aziende di buona qualità.

A livello settoriale si è ridotto l'investimento nel settore finanziario Europeo che riteniamo attraente dal punto di vista valutativo ma esposto ai timori di instabilità politica.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, il fondo ha mantenuto una prevalente esposizione ai titoli governativi italiani privilegiando scadenze brevi o medie.

La duration è stata mantenuta sotto i 2 anni nel corso del semestre e il fondo ha beneficiato principalmente dell'incremento dei rendimenti di mercato.

Le migliori prospettive economiche per l'Europa consigliano di mantenere una cauta esposizione al comparto obbligazionario anche nel corso del secondo semestre dell'anno, in quanto ci attendiamo un costante aumento dei tassi a lungo termine sia in USA che in Europa. Dopo il cambiamento nell'azione di politica monetaria dell'ECB il rialzo dei tassi nell'Eurozona è un rischio che si concretizzerà più avanti nel ciclo economico. Riteniamo però che l'andamento dei tassi a lungo termine americani potrebbe avere un effetto di trascinamento al rialzo dei tassi dell'Eurozona.

Relativamente alla componente valutaria il Fondo ha mantenuto una posizione valutaria in USD e in misura inferiore in CHF e GBP. Più marginali le posizioni in JPY, SEK e NOK.

Per il secondo semestre del 2018 ci attendiamo che il quadro macroeconomico possa rimanere favorevole ma che l'andamento dei mercati azionari possa privilegiare i settori più difensivi a dispetto dei ciclici ed in particolare del settore tecnologico che pare correttamente prezzato.

Da rilevare però che in alcuni settori ciclici stanno emergendo opportunità di investimento interessanti sia in Europa che in USA se, come ci attendiamo, il quadro macroeconomico si manterrà favorevole sostenendo una ripresa dei corsi di tali settori. Guardiamo pertanto con interesse ad aziende che possano beneficiare di un miglioramento della domanda interna e di una fase di investimenti da parte delle aziende industriali.

Nel primo semestre 2018 il risultato di gestione negativo deriva essenzialmente dall'asset allocation settoriale del portafoglio che è risultata più prudente rispetto agli indici di riferimento.

Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark*

Il calcolo del *tracking error* non è applicabile in quanto il fondo non ha un *benchmark* di riferimento.

Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- è ammesso l'investimento fino al 30% in titoli con **rating** inferiore all'*investment grade*, senza limiti, indipendentemente dal rating assegnato, in titoli emessi dallo Stato Italiano;
- non vi è alcun vincolo riguardo alle **aree geografiche di riferimento**;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una leva finanziaria compresa tra 1 e 2. Pertanto l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari in cui il Fondo è esposto attraverso strumenti derivati può risultare amplificato fino ad un massimo del 100%;
- vi è una gestione attiva del **rischio di cambio**.

La Società adotta il metodo del **VaR (Value at Risk)** per il controllo del rischio dei fondi gestiti attivi.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un intervallo di confidenza (grado di probabilità) pari al 99% ed un *holding period* pari ad un mese.

Tale VaR ha sfiorato la soglia del -3,5% nel calcolo relativo ai dati del 30/06/2016 registrando il valore di -4,33%. Tale sfioramento è stato imputato all'alta esposizione che il fondo ha agli OICR Soprarno Esse Stock e Soprarno Relative Value che nella settimana successiva al Brexit hanno subito variazioni repentine nella performance e nella volatilità.

RELAZIONE SEMESTRALE				
Soprarno Valore Attivo				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 28/06/2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	48.175.777	94,75%	19.489.936	89,12%
A1. Titoli di debito	34.139.558	67,15%	17.757.325	81,19%
A1.1 titoli di Stato	21.696.233	42,67%	13.523.729	61,84%
A1.2 altri	12.443.325	24,47%	4.233.596	19,36%
A2. Titoli di capitale	6.251.678	12,30%		
A3. Parti di OICR	7.784.541	15,31%	1.732.611	7,92%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	426.259	0,84%		
B1. Titoli di debito	426.259	0,84%		
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
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 ATTIVE E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	63.319	0,12%	2.288.889	10,47%
F1. Liquidità disponibile	1.054.644	2,07%	2.288.889	10,47%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	302.304	0,59%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.293.629	-2,54%		
G. ALTRE ATTIVITA'	2.177.877	4,28%	91.655	0,42%
G1. Ratei attivi	197.375	0,39%	91.655	0,42%
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.980.502	3,90%		
TOTALE ATTIVITA'	50.843.232	100,00%	21.870.480	100,00%

PASSIVITA' ENETTO	Situazione al 28/06/2019	Situazione a fine esercizio precedente
	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	994	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	994	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	37.822	22.383
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	37.822	22.383
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		
TOTALE PASSIVITA'	38.816	22.383
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A	22.235.959	21.848.097
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B	28.568.457	
Numero delle quote in circolazione Classe A	4.382.245,444	4.375.743,693
Numero delle quote in circolazione Classe B	5.739.894,600	
Valore unitario delle quote Classe A	5,074	4,993
Valore unitario delle quote Classe B	4,977	

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse Classe A	80.886,228
Quote emesse Classe B	5.740.094,600
Quote rimborsate Classe A	74.384,477
Quote rimborsate Classe B	200,000

Sezione II – Le Attività

ELENCO ANALITICO STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	CCT 15NV2019 Ind	7.640.045	15,03%
2	CCT 15DC2020 Ind	3.189.689	6,27%
3	BTP1 1,45% 26NV22	3.076.171	6,05%
4	BTP 4,5% 01FB2020	2.771.982	5,45%
5	Soprarno Relative Va	2.444.860	4,81%
6	Soprarno Esse StockB	2.439.559	4,80%
7	cdp Fl 20MZ2022	1.858.162	3,65%
8	Soprarno Inflazione	1.216.355	2,39%
9	BTP 0,7% 01MG2020	1.006.060	1,98%
10	Soprarno PT Obb - b	1.005.405	1,98%
11	DB fl 07DC2020	988.770	1,94%
12	BTP 1,65% 23AP2020IL	812.286	1,60%
13	BPIM 6% 05NV2020	738.360	1,45%
14	BTP 0,1% 15MG2022	731.573	1,44%
15	Ispim 5% 23ST2019	707.756	1,39%
16	Teva 0,375% LG20	689.136	1,36%
17	BTP 0,65% 01NV2020	605.076	1,19%
18	Bami 2,5% GN24	600.912	1,18%
19	BTP 0,05% 15OT2019	600.306	1,18%
20	PEME 3,75% 21FB2024	498.190	0,98%
21	DB 0,375% 18GE2021	494.750	0,97%
22	SAP SE	422.660	0,83%
23	Bami 2% MZ22	402.984	0,79%
24	Gavekal Ch FixIncom	392.644	0,77%
25	ETH 5% 14GE2026	352.443	0,69%
26	Arev 4,875 23ST2024	342.573	0,67%
27	SPIE 3,125% 22MZ2024	325.179	0,64%
28	vot 3,25% 25ap21	313.959	0,62%
29	BTP 1,85% 15MG2024	308.370	0,61%
30	BPSO 3% 14MZ2021	308.070	0,61%
31	fce 1,528% nv20	306.111	0,60%
32	DB 2,75% 17FB2025	302.757	0,60%
33	icc 1,875% 25nv19	302.025	0,59%
34	PEME 2,5% 21AG21	301.083	0,59%
35	FCE 0,869% 13ST21	301.035	0,59%
36	DB 1,25% 08ST2021	300.504	0,59%
37	CEE 1,659% 26AP2024	298.683	0,59%
38	Ishares Core Em Imi	285.718	0,56%
39	Cappemini SA	273.375	0,54%
40	TEVA 1,25% 31MZ2023	268.116	0,53%
41	Engie	266.800	0,52%
42	BTP 0,35% 15GN2020	250.935	0,49%
43	Wells Fargo & Co	249.490	0,49%
44	Ubi 1,75% 12AP23	247.428	0,49%
45	Vivendi SA	242.100	0,48%
46	UPM-Kymmene Oyj	233.700	0,46%
47	AXA SA	231.000	0,45%
48	Volkswagen AG PFD	222.330	0,44%
49	Henkel AG-Vorzug	215.050	0,42%
50	Allianz SE-Reg (DE)	212.000	0,42%
51	BTP 3,75% 01MZ2021	211.900	0,42%
52	Siemens A-G-Reg (DE)	209.200	0,41%
53	BNP Paribas FP	208.825	0,41%
54	aut 1,625% gn23	203.638	0,40%
55	LDO 1,5% 07GN2024	202.948	0,40%
56	MYL 1,25% 23NV2020	202.284	0,40%
57	ICCR 1,5% 21FB2020	201.298	0,40%
58	Royal Dutch Shell NA	200.970	0,40%
59	CCT 15GE2025 Ind	199.880	0,39%
60	BTP 0,95% 15MZ2023	199.800	0,39%
61	Total SA (FP)	197.100	0,39%
62	Cisco Systems Inc	192.373	0,38%
63	IPGI 3,75% 24GN2021	191.878	0,38%
64	Sanofi SA (FP)	189.775	0,37%
65	Intesa San Paolo Ord	188.200	0,37%
66	UBI fl 08OT2019	177.776	0,35%
67	Facebook Inc-A	169.596	0,33%
68	Exxon Mobil Corp	168.344	0,33%
69	Worldline Sa	160.000	0,31%
70	Honeywell Intl Inc	153.418	0,30%
71	Daimler A-G-D	146.775	0,29%
72	Alphabet Inc-cl A	142.724	0,28%
73	Oracle Corporation	125.154	0,25%
74	Airbus SE	124.680	0,25%
75	Anthem Inc	123.994	0,24%
76	Air Liquide SA	123.050	0,24%
77	B Santander SA ES	122.415	0,24%
78	BPSO 1,5% 30MZ2021	118.189	0,23%
79	Deutsche Post AG-Reg	115.600	0,23%
80	EDP Renovaveis SA	112.750	0,22%
81	ffr 6,75% 14ot19	101.935	0,20%
82	ICCR fl 01FB2021	99.553	0,20%
83	Procter & Gamble Co	96.353	0,19%
84	CCT 15ST2025 Ind	92.160	0,18%
85	Bayer AG REG (GR)	76.175	0,15%
86	Deutsche Tlk A-G-Reg	76.060	0,15%
87	Walgreens Boots Alli	72.061	0,14%
88	Archer-Daniels-Midla	71.705	0,14%
89	CRSM 3,2% 18NV2021	70.983	0,14%
90	McDonald's Corp	63.867	0,13%
91	Altria Group Inc	52.010	0,10%
92	TERE 4,25 04MZ2020	50.118	0,10%
	Tot. Strumenti Finanziari	48.602.036	
	Totale Attività	50.843.232	95,59%