

FONDO ALTERNATIVO RISERVATO CHIUSO

# **MARKET NEUTRAL – SIDE POCKET**

# RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

## PRIMO SEMESTRE 2016

L'andamento dei mercati finanziari durante il primo semestre dell'anno è stato leggermente negativo sul fronte azionario ed estremamente positivo su quello obbligazionario. A pesare negativamente sull'andamento delle asset class rischiose ha contribuito in modo determinante il progressivo rallentamento del profilo di crescita economica globale, con le maggiori preoccupazioni che si sono concentrate in avvio d'anno sulla Cina e che sembravano trovare conferma nel continuo calo delle quotazioni del prezzo del petrolio, arrivate a livelli ampiamente inferiori ai 30 dollari al barile. La progressiva ripresa del prezzo del greggio da quei livelli, coincidente con un atteggiamento più cauto da parte della Federal Reserve americana sui tempi e modi di rialzo dei tassi d'interesse, ha permesso ai mercati azionari globali di recuperare il forte ribasso d'inizio anno, pur permanendo, a livello geografico, una forte divergenza di performance. L'inattesa vittoria del fronte del Brexit nel referendum del 23 giugno sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea, ottenuta col 52% dei voti rispetto al 48% del fronte del Brein, ha avuto un effetto negativo di breve importante, in particolare sui mercati azionari europei. I mercati obbligazionari invece sono stati nuovamente favoriti dalle ulteriori manovre di politica monetaria espansiva da parte delle principali Banche Centrali, da un contesto macroeconomico che continua a essere caratterizzato da una crescita moderata ma in rallentamento, dall'assenza di significative tensioni inflattive ma semmai deflattive e dalle ripetute fasi di avversione al rischio, che hanno portato su valori negativi i rendimenti di svariati titoli decennali governativi dei paesi ritenuti più sicuri.

Sul fronte della crescita, le stime pubblicate dai principali istituti di ricerca internazionali (IMF, OCSE e World Bank) hanno continuato a essere riviste al ribasso. Per l'IMF, le ultime stime prevedono per il 2016 una crescita globale del 3,2% e del 3,7% per il 2017, in diminuzione dello 0,4% rispetto alle stime formulate a fine 2015. Tra i principali fattori di rischio, l'IMF evidenzia la frenata della Cina, il calo del prezzo del petrolio e la stretta monetaria avviata dalla Federal Reserve, cui si sono poi aggiunte le incertezze derivanti dall'esito del referendum in Gran Bretagna, dall'evoluzione della situazione greca e dall'andamento dei mercati finanziari. A livello geografico le stime dell'IMF per l'area Euro sono state riviste all'1,5% per il 2016 e all'1,6% per il 2017. Per gli USA al 2,4% per il 2016 e al 2,5% per il 2017, mentre per la Cina le stime sono state riviste leggermente al rialzo, al 6,5% per il 2016 e al 6,2% per il 2017. È invece proseguito il miglioramento sul fronte occupazionale: il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti a maggio è sceso al 4,7% dal 5% di fine dicembre 2015. Il miglioramento è proseguito anche in Europa, dove il tasso di disoccupazione a maggio si è portato al 10,1% dal 10,5% di fine dicembre 2015.

Sul fronte inflattivo, la dinamica dei prezzi non solo continua a rimanere al di sotto dei livelli obiettivo prefissati dalle Banche Centrali ma in alcuni paesi evidenzia il ritorno del rischio deflazionistico. Negli Stati Uniti il dato annualizzato di maggio è risultato pari all'1% in aumento rispetto al dato precedente (+0,7%) mentre il dato "core" è stato pari al 2,2%, superiore al dato precedente (2,1%). Sul fronte europeo, a maggio, la variazione annualizzata dei prezzi è tornata a essere negativa (-0,1%), ben inferiore al dato precedente (+0,2%); anche il dato "core", seppur positivo (+0,8%), è risultato inferiore al dato precedente (+0,9%). Anche in Giappone i dati di maggio hanno evidenziato un ritorno alla deflazione: -0,4% rispetto a +0,2% del dato precedente. Il dato "core" è invece salito dello 0,6%, inferiore però al dato precedente (0,8%). Nei Paesi emergenti i dati inflattivi di maggio hanno invece evidenziato un quadro differenziato: in Brasile e in Russia l'inflazione è scesa, rispettivamente, al 9,3% dal 10,7% precedente e al 7,3% dal 12,9% precedente. In India e in Cina invece l'inflazione è risalita rispettivamente al 5,8% dal 5,6% precedente e al 2% dall'1,6% precedente.

Sul fronte delle Banche Centrali, la Banca Centrale del Giappone (BOJ) ha introdotto un nuovo strumento di politica monetaria espansiva: a fianco del QE introdotto nel 2013 e che prevede l'aumento annuale della base monetaria per 80 mila miliardi di yen, la banca centrale nipponica ha introdotto tassi d'interesse negativi (-0,1%) che le istituzioni finanziarie dovranno pagare sui depositi in eccesso che parcheggeranno presso la banca centrale. Anche in Europa, la BCE ha introdotto nuove misure espansive di politica monetaria: in primo luogo i tassi d'interesse sono stati ulteriormente abbassati, con il tasso di riferimento cui viene prestata la maggior parte della liquidità al sistema bancario che viene portato a 0% dallo 0,05% precedente e il tasso overnight sui depositi, ossia la remunerazione alle banche per il denaro depositato presso la BCE, che scende ulteriormente, passando dal -0,3% al -0,4%. In secondo luogo, l'ammontare mensile di titoli governativi acquistati sul mercato dalla BCE sale dagli attuali 60 MLD di euro mensili a 80 MLD di euro fino alla scadenza di marzo 2017. Un terzo provvedimento ha riguardato la reintroduzione del TLTRO, ossia dei finanziamenti a lungo termine alle banche finalizzati all'erogazione di prestiti alle imprese e alle famiglie. Il programma di finanziamenti, già utilizzato in passato dalla BCE e dalle banche europee, prevede quattro aste trimestrali da giugno 2016 con una durata di 4 anni e la possibilità di estinzione anticipata dopo 2 anni. L'ultima novità introdotta riguarda gli emittenti delle obbligazioni che rientrano nel paniere dei titoli acquistabili mensilmente dalla BCE. Per la prima volta, infatti, oltre ai titoli governativi e similari, potranno essere acquistati titoli obbligazionari emessi da aziende private non finanziarie con rating a livello d'investimento (investment grade). Gli acquisti su questo segmento del mercato obbligazionario inizieranno verso la fine del secondo trimestre del 2016. Sul fronte inglese, all'indomani dell'esito negativo del referendum sulla permanenza della Gran Bretagna nell'Unione Europea (Brexit), la Banca Centrale inglese (BOE) ha tagliato il livello del Countercyclical Capital Buffer portato allo 0% dallo 0,5% precedente, provvedimento che era stato adottato soltanto a marzo. La misura adottata avrà la durata di un anno, se non oltre, e permetterà di ridurre i requisiti di capitale per le banche di 5,7 miliardi di sterline potenziando a 150 miliardi le possibilità di prestito. Il piano, infatti, è quello di dare mano libera agli istituti per permettere un appoggio sulla spesa interna e il finanziamento alle attività. Segnaliamo inoltre che, sempre a seguito dell'esito del referendum, due agenzie di rating (Standard & Poor's e Fitch) hanno deciso di abbassare il merito creditizio del debito inglese, portandolo da AAA ad AA. Sul fronte americano, la FED ha mantenuto invariati i tassi d'interesse dimostrandosi però sempre più guidata dai dati macroeconomici di breve piuttosto che da una strategia di medio periodo. Se dalle dichiarazioni del governatore Yellen di fine maggio sembrava ormai imminente un rialzo dei tassi entro l'estate, dalla riunione di giugno sono invece emersi orientamenti molto diversi. La Banca Centrale non solo ha lasciato invariati i tassi d'interesse alla luce dei dati poco favorevoli del mercato del lavoro americano di maggio e dei rischi posti dal referendum inglese, ma ha anche ridimensionato le attese di un rialzo prima dell'estate, lasciando aperta la porta a un unico eventuale rialzo, prima delle elezioni presidenziali di novembre. Segnaliamo infine il ribasso dei tassi deciso dalla Banca Centrale Coreana, che ne ha portato il livello ai nuovi minimi storici: 1,25%. Anche in Russia, la Banca Centrale ha deciso di ridurre i tassi, portandoli al 10,5% dall'11% precedente.

Sul fronte aziendale, la stagione di pubblicazione degli utili da parte delle società appartenenti allo Standard & Poor's 500 per il periodo relativo al primo trimestre del 2016 ha evidenziato una diminuzione degli utili del 6,6%. Il 72% delle aziende ha riportato utili superiori alle stime degli analisti mentre il 20% ha riportato utili inferiori alle stime; l'8% ha riportato utili in linea con le attese. In termini settoriali, il rialzo maggiore è stato conseguito nel settore telefonico, con un rialzo degli utili del 15%, e nel settore dei consumi discrezionali (+16%). I ribassi maggiori hanno nuovamente riguardato il settore energetico e il settore delle materie prime, dove gli utili sono scesi del 14%. Sulla base delle stime più recenti, per il 2016 nel suo complesso, gli utili per i titoli appartenenti all'indice S&P 500 sono previsti in rialzo dello 0,8% su una crescita del fatturato pari all'1,6%. Sul fronte europeo, i risultati trimestrali riportati finora dalle grandi aziende europee quotate hanno evidenziato risultati migliori delle attese sul fronte dei profitti e peggiori sul fronte del fatturato. Nel primo caso, il miglioramento è da attribuirsi principalmente a un programma di contenimento di costi più efficace e aggressivo del previsto. Sul fronte dei ricavi invece, la divergenza è da attribuirsi principalmente al settore petrolifero e minerario dove l'impatto del calo dei prezzi delle materie prime ha avuto un impatto superiore alle attese. A soffrire sul fronte del fatturato sono state anche le aziende automobilistiche e del lusso, maggiormente esposte al rallentamento

dei paesi emergenti. Un cenno infine è dovuto al settore bancario, particolarmente rilevante per i listini azionari europei e oggetto di un forte ridimensionamento sia delle stime di utile che dei prezzi dei titoli. Da questo punto di vista, i risultati riportati finora sono stati deludenti, sia sul fronte dei ricavi che su quello degli utili, confermando l'impatto negativo del basso livello dei tassi d'interesse sui bilanci delle banche. Sulla base delle stime più recenti, per il 2016 nel suo complesso, gli utili dei titoli appartenenti all'indice Eurostoxx50 sono previsti in diminuzione del 2% su una diminuzione del fatturato pari allo 0,4%. I risultati migliori sono previsti nel settore dei servizi al consumo, in crescita dell'11%, mentre i peggiori sono previsti nel settore energetico, in calo del 25%.

Sul fronte politico europeo, l'evento più importante è stato costituito dal referendum tenutosi in giugno in Gran Bretagna, sulla permanenza o meno del paese all'interno dell'Unione Europea (UE). A dispetto delle previsioni, che indicavano i due fronti su valori molto vicini tra loro, il fronte del no (Brexit) ha poi inaspettatamente prevalso con il 52% dei consensi rispetto al fronte del sì (Remain) che ha ottenuto il 48% dei voti. Pur essendo prematuro valutare le conseguenze sia economiche che politiche di medio/lungo periodo del voto, è consenso unanime che questa decisione dovrebbe provocare una recessione in Gran Bretagna, con una riduzione del GDP del 3% nei prossimi 30 mesi. L'impatto per lo stesso periodo nell'Eurozona sarebbe invece limitato allo 0,8% - 1% mentre altre aree geografiche, come l'Asia e gli Stati Uniti, dovrebbero essere meno impattati sulla base delle quote d'interscambio commerciale. L'altro effetto importante, peraltro correttamente anticipato dal mercato fin dall'annuncio del referendum a febbraio, ha riguardato il fronte valutario, con la sterlina che si è fortemente svalutata, portandosi nei confronti del dollaro ai livelli minimi degli ultimi 30 anni. Nei confronti dell'euro, la svalutazione da inizio anno è stata pari all'11%. Segnaliamo inoltre, sempre sul fronte politico europeo, l'accordo raggiunto in sede UE sul debito greco: l'intesa prevede l'erogazione di nuovi aiuti per 10,3 MLD di euro (7,5 MLD a giugno e 2,8 MLD dopo l'estate) che permette al paese ellenico di onorare i debiti in scadenza nei prossimi mesi e la ristrutturazione del debito esistente, ma solo dal 2018. Parallelamente, la BCE ha riammesso le obbligazioni greche come garanzia collaterale nelle operazioni ordinarie di rifinanziamento. Sulla ristrutturazione del debito, il FMI ha ottenuto dall'UE solo una promessa di medio periodo per rendere il debito ellenico, oggi al 180% del PIL, più sostenibile. L'impegno è stato comunque giudicato sufficiente per garantire un assenso condizionato del fondo al nuovo programma, condizione ritenuta indispensabile dalla Germania per motivazioni di carattere politico interno.

In questo quadro di riferimento, i mercati azionari mondiali hanno registrato nel semestre considerato risultati negativi: a livello generale, l'indice mondiale (MSCI WORLD) ha chiuso il semestre in ribasso dell'1,9% in valuta locale e del 2,8% in Euro. L'indice S&P500 americano è salito del 2,7%, l'EuroStoxx50 è sceso del 12,3% e il TOPIX giapponese è sceso del 19,5%. Nei paesi emergenti l'indice mondiale (MSCI EMG MKTS) è salito del 2,1% in valuta locale e del 2,7% in Euro. Il risultato migliore è stato ottenuto dall'indice russo RTS, in rialzo del 22,3%, mentre il mercato peggiore è stato quello domestico, con l'indice FTSE Italia All Share in ribasso del 23%. Da un punto di vista settoriale i risultati migliori sono stati registrati nel settore energetico (+14,6%) e nel settore delle pubbliche utilità (+10,9%) mentre i peggiori si sono registrati nel settore finanziario (-11,2%) e nel settore dei consumi discrezionali (-7,7%). L'andamento delle "commodities" è stato positivo, con l'indice generale CRB in rialzo del 9,3%: il rialzo maggiore ha riguardato il petrolio (+30,5%) mentre il ribasso maggiore ha riguardato il bestiame (-3,4%). Loro è salito del 24%.

Sui mercati obbligazionari l'andamento dei titoli governativi nel corso del semestre è stato molto positivo: l'indice dei Treasury americani per le scadenze comprese tra i 5 e i 10 anni è salito del 6,3% con il rendimento lordo dei decennali che si è attestato alla fine del periodo all'1,5% dal 2,3% di fine 2015. Sul fronte europeo l'indice dell'area euro per le scadenze comprese tra 5 e 10 anni è salito del 6,5%, con il rendimento del decennale tedesco che si è portato alla fine del semestre a -0,1% dallo 0,6% di fine 2015. Molto positivo anche l'andamento dei segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario: l'indice dei titoli obbligazionari societari europei High Yield è salito del 3,5%, l'indice dei titoli societari europei Investment Grade del 4,1% e l'indice globale dei titoli governativi dei paesi emergenti del 9,9%.

Sui mercati valutari, infine, i maggiori movimenti hanno riguardato lo yen e la sterlina: nei confronti del primo l'euro si è fortemente svalutato (-12,5%) mentre nei confronti della seconda l'euro si è rivalutato del 13,2%. Nei confronti del dollaro americano l'euro si è leggermente rivalutato (+1,9%).

## SECONDO SEMESTRE 2016

Le stime di crescita globale non hanno registrato variazioni sostanziali negli ultimi mesi, anche se si osservano alcune limature sui Paesi Sviluppati per l'anno in corso. Gli indici anticipatori prima del referendum inglese (Brexit) evidenziavano segnali incoraggianti per il secondo semestre, grazie alla dinamica positiva della domanda interna per le economie sviluppate e alla stabilizzazione delle materie prime per quelle emergenti. È al momento difficile stimare l'effetto di Brexit: il consenso prevede i maggiori effetti negativi per la Gran Bretagna e l'Europa mentre l'impatto sarebbe marginale sulle altre aree. Negli USA la debolezza degli investimenti è bilanciata dalla solidità dei consumi e dalle buone prospettive del settore immobiliare, grazie al mercato del lavoro che rimane buono nonostante alcuni dati deludenti. Nell'Eurozona per il momento gli indicatori sono discreti, ma l'incertezza sugli effetti della Brexit potrebbe risollevarli i timori sulla sostenibilità dei debiti pubblici in alcuni Paesi. Rimane relativamente debole il contesto per il Giappone, dove la crescita rimane nettamente inferiore ai target del governo. Nei Paesi emergenti alcuni segni di ripresa in Cina (immobiliare e spesa pubblica) si accompagnano a conferme importanti in India (investimenti) e a una stabilizzazione in Russia e in Brasile.

Le stime di crescita degli utili globali per il 2016 si sono stabilizzate dopo il calo del primo trimestre mentre rimangono interessanti per il 2017, anche se potenzialmente vulnerabili in caso di ridimensionamento delle stime sulla crescita economica. Negli USA sembrano esserci spazi per una ripresa della crescita nei prossimi trimestri, mentre il settore bancario dell'Eurozona sarebbe quello più impattato dal calo dei tassi. La forza dello Yen sta penalizzando le stime in Giappone, mentre nei Paesi emergenti la dinamica delle revisioni di stime è in recupero. A livello settoriale, petroliferi e materie di base evidenziano lievi miglioramenti grazie al recupero generalizzato delle materie prime.

Sul fronte inflattivo, negli USA le componenti dei servizi e residenziale sono i driver principali del recente incremento, che potrebbe confermarsi in caso di persistenza di buone condizioni del mercato del lavoro. Negli altri Paesi sviluppati il rialzo dell'inflazione è dovuto al recupero del prezzo del petrolio, che dovrebbe però essere contenuto e temporaneo. In Gran Bretagna rimane l'incognita di quantificare gli effetti inflattivi della debolezza della sterlina post-Brexit. Nei Paesi emergenti l'inflazione è prevista in calo generalizzato, con poche eccezioni per quelli importatori di materie prime (India).

Sui tassi d'interesse la FED americana ha rafforzato l'atteggiamento cauto in merito a nuovi rialzi dei tassi già prima del referendum inglese, che semmai indurrà ancora maggior prudenza in attesa di valutare meglio le possibili ripercussioni. Una delle novità più importanti emerse nel FOMC di giugno è la crescente attenzione agli sviluppi dell'economia globale, che in parte potrebbero spiegare la cautela delle attese di mercato rispetto alle stime dei tassi della FED stessa. La BoE ha annunciato provvedimenti espansivi all'indomani del referendum, dichiarando di rimanere estremamente vigile e pronta a ulteriori annunci in caso di necessità mentre si specula che la BCE possa rivedere i limiti d'acquisto dei titoli governativi sul secondario, oggi ancorati alle quote dei Paesi nella BCE stessa. Il rafforzamento indesiderato dello Yen mette pressione alla BoJ per nuovi stimoli, probabilmente non limitati all'ambito monetario, mentre in alcuni Paesi emergenti si stanno creando spazi per manovre espansive grazie al calo dell'inflazione.

Sul fronte del rischio sistemico, la 'Brexit' apre una fase di elevata incertezza politica, non solo in Gran Bretagna, dove gli sviluppi del dopo-voto evidenziano notevole confusione, ma anche nel resto d'Europa per le possibili ripercussioni. Nei prossimi mesi, infatti, il calendario politico è piuttosto fitto e in Europa il referendum costituzionale in Italia rappresenta il passaggio potenzialmente più critico. A oggi sembra poco probabile l'uscita di altri Paesi dalla UE, visto l'arretramento di Podemos in Spagna e il picco di popolarità della Le Pen in Francia, ma il c.d. 'Euro-scetticismo' potrebbe continuare a crescere in assenza di provvedimenti politici/fiscali tangibili. Provvedimenti che, per certi versi, dopo il referendum in Gran Bretagna diventano più probabili, soprattutto se ulteriori debolezze dei mercati 'forzeranno' la mano alle autorità. Sullo sfondo,

la vittoria di Trump alle presidenziali USA è ritenuta oggi poco probabile, ma l'avvicinarsi della scadenza potrebbe indurre una nuova ondata di volatilità, anche per i dubbi sull'attendibilità dei sondaggi.

Le valutazioni dei mercati azionari non evidenziano forti scostamenti rispetto alle medie storiche. Tale visione rimane però distorta dall'aumento importante delle valutazioni registrato dai settori difensivi, beneficiati dalla stabilità degli utili e dai flussi di raccolta sui fondi a bassa volatilità/Smart Beta in un contesto di rendimenti obbligazionari sempre più sacrificati, e dal momento particolare del settore petrolifero. Per contro, altri settori mantengono multipli bassi rispetto alle valutazioni storiche. Alcuni mercati europei e quello giapponese esprimono ancora valore relativamente agli altri, mentre quelli emergenti sono la risultante di casi eterogenei, con multipli piuttosto elevati (India) o decisamente sacrificati (Russia). Il livello degli spread sui mercati obbligazionari corporate in generale rimane discreto, anche se i fondamentali delle aziende europee mantengono un profilo rischio-rendimento migliore, soprattutto nel segmento High Yield. Nonostante le dinamiche fiscali rimangano problematiche in alcuni casi, il recupero delle materie prime e la cautela della FED sui tassi rendono interessanti i rendimenti dei bond emergenti, sia in valute forti che in quelle locali. La convenienza relativa delle azioni rispetto ai bond governativi e corporate IG rimane sensibile, anche se rispetto ai corporate High Yield solo i listini dell'Eurozona mantengono un profilo nettamente migliore.

Il sentiment degli investitori sui mercati azionari, sia USA che emergenti, rimane piuttosto depresso nonostante la loro migliorata forza relativa, confermato in parte anche da flussi negativi di raccolta netta, che rimangono invece estremamente pesanti sui fondi azionari europei.

Sul fronte valutario il sostegno indotto dall'incertezza legata alla Brexit, da una parte, e la cautela della FED sul fronte monetario, dall'altra, dovrebbe contenere il dollaro USA in un range compreso tra 1,05 e 1,20 verso Euro. La sterlina inglese potrebbe indebolirsi ulteriormente, anche se il suo andamento sarà intimamente legato agli sviluppi politici in Gran Bretagna, a oggi piuttosto confusi. Lo Yen giapponese si conferma come valuta rifugio, ma il suo ulteriore rafforzamento aumenta le probabilità d'interventi fiscali e monetari per indurne l'indebolimento.

Torino, 25 luglio 2016

*Il Presidente del Consiglio di Amministrazione*  
**GIUSEPPE SANTONOCITO**



# RELAZIONE SULL'ANDAMENTO DEL FONDO ALTERNATIVO CHIUSO MARKET NEUTRAL - SIDE POCKET

## CONSIDERAZIONI GENERALI

Market Neutral - Side Pocket è un FIA chiuso con lo scopo di porre in liquidazione le attività illiquide conferite dal fondo origine e procedere al rimborso delle somme ai partecipanti. Il FIA è suddiviso in due classi di azioni, classe A e classe B, in quanto il fondo origine BIM Market Neutral aveva la medesima composizione.

Nel corso del semestre sono stati ottenuti pagamenti parziali da parte di tre fondi in portafoglio. La somma dei pagamenti ricevuti entro il 30 giugno 2016 in rapporto alla valorizzazione iniziale è prossima al 100% (98,6%).

Nella tabella seguente è riepilogata la situazione dei pagamenti ottenuti dai diversi fondi in portafoglio:

	Divisa	Controvalore al 31.12.2008	Controvalore al 30.06.2016	Pagamenti ricevuti	% rendimento al 30.06.2016	Pagamenti ricevuti dopo il 30.06.2016	% liquidata
Illex/Liontrust	EUR	2.968.687	-	3.274.190	10,29	-	110
Trafalgar Multi-Strategy	EUR	2.341.040	18.134	2.118.972	-8,71	-	91
Tisbury	EUR	1.467.902	-	1.392.077	-5,17	-	95
Deephaven	USD	5.728.608	6.228	6.043.762	5,61	-	106
Rockview	USD	3.155.019	89.150	2.522.822	-17,21	-	80
Harbinger	USD	2.561.636	189.218	1.916.433	-17,80	-	75
Par IV	USD	2.743.589	-	2.774.853	1,14	-	101
Canyon Value	USD	3.712.179	-	4.114.396	10,84	-	111
Bluebay	USD	1.516.239	-	1.758.201	15,96	-	116
Shepherd	USD	557.631	15.475	411.386	-23,45	-	74
Perry	USD	395.229	51.684	450.089	26,96	-	114
Groupement Financier	USD	-	8	-17.565	n.a.	-	n.a.
<b>TOTALE PORTAFOGLIO*</b>	<b>EUR</b>	<b>25.125.793</b>	<b>334.980</b>	<b>24.776.930</b>	<b>-0,06</b>	<b>-</b>	<b>98,6</b>

\* I valori in USD sono convertiti in EUR al tasso del 30.06.2016 (1,1102)

Nel corso del semestre il FIA non ha effettuato alcun rimborso parziale pro-quota. La liquidità disponibile al 30 giugno era pari a 104.680,39 Euro (24% del Nav).

Il rendimento netto nel corso del semestre è stato pari a -8,24% per entrambe le classi, mentre il rendimento dall'avvio del FIA, tenuto conto dei pagamenti effettuati a favore dei partecipanti, è pari a -1,46% per entrambe le classi.

	Patrimonio al 31.12.2008	Patrimonio al 31.12.2009	Patrimonio al 31.12.2010	Patrimonio al 31.12.2011	Patrimonio al 31.12.2012	Patrimonio al 31.12.2013	Patrimonio al 31.12.2014	Patrimonio al 31.12.2015	Patrimonio al 30.06.2016
Market Neutral SP classe A	17.059.687	5.683.724	3.617.891	1.169.624	875.569	619.100	390.446	337.055	309.288
Market Neutral SP classe B	6.936.584	2.311.041	1.471.059	475.577	356.012	251.730	158.758	137.049	125.758
<b>TOTALE</b>	<b>23.996.271</b>	<b>7.994.765</b>	<b>5.088.949</b>	<b>1.645.201</b>	<b>1.231.582</b>	<b>870.830</b>	<b>549.203</b>	<b>474.104</b>	<b>435.047</b>

	Rimborsi ai partecipanti nel corso dell'esercizio 2015	Rimborsi ai partecipanti	Rendimento al 30.06.2016	Rendimento dal 01.01.2009	% totale liquidata
Market Neutral SP classe A	63.984	16.500.702	-8,24	-1,46	96,72
Market Neutral SP classe B	26.016	6.709.298	-8,24	-1,46	96,72
<b>TOTALE</b>	<b>90.000</b>	<b>23.210.000</b>			<b>96,72</b>

Al 30 giugno 2016 gli attivi denominati in dollari americani erano integralmente coperti rispetto al rischio valutario tramite operazioni di vendita a termine.

Il patrimonio gestito al 30 giugno 2016 è pari a 309.288,49 Euro per la classe A e 125.758,40 Euro per la classe B. Il patrimonio totale come somma delle due classi è pari a 435.046,89 Euro.

Il numero delle quote in circolazione alla stessa data è 141,545656 per la classe A e 53,520883 per la classe B.

## FATTI DI RILIEVO AVVENUTI NEL CORSO DEL SEMESTRE

---

Come già riportato nessun rimborso pro quota è stato effettuato nel corso del semestre, ma la liquidità attualmente presente lascia spazio ad una prossima distribuzione. Nel corso del semestre il fondo ha registrato un'ampia svalutazione pari all'8,2% principalmente a causa della forte perdita della side pocket Rockview. Tale fondo costituisce la seconda posizione in portafoglio con un peso del 24% e nel periodo in analisi è sceso del 26%. Gli attivi sottostanti al portafoglio sono una società in procedura di fallimento (Dow Corning), un'obbligazione sul debito sovrano della Corea del Nord e un pacchetto di CDS; ad oggi il fondo ha distribuito l'80% ed il ritorno si attesta intorno al -17%. Il portafoglio attuale vede ancora come prima posizione il fondo Harbinger (51% degli attivi), che nel corso del semestre non ha effettuato alcuna distribuzione ed ha ceduto il 3,7%. Il fondo è investito in un casinò in Vietnam e in crediti vantati nei confronti del suo stesso Master Fund; la performance registrata fino ad ora è pari ad una perdita stimata del 17,8% e il livello di distribuzione è fermo al 75%.

La terza posizione è costituita da Perry (14% degli attivi), fondo che risulta investito in quote di private equity e di progetti immobiliari. Il suo rendimento è stato finora +27% e la percentuale liquidata superiore del 14% al valore a cui l'attivo è stato registrato in portafoglio al momento della costituzione della Side Pocket.

Ci sono infine tre posizioni residuali costituite da Trafalgar (5% degli attivi), Shepherd (4%) e Deephaven (2%) da cui nel periodo in analisi non sono arrivati rimborsi.

La valorizzazione dell'investimento in Groupement Financier è stata mantenuta a Euro 0,01 per quota, sia per la classe in Euro che per la classe in Usd, poiché non vi sono ad oggi fatti riconducibili alla "truffa Madoff" che possano far ritenere corretta una valorizzazione differente, nonostante l'evoluzione della situazione segnalata nelle precedenti relazioni. Ad ora rimane infatti ancora pendente il ricorso in appello di UBS avverso la sentenza di primo grado che ha espresso un giudizio favorevole a Symphonia SGR. Il procedimento sta durando più del previsto anche a causa dell'evidente intento della parte avversa di prolungare il più possibile il contenzioso. È quindi altamente improbabile che si arrivi alla conclusione del procedimento nell'anno corrente ed ora una sentenza è prevista per il 2017.

Per quanto riguarda il Fondo Vittime Madoff, Symphonia ha continuato anche nel corso di questo semestre a coadiuvare la raccolta dei documenti e le risposte alle numerose richieste del Fondo nei confronti dei clienti sottostanti. Un primo giudizio di ammissibilità dei clienti al Fondo, che garantisca loro di partecipare ad un rimborso parziale delle perdite derivanti dalla truffa perpetrata da Madoff, è previsto nel terzo trimestre di quest'anno. In caso di giudizio negativo sarà tuttavia ancora possibile presentare appello nei termini che saranno indicati dal Fondo. Il tasso di rimborso dipenderà dal numero di petizioni respinte in maniera definitiva, ma, stando alle comunicazioni del Dipartimento di Giustizia, dovrebbe attestarsi su livelli superiori al 13%. Qualora infine i clienti venissero accettati nel loro status di "vittime" riceverebbero probabilmente un rimborso su base individuale al di fuori della Side Pocket come definito dalle procedure stabilite dal Dipartimento di Giustizia americano.

Si ricorda inoltre che l'eventuale vittoria in appello nella suddetta causa contro UBS andrebbe ad abbassare anche il montante delle richieste di rimborso presentato al Fondo Vittime Madoff.

## FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE

---

Dopo la chiusura del semestre non è pervenuta alcuna distribuzione.

Le previsioni sui futuri pagamenti risultano quanto mai difficili specialmente ora che gli attivi rimasti in posizione sono quelli caratterizzati da un profilo di illiquidità maggiore. Il Consiglio di Amministrazione valuterà l'opportunità di distribuire la liquidità presente nel FIA e derivante dalla dismissione di ulteriori attività.

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30.06.2016

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	% dell'attivo	Valore complessivo	% dell'attivo
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>334.980</b>	<b>75,87</b>	<b>393.276</b>	<b>81,38</b>
<b>Strumenti finanziari non quotati</b>	<b>334.980</b>	<b>75,87</b>	<b>393.276</b>	<b>81,38</b>
A1. Partecipazioni di controllo				
A2. Partecipazioni non di controllo				
A3. Altri titoli di capitale				
A4. Titoli di debito				
A5. Parti di OICR	334.980	75,87	393.276	81,38
<b>Strumenti finanziari quotati</b>				
A6. Titoli di debito				
A7. Titoli di capitale				
A8. Parti di OICR				
<b>Strumenti finanziari derivati</b>				
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>				
B1. Immobili dati in locazione				
B2. Immobili dati in locazione finanziaria				
B3. Altri immobili				
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b>				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ</b>	<b>104.680</b>	<b>23,71</b>	<b>46.401</b>	<b>9,60</b>
F1. Liquidità disponibile	104.680	23,71	46.401	9,60
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	315.259	71,41	413.337	85,54
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-315.259	-71,41	-413.337	-85,54
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>1.833</b>	<b>0,42</b>	<b>43.557</b>	<b>9,01</b>
G1. Crediti per p.c.t. e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi				
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre	1.833	0,42	43.557	9,01
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>441.493</b>	<b>100,00</b>	<b>483.234</b>	<b>100,00</b>

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30.06.2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo		Valore complessivo	
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>				
H1. Finanziamenti ipotecari				
H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate				
H3. Altri				
<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
I1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>L. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>				
L1. Proventi da distribuire				
L2. Altri				
<b>M. ALTRE PASSIVITÀ</b>		<b>6.447</b>		<b>9.130</b>
M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		6.447		5.447
M2. Debiti di imposta				
M3. Ratei e risconti passivi				
M4. Altre				3.683
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>		<b>6.447</b>		<b>9.130</b>
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A		309.288		337.055
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE B		125.758		137.049
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE A		141,545656		141,545656
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE B		53,520883		53,520883
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE CLASSE A		2,185,079		2,381,248
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE CLASSE B		2,349,707		2,560,655
RIMBORSI O PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA CLASSE A				452,036
RIMBORSI O PROVENTI DISTRIBUITI PER QUOTA CLASSE B				486,094

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	(TOTALE)
Quote emesse	
Quote rimborsate	

## ELENCO ANALITICO STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FIA

Nella tabella sotto riportata le posizioni che prevedono diverse classi e/o serie di quote sono state accorpate.

Titolo	Valore	% su totale attività	Fondi Master/Feeder	Fondi Master	Strategia del fondo	NAV utilizzato per la valorizzazione
Harbinger Capital Partners	170.436	38,60	Feeder Fund	Harbinger Capital Partners Master Fund I Ltd	ED	Stimato
Rockview International Fund	80.301	18,19	Feeder Fund	RockView Trading Ltd	RV	Stimato
Perry Partners International Inc.	46.553	10,54	Feeder Fund	Perry Commitment Master Fund LP	ED	Definitivo
Trafalgar Catalyst Fund SPV	18.134	4,11	Master Fund		RV	Stimato
Shepherd Investments International Ltd	13.939	3,16	Feeder Fund	SF Capital Partners Ltd Starck Event Trading Ltd Centar Inv. Group (Asia) Master Starck Europe master Fund Ltd	RV	Definitivo
Deephaven Global Multi-Strategy Fund Ltd	5.610	1,27	Feeder Fund	Deephaven Market Neutral Master Fund LP	RV	Definitivo
Groupement Financier Ltd	7	0,00	Master Fund		RV	Stimato
<b>TOTALE STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>334.980</b>	<b>75,87</b>				
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>441.493</b>	<b>100,00</b>				

### LEGENDA

ED = Event Driven

RV = Relative Value





SYMPHONIA SGR- Sede legale: Via A. Gramsci, 7 - 10121 Torino  
Sede secondaria: Corso G. Matteotti, 5 - 20121 Milano - Telefono +39.02.777071 - Telefax +39.02.77707.350  
C.F. e Iscriz. Reg. Imprese di Milano 11317340153 Iscritta al n. 83 dell'albo tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 35, d. Lgs. 24.02.1998 n. 58  
Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Veneto Banca S.p.A.  
[www.symphonia.it](http://www.symphonia.it)