

FONDO ALTERNATIVO RISERVATO APERTO  
**THEMA**

# RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

## PRIMO SEMESTRE 2018

L'andamento dei mercati finanziari durante il primo semestre dell'anno è stato influenzato da numerosi fattori di politica monetaria, commerciale ed elettorale che hanno in parte bilanciato gli effetti positivi derivanti dalla dinamica favorevole della crescita economica globale e della crescita reddituale aziendale, particolarmente positiva negli Stati Uniti grazie alla riforma fiscale introdotta alla fine dello scorso anno. La politica monetaria espansiva delle principali Banche Centrali dei paesi industrializzati si sta ormai lentamente esaurendo, mentre nei paesi emergenti le numerose scadenze elettorali e la sfavorevole dinamica valutaria hanno costretto numerose Banche Centrali ad alzare i tassi d'interesse. Sul fronte commerciale, gli Stati Uniti hanno iniziato ad adottare le prime misure protezioniste previste dal programma elettorale del presidente Trump. In una prima fase sono stati introdotti dazi doganali sulle importazioni americane di acciaio e di alluminio mentre, in una seconda fase, le barriere doganali sono state applicate per un controvalore di 34 miliardi di dollari a determinate categorie di beni provenienti dalla Cina, paese con il quale gli Stati Uniti registrano il maggior deficit commerciale (375 miliardi di dollari, quasi il 70% del totale). La Cina ha reagito con misure analoghe aumentando il rischio di una guerra commerciale a livello globale che potrebbe rallentare la crescita o addirittura provocare una recessione. Sul fronte politico domestico, l'esito inconcludente delle elezioni politiche di marzo e le incertezze legate alla formazione del nuovo governo Conte, legate alle probabili iniziative fiscali espansive volute dai due partiti che lo sostengono (Movimento Cinque Stelle e Lega), hanno avuto un effetto negativo importante sui titoli di stato italiani e, in minor misura, sul mercato azionario.

In termini di crescita economica, le stime pubblicate dai principali istituti di ricerca internazionali (IMF, OCSE e World Bank) sono state positive, ma in potenziale rallentamento. Per l'IMF la crescita globale dovrebbe aumentare quest'anno del 3,9%, in miglioramento rispetto al 3,7% del 2017, ma invariata rispetto alle previsioni di aprile. Nel corso del semestre, infatti, il tasso di crescita di alcune tra le principali economie (Europa, Giappone e Gran Bretagna) sembra aver superato il suo punto di massima espansione così come il processo di crescita globale risulta meno sincronizzato tra le diverse aree geografiche. Il rischio maggiore, che potrebbe influire anche sulle prospettive di breve termine, è costituito dalle potenziali conseguenze, dirette ed indirette, della guerra commerciale intrapresa dagli Stati Uniti nei confronti dei suoi principali partner commerciali. La stima dell'IMF per la crescita americana del 2018 è pari al 2,9%, in rialzo rispetto al 2,3% del 2017 e invariata rispetto alle previsioni di aprile. Il miglioramento dipende principalmente dall'impatto positivo della riforma fiscale varata dall'amministrazione Trump, la cui introduzione dovrebbe permettere agli USA di registrare nel 2018 la crescita più elevata tra i paesi industrializzati. L'IMF è invece meno ottimista sull'Europa, le cui previsioni sono state diminuite dello 0,2% rispetto ad aprile, portandole al 2,2%, in diminuzione rispetto alla crescita del 2,4% del 2017. Per l'Italia le stime sono state diminuite dello 0,3%, all'1,2%, in diminuzione rispetto alla crescita dell'1,5% del 2017. Nei paesi emergenti le previsioni sono state mantenute inalterate, con la crescita che nel 2018 dovrebbe attestarsi al 4,9%, in miglioramento rispetto al 4,7% del 2017. Il paese con la crescita maggiore dovrebbe essere l'India, in rialzo del 7,3% mentre la crescita relativamente più debole dovrebbe registrarsi in Sud Africa, in crescita dell'1,5%. La crescita della Cina è prevista al 6,6%, invariata rispetto ad aprile e in diminuzione rispetto al 6,9% del 2017. Parallelamente è proseguito anche il miglioramento sul fronte occupazionale: il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti a maggio è ulteriormente sceso al 3,8% dal 4,1% di fine dicembre 2017. Il miglioramento è proseguito anche in Europa, dove il tasso di disoccupazione a maggio si è portato all'8,4% dall'8,7% di fine dicembre 2017.

Per quanto concerne l'inflazione, la dinamica dei prezzi al consumo è in aumento, avvicinandosi in alcuni casi, come negli Stati Uniti, ai valori desiderati dalle Banche Centrali. Per l'IMF i prezzi al consumo nel 2018 sono previsti al rialzo, sia nei paesi industrializzati, sia in quelli emergenti: + 2,2% nel 2018 (rispetto all'1,7% del 2017) per i primi e +4,4% per i secondi (+4% nel 2017). I dati riportati negli Stati Uniti hanno registrato, a maggio, un aumento annualizzato del 2,8%, in crescita rispetto al dato di fine dicembre (+2,1%), così come il dato "core", pari al 2,2%, è stato superiore al dato di fine dicembre (1,7%). In Europa la variazione annualizzata dei prezzi di maggio è stata pari all'1,9%, superiore al dato di fine dicembre (+1,4%), così come il dato "core" (+1,1%) è stato superiore al dato di fine dicembre (0,9%). In Giappone, invece, l'inflazione a maggio è stata pari allo 0,7%, in ribasso rispetto al dato di fine dicembre (1%), mentre il dato "core" è stato pari allo 0,3%, in linea col dato di dicembre. Nei Paesi emergenti il tasso d'inflazione ha avuto un andamento differenziato: in Cina e in Brasile è rimasto invariato, col dato di maggio pari all'1,8% e al 2,9%, rispettivamente, mentre in Russia e in India l'inflazione è calata rispettivamente dal 2,5% al 2,4% di maggio e dal 5,2% al 4,8% di maggio.

In tema di politiche monetarie, la FED americana, guidata dal nuovo governatore Powell, rimane l'unica tra le principali ad aver proseguito nell'implementazione di una politica monetaria moderatamente restrittiva. Nel corso del periodo considerato, infatti, ha alzato due volte il livello dei tassi d'interesse ufficiali, portandoli nell'intervallo compreso tra 1,75% e il 2%, rispetto all'1,25%-1,5% di fine dicembre. La Banca Centrale ha anche indicato, per il 2018 nel suo complesso, l'intenzione di accelerare il passo degli aumenti, portandoli dai tre complessivi previsti a quattro, con altri due rialzi rimanenti, probabilmente a settembre e a dicembre, e un livello a fine 2018 del 2,25%-2,5%, motivati da previsioni più ottimiste sulla crescita economica, sull'occupazione e sull'inflazione. In Europa la BCE ha annunciato che terminerà il programma di "Quantitative Easing" a fine dicembre 2018: nel quarto trimestre dell'anno il quantitativo di titoli riacquistati sarà dimezzato (15 miliardi) rispetto all'ammontare attuale di 30 miliardi. Il programma di reinvestimento delle cedole e dei capitali rimborsati sui titoli in scadenza proseguirà, invece, fino a quando sarà ritenuto necessario e il livello dei tassi d'interesse sarà mantenuto sui livelli attuali (-0,4%) almeno fino alla prossima estate. Nei Paesi emergenti si segnala in Russia il ribasso nel livello dei tassi d'interesse ufficiali, scesi di 0,25 punti base dal 7,75% al 7,5%, analogamente al Sud Africa, dove i tassi sono stati abbassati di 0,25 punti base e portati al 6,5%.

In Turchia, invece, il livello dei tassi d'interesse è stato aumentato in misura significativa, passando dal 12,75% precedente al 20,75% attuale, in concomitanza con l'aumento del rischio politico per le elezioni presidenziali di fine giugno, che hanno visto la riconferma del presidente uscente Erdogan, e per arginare la debolezza della valuta, che ha perso il 15% nel semestre. Anche in Argentina i tassi d'interesse sono stati aumentati, passando dal 27,25% al 40% per cercare di frenare la svalutazione del peso che, nel corso del periodo considerato, si è deprezzato del 35% circa. Alla debolezza della valuta si è poi accompagnata la debolezza dei titoli di stato argentini, che ha costretto il presidente Macri a chiedere un programma di aiuti al FMI per 50 miliardi di dollari in tre anni. Anche in India, infine, si segnala l'inatteso rialzo dei tassi da parte della Banca Centrale, con un aumento di 25 punti base al 6,25% per contrastare l'aumento dell'inflazione.

Sul fronte aziendale la stagione di pubblicazione degli utili da parte delle società americane appartenenti allo Standard & Poor's 500 per il periodo relativo al primo trimestre del 2018, è stata positiva e ha evidenziato una crescita rispetto al corrispondente periodo del 2017 del 26,4%, grazie al contributo decisivo della riforma fiscale che ha abbassato l'aliquota aziendale media dal 35% al 21%.

Il 78% delle aziende ha riportato utili superiori alle stime degli analisti, mentre il 16% ha riportato utili inferiori ad esse ed il 6% ha riportato utili in linea con le attese. In termini settoriali il rialzo maggiore è stato conseguito nei settori energetico (+73%) e tecnologico (+35%), mentre i risultati meno brillanti, ancorché positivi, sono stati registrati nei settori immobiliare (+10%) e dei consumi di base (+12%). Sulla base delle stime più recenti, per il 2018 nel suo complesso, gli utili per i titoli appartenenti all'indice S&P500 sono previsti in rialzo del 22%, su una crescita del fatturato del 7,8%. In Europa le ultime stime disponibili per il 2018 prevedono un rialzo degli utili del 4,3% per l'indice Eurostoxx50 su una crescita del fatturato pari al 3,4%. I risultati migliori sono previsti nel settore assicurativo, in rialzo del 19,6%, e nel settore petrolifero, in crescita del 40,5%, mentre i risultati peggiori sono previsti nel settore della comunicazione, dove si prevede un calo del 9,9%, e in quello automobilistico, in calo del 5,6%.

In tema di debito sovrano, si segnala il miglioramento del merito creditizio sui governativi russi da parte di Standard & Poor's (portato da BBB- a BB+ con outlook stabile),

mentre sulla Turchia si segnala la decisione dell'agenzia Moody's di tagliare il rating da Ba1 a Ba2, due gradini al di sotto del livello Investment Grade, con outlook stabile. In merito alle vicende politiche, si segnala in Italia la forte volatilità che ha interessato il mercato obbligazionario domestico nel mese di maggio, in concomitanza con il processo di formazione del nuovo governo sostenuto dalle due forze uscite vittoriose dalla consultazione elettorale di marzo: il Movimento cinque Stelle e la Lega. La prospettiva di un governo fortemente motivato a introdurre misure fiscalmente espansive (flat tax e reddito di cittadinanza), l'accento a possibili misure "non convenzionali" di riduzione del debito pubblico, attraverso il consolidamento del debito italiano detenuto dalla BCE, e l'evidente difficoltà di riconciliare le promesse elettorali con l'osservanza dei vincoli imposti all'Italia dai trattati di adesione all'euro e all'Unione Europea, hanno riaperto i riflettori sul "rischio Italia", complice anche il buon andamento che nonostante tutto aveva caratterizzato fino a maggio i mercati finanziari domestici. In questo contesto il mercato obbligazionario è quello che ha sofferto maggiormente, col rendimento del BTP decennale che è passato dai minimi di aprile dell'1,7% ai massimi di maggio del 3,1%, chiudendo il semestre con un rendimento del 2,7%. Analogamente, lo spread rispetto al Bund decennale tedesco è passato da un minimo di 113 bps a un massimo di 287 bps, chiudendo poi a fine semestre a 237 bps. Sul mercato azionario l'effetto negativo è stato minore, con l'indice FTSEMIB che chiude il semestre in ribasso dell'1,5%. In Spagna si segnala la crisi che ha investito il governo presieduto dal primo ministro Rajoy: una mozione di sfiducia per corruzione presentata dai partiti di opposizione ha ottenuto la maggioranza in Parlamento, costringendo il premier alle dimissioni. Al suo posto si è insediato il leader socialista Sanchez. Negli USA, infine, si segnala l'introduzione da parte dell'amministrazione Trump dei dazi doganali alle importazioni di acciaio e alluminio provenienti dall'Unione Europea, dal Messico e dal Canada che, a differenza di altri paesi, erano stati temporaneamente esclusi dal provvedimento. È inoltre imminente la scadenza del 6 luglio, a partire dalla quale entreranno in vigore i dazi doganali del 25% decisi dall'amministrazione americana su centinaia di prodotti industriali e tecnologici cinesi - 818 per l'esattezza, dall'auto all'elettronica, dalle attrezzature mediche alle parti destinate ad aerei - per un controvalore di 34 miliardi di dollari d'importazioni. In caso d'introduzione la Cina ha già annunciato misure ritorsive, che faranno contemporaneamente scattare altrettante sanzioni su centinaia di beni - 545 prodotti made in Usa - dai prodotti agricoli ai veicoli.

In questo quadro di riferimento, i mercati azionari mondiali hanno registrato nel semestre considerati risultati leggermente positivi. L'indice mondiale (MSCI WORLD) ha chiuso il semestre in rialzo dello 0,2% in valuta locale e del 2,2% in Euro. L'indice S&P500 americano è salito dell'1,7%, mentre sia l'EuroStoxx50 che il TOPIX giapponese sono scesi, rispettivamente del 3,1% e del 4,8%. Nei paesi emergenti l'indice mondiale (MSCI EMG MKTS) è sceso del 3,9% in valuta locale e del 5% in Euro. A livello globale, il risultato migliore è stato ottenuto dall'indice americano NASDAQ, in rialzo dell'8,8%, mentre il mercato peggiore è stato quello thailandese, con l'indice SET in ribasso del 9%.

Da un punto di vista settoriale, i risultati migliori sono stati registrati nei settori tecnologico (+9%) ed energetico (+6,6%), mentre i peggiori si sono registrati nei settori telefonico (-9,5%) e finanziario (-6,2%). L'andamento delle materie prime è stato positivo, con l'indice generale CRB in aumento del 3,4%: il rialzo maggiore ha riguardato il settore energetico (+19,7%), mentre il ribasso peggiore ha riguardato il settore dei beni agricoli "soft" (-5,9%). Il petrolio è salito del 22,7%, mentre l'oro è sceso del 4,3%. Sui mercati obbligazionari l'andamento dei titoli governativi nel corso del semestre è stato differenziato: l'indice dei Treasury americani per le scadenze comprese tra i 5 e i 10 anni è sceso dell'1,6%, con il rendimento lordo dei decennali che si è attestato alla fine del periodo al 2,9% dal 2,4% di fine 2017. Sul fronte europeo, invece, l'indice dell'area euro per le scadenze comprese tra 5 e 10 anni è salito dello 0,2%, con il rendimento del decennale tedesco che si è portato alla fine del semestre allo 0,3% dallo 0,4% di fine 2017. Sui segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario l'andamento è stato negativo: l'indice dei titoli obbligazionari societari europei Investment Grade è sceso dello 0,6%, l'indice societario europeo High Yield è sceso dell'1,7% e l'indice globale dei titoli governativi dei paesi emergenti è sceso del 5,7%. Sui mercati valutari, infine, l'euro si è generalmente svalutato nei confronti di tutte le altre valute, ad eccezione del dollaro canadese e australiano: nei confronti del dollaro americano la valuta europea è scesa del 2,8%.

## SECONDO SEMESTRE 2018

Le stime di crescita globale per il 2018, dopo un solido 2017 (+3,6%), sono positive (+3,8%) e piuttosto diffuse a livello geografico, guidate da una ripresa generalizzata degli investimenti. Nei mesi recenti si è registrata una decelerazione dell'attività al di fuori degli Stati Uniti che per ora sembra imputabile a fattori temporanei e sulla quale hanno pesato i timori di 'guerra commerciale' tra gli USA e i suoi principali partner commerciali. Tuttavia le probabilità di tale scenario, potenzialmente foriero d'impatti significativi sull'economia globale, sono basse alla luce degli obiettivi e degli interessi delle parti coinvolte. Negli USA il contesto rimane positivo per le buone condizioni del mercato del lavoro e delle condizioni finanziarie, anche prima di considerare il contributo positivo della riforma fiscale.

Nell'Area Euro la domanda interna e gli investimenti guidano la ripresa, che rimane diffusa, anche se il picco di accelerazione è ormai alle spalle. In Gran Bretagna il contesto rimane resiliente rispetto alle aspettative, anche se l'incertezza sull'esito della Brexit inizia a farsi sentire sugli investimenti e sull'immobiliare. Il Giappone beneficia del contesto globale positivo e delle ottime condizioni del mercato del lavoro. In Cina sono evidenti alcuni segnali di rallentamento, anche se finora meno marcati di quanto temuto ad inizio anno grazie al buon andamento dei consumi e ai graduali effetti delle riforme strutturali. In India la ripresa è graduale, con la scadenza elettorale del prossimo anno che potrebbe spingere il governo a manovre espansive, portando benefici di breve a scapito della dinamica dei conti pubblici. In Russia la ripresa è discreta, con il possibile passaggio di testimone dagli investimenti ai consumi come driver principale, mentre la ripresa dei consumi in Brasile potrebbe compensare il possibile rallentamento degli investimenti dovuto all'incertezza politica.

Le stime di crescita degli utili per il 2018 a livello globale sono discrete (+15,6%), con la dinamica positiva delle revisioni dovuta in gran parte agli USA (+22,3%), mentre in alcuni casi la forza delle valute (es. Euro) ha determinato lievi ridimensionamenti. La cautela degli analisti 'Bottom-up' e le attese non eccessive di crescita (+7,3% per MSCI Area Euro e +2,7% per MSCI Giappone) potrebbero indurre ulteriori rialzi delle stime, soprattutto se il contesto macroeconomico non deluderà le attese.

Per quanto riguarda l'inflazione, nei Paesi sviluppati s'intravede un recupero dei prezzi al consumo, soprattutto nei paesi dove l'output gap è più vicino all'azzeramento, come gli USA, dove la crescita dei salari e il rincaro del petrolio potrebbero indurre un rialzo maggiore delle attese.

Nella maggior parte dei Paesi emergenti, invece, l'inflazione dovrebbe essere in lieve calo o stabile, grazie a maggiori livelli di capacità inutilizzata, anche se in alcuni casi, come in Cina o nei Paesi colpiti da vistosi indebolimenti delle valute, si registrano incrementi. Le politiche monetarie si manterranno differenziate a livello geografico, con la FED progressivamente restrittiva, sia sui tassi che sugli asset di bilancio, seppur con gradualità, mentre rimarranno espansive nella generalità dei Paesi emergenti. In Europa la BCE porterà gradualmente a termine entro fine anno il Quantitative Easing mentre la BoJ dovrebbe mantenere un approccio espansivo.

Sui tassi d'interesse i recenti rialzi hanno portato i rendimenti dei governativi su livelli più coerenti con lo scenario economico. Rimane, tuttavia, spazio di rialzo ma questo dovrebbe essere contenuto per la presenza ancora importante delle Banche Centrali sul mercato secondario che sosterrà la domanda di strumenti ancora in grado di offrire rendimento.

Analizzando i possibili rischi di natura sistemica, quello di una 'guerra commerciale' su larga scala è sicuramente il principale perché in grado di penalizzare la crescita economica globale. Le tensioni geopolitiche tra USA e Corea del Nord sembrano invece in forte attenuazione dopo lo storico accordo tra le due Coree sottoscritto lo scorso 27 aprile e l'incontro tra Trump e Kim Jong Un del 12 giugno.

Le valutazioni dei principali indici azionari sono tendenzialmente allineate o inferiori alle loro medie storiche (15,1x P/E attesi a 12 mesi Indice MSCI World AC). Il mercato

USA mantiene un premio, ancorchè ridimensionato nei mesi scorsi (16,2x P/E attesi a 12 mesi Indice S&P500), in parte per una maggiore crescita degli utili, in parte per il notevole peso del settore tecnologico e dei titoli cd 'FAANG'. Tuttavia, a livello di indici non emergono differenze ancora significative tra i vari segmenti e settori: rimangono, infatti, ancora multipli interessanti sui segmenti più 'value', potenzialmente favoriti da una dinamica positiva delle revisioni degli utili e dal possibile aumento dei tassi. Da un punto di vista geografico, i mercati europei e giapponese mantengono un discreto sconto rispetto agli altri mercati (rispettivamente 13,2x e 12,8x P/E attesi a 12 mesi), così come alcuni Paesi emergenti, anche se tali differenze riflettono diversi livelli di redditività. In termini relativi, i mercati azionari evidenziano ancora una convenienza importante nei confronti dei bond, sia governativi che corporate. La correzione dei mesi scorsi sui mercati azionari ha ridotto sensibilmente la compiacenza visibile a inizio anno sui listini, così come i timori protezionistici hanno ridimensionato le aspettative di crescita economica, anche se non si sono registrati picchi di pessimismo importanti (cd 'capitulation'). Sui bond corporate i rendimenti rimangono interessanti vs i governativi in termini di 'carry', anche se difficile immaginare compressioni significative degli spread, non lontani dalla parte bassa dei range storici.

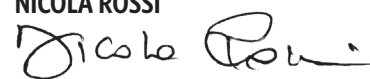
Rimane un discreto valore sul segmento dei bond subordinati del settore finanziario grazie al progressivo miglioramento dei coefficienti patrimoniali realizzato sinora e richiesto dalla normativa per i prossimi anni. I rendimenti offerti dai bond dei Paesi emergenti rimangono interessanti, sia sulle emissioni in valuta forte che in quelle locali, anche alla luce dei progressivi miglioramenti dei fondamentali.

Sul fronte della liquidità, il progressivo calo del supporto monetario delle Banche Centrali potrà impattare sulle asset class rischiose, anche se le esigenze di rifinanziamento delle aziende nei prossimi due anni non sono importanti e gli standard creditizi rimangono favorevoli.

Milano, 26 luglio 2017

*Il Presidente del Consiglio di Amministrazione*

**NICOLA ROSSI**



# RELAZIONE SULL'ANDAMENTO DEL FIA THEMA

## CONSIDERAZIONI GENERALI

---

Thema è un fondo alternativo riservato aperto, ovvero operativo sia direttamente in titoli, sia indirettamente attraverso gestori specializzati esterni o ETF. Si prefigge l'obiettivo di ottenere una graduale e costante rivalutazione pluriennale degli attivi, indipendentemente dall'andamento dei principali mercati finanziari.

L'approccio del FIA è quello di anteporre la scelta di un tema di investimento a lungo termine alla scelta dello strumento finanziario. I temi di investimento sono selezionati sulla base della loro reciproca decorrelazione e dell'analisi delle macro-tendenze dei vari settori dell'economia.

Il FIA Thema nel semestre ha avuto una performance negativa pari a -0,31%.

Nel mese di gennaio sono stati toccati nuovi massimi nei mercati azionari globali, salvo poi rintracciare i guadagni a febbraio e marzo per terminare il periodo sostanzialmente in perdita. Durante il trimestre abbiamo aumentato il peso del tema «Agricoltura», aumentando l'esposizione nei temi negli ETN che replicano l'andamento delle granaglie americane. Sempre nel Q1 abbiamo ridotto il peso dei temi: (i) «Biotech», durante il mese di gennaio abbiamo preso profitto sul titolo Amicus Therapeutics ed a seguito di un riposizionamento di portafoglio il titolo Ergomed è stato classificato sotto il tema "Diagnostic"; (ii) «Debito periferico EU sotto stress», il peso del tema è diminuito a causa della brutta performance delle banche greche. Il peso degli altri temi è rimasto sostanzialmente invariato, nonostante l'aumento di volatilità generale dei mercati.

Il secondo trimestre, è stato caratterizzato da un aprile particolarmente positivo in Europa, nei due mesi successivi però le tensioni sulla tenuta dell'Unione Europea, provocate principalmente dalla formazione del nuovo governo italiano, e le continue minacce di Trump di ulteriori dazi hanno causato una correzione delle principali borse europee. I mercati americani hanno dimostrato la loro resilienza performando in modo positivo grazie ad una buona stagione degli utili e a solidi dati macro.

Nel Q2 abbiamo rinforzato il peso dei temi (i) «Debito periferico EU sotto stress», incrementando la posizione sulle quattro principali banche greche e (ii) «Agricoltura», aumentando il peso degli ETN che replicano l'andamento dei grani.

Nello stesso periodo abbiamo ridotto il peso del tema «Dry Bulk Shipping» prendendo profitto sui titoli Golden Ocean, Diana Shipping, Safe Bulkers e Star Bulk Carriers, data l'incertezza sugli effetti delle politiche protezioniste di Trump.

Per quanto riguarda gli investimenti non riconducibili a nessun singolo tema specifico, sono stati effettuati investimenti in Cameco, società mineraria canadese, Yellow Cake e Uranium Participation Corp, veicoli d'investimento che riflettono l'andamento del prezzo dell'uranio fisico.

Gli altri temi in portafoglio, infine, hanno subito solo lievi modifiche di peso dettate soprattutto dall'andamento degli attivi sottostanti.

Nel corso del semestre il livello di cash è oscillato tra il 21% (a gennaio) ed il 7% (a maggio).

Nel corso del primo trimestre le operazioni di copertura hanno contribuito positivamente per circa l'1,6% della performance, mentre nel Q2 hanno contratto per circa lo 0,9% la performance del FIA. Nel corso del semestre il FIA Thema ha ricevuto richieste di sottoscrizione di quote per 5.256.377 Euro e richieste di rimborso di quote per complessivi 9.373.442,37 Euro. Pertanto la raccolta netta del primo semestre dell'anno ammonta a -4.117.065,37 Euro.

Il patrimonio del FIA alla data del 29/06/2018 risulta pari a 52.132.270,08 Euro, con un numero di quote in circolazione pari a 57.569.434.

## FATTI DI RILIEVO AVVENUTI NEL CORSO DEL SEMESTRE

---

Non vi sono fatti di rilievo da segnalare.

## FATTI DI RILIEVO AVVENUTI DOPO LA CHIUSURA DEL SEMESTRE

---

In ottemperanza al DL 138/2011 Symphonia ha provveduto alla determinazione della percentuale media delle posizioni presenti nel FIA Thema e detenute in (i) obbligazioni ed altri titoli di cui all'art. 31 del D.P.R. n. 601 del 29 settembre 1973 (ii) obbligazioni e titoli con regime fiscale equiparato emessi da enti sovranazionali ed (iii) emessi da stati appartenenti alla c.d. White List.

La percentuale media pari a 0% è stata rilevata sulla base degli ultimi due rendiconti disponibili, annuale e semestrale, ed è comunicata ai fini del calcolo della tassazione per tutte le transazioni la cui esecuzione ricadrà nel secondo semestre 2018.

---

(1) I dati di raccolta utilizzati considerano le sottoscrizioni il cui giorno di sottoscrizione rientra nel periodo dal 1 gennaio al 30 giugno; per i rimborsi si è tenuto conto della data di effettiva uscita dal patrimonio del FIA.

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 29.06.2018

ATTIVITÀ	Situazione al 29.06.2018		Situazione esercizio precedente	
	Valore complessivo	% del totale attività	Valore complessivo	% del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>21.982.234</b>	<b>42,00</b>	<b>23.030.198</b>	<b>40,80</b>
A1. Titoli di debito	6.022.586	11,51	451.722	0,80
A1.1 titoli di stato				
A1.2 altri	6.022.586	11,51	451.722	0,80
A2. Titoli di capitale	15.936.218	30,45	22.554.992	39,96
A3. Parti di O.I.C.R.	23.430	0,04	23.484	0,04
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>24.576.949</b>	<b>46,96</b>	<b>22.905.627</b>	<b>40,58</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	790.023	1,51		
B3. Parti di O.I.C.R.	23.786.926	45,45	22.905.627	40,58
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>686.987</b>	<b>1,31</b>	<b>164.027</b>	<b>0,29</b>
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	686.987	1,31	164.027	0,29
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 LIQUIDITÀ</b>	<b>4.834.718</b>	<b>9,24</b>	<b>8.076.769</b>	<b>14,31</b>
F1. Liquidità disponibile	6.173.538	11,80	8.094.904	14,34
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	35.646.249	68,11	39.207.664	69,46
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-36.985.069	-70,67	-39.225.799	-69,49
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>255.662</b>	<b>0,49</b>	<b>2.268.073</b>	<b>4,02</b>
G1. Ratei attivi	4.524	0,01	4.398	0,01
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	251.138	0,48	2.263.675	4,01
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>52.336.550</b>	<b>100,00</b>	<b>56.444.694</b>	<b>100,00</b>

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 29.06.2018		Situazione esercizio precedente	
	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 PARTECIPANTI</b>		<b>52.388</b>		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		52.388		
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>		<b>151.892</b>	<b>179.042</b>	
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati		151.892	179.042	
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre				17.090
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>		<b>204.280</b>	<b>179.042</b>	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO		52.132.270	56.265.652	
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE		57.569.434	61.944.400	
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE		905.554,675	908.325,075	

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL SEMESTRE	(TOTALE)
Quote emesse	5.621.686
Quote rimborsate	9.996.652

## ELENCO ANALITICO STRUMENTI FINANZIARI LONG DETENUTI DAL FIA

Titolo	Controvalore	% su totale attività	Fondi Master/Feeder	Fondi Master	Strategia del fondo	NAV utilizzato per la valorizzazione
Perceptive Life Sciences Offshore Fund Ltd	5.547.440	10,60	Feeder	PLS Master Fund	ELS	Definitivo
Broadfin Healthcare Offshore Fund Ltd	4.802.177	9,18	Feeder	Broadfin Healthcare Master Fund, Ltd.	ELS	Definitivo
ETFS Agri LN	4.015.922	7,67				
Terranum Capital Latin America Real Estate Fund I, L.P.	3.274.531	6,26	Master		REI	Stimato
Greylock Global Opportunity Fund Ltd	2.792.475	5,34	Feeder	Greylock Global Opportunity Master Fund Ltd.	RV	Definitivo
Piraeus Bank SA	2.295.184	4,39				
Doric Asia Pacific Small Cap Fund	2.190.328	4,19	Master		ELS	Definitivo
Metacapital Rising Rates Fund Ltd	2.145.233	4,10	Feeder	Metacapital Rising Rates Master Fund, Ltd	RV	Definitivo
Alpha Bank SA	2.119.193	4,05				
Eurobank Ergasias SA	2.056.040	3,93				
Paralos Fund	1.833.758	3,50	Feeder	Paralos Master Fund	RV	Definitivo
National Bank of Greece	1.790.102	3,42				
Ipath Bloomberg Grai	1.576.989	3,01				
Kernel Holding SA	1.413.061	2,70				
Imara African Opportunities Fund Ltd	1.200.985	2,29	Master		ELS	Definitivo
Mhp Sa-Gdr Reg S	1.187.839	2,27				
Adecoagro Sa	1.091.096	2,08				
Uranium Participatio	954.112	1,82				
Motif Bio Plc	913.267	1,74				
Dbv Technologies Sa	812.420	1,55				
Yellow Cake Plc/lond	790.023	1,51				
Cameco Corporation	496.976	0,95				
MHP SA 7,75% 10MG2024	429.675	0,82				
Ergomed Plc	411.984	0,79				
Electro Power Systems SA	394.945	0,75				
GS Euro Liquid Reserves IA**	23.279	0,04				
GS USD Liquid Reserves IA**	150	0,00				
<b>TOTALE STRUMENTI FINANZIARI</b>	<b>46.559.183</b>	<b>88,96</b>				
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>52.336.550</b>	<b>100,00</b>				

### LEGENDA

ELS = Equity Long Short

RV = Relative Value

REI = Real Estate Investments

\*\* Non si tratta di hedge fund



SYMPHONIASGR

**Sede legale** Via A. Gramsci 7, 10121 Torino - ITALIA | [infosgr@symphonia.it](mailto:infosgr@symphonia.it)

**Sede secondaria** Corso G. Matteotti 5, 20121 Milano - ITALIA | Telefono +39 02.777.071 Telefax+39 02.777.07.350

Capitale Sociale € 4.260.000 | C.F. e Iscriz. Reg. Imprese 11317340153 | Numero REA TO-1039779

Autorizzazione Banca d'Italia del 06/07/99 | Iscritta al n. 83 dell'albo SGR | Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Controllata al 100% dalla Capogruppo del Gruppo Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A. (iscritto all'albo dei Gruppi Bancari in data 30/09/2017 cod. n. 3043) e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Banca Intermobiliare di Investimenti e Gestioni S.p.A.

[www.symphonia.it](http://www.symphonia.it)