

Relazione Semestrale al 30 giugno 2016
del Fondo di Investimento Alternativo
Italiano Riservato Aperto
8a+ Matterhorn

Istituito e gestito da
8a+ Investimenti SGR S.p.A.

Sede sociale: Piazza Monte Grappa 4 – 21100 Varese
Capitale Sociale: Euro 1.500.000,00 interamente versato
Iscritta al Registro delle Imprese di Varese
Reg. Soc. 02933690121, Numero R.E.A 304170

Iscritta all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 35 D.Lgs. 58/98
al n. 37 della Sezione gestori di OICVM e al n. 91 della Sezione gestori FIA.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO 8a+ Matterhorn al 30 giugno 2016

CONSIDERAZIONI GENERALI

Scenario economico mondiale ed andamento dei mercati finanziari

In questi primi mesi del 2016 stiamo assistendo ad uno scenario di crescita globale nel complesso debole, che è ora attesa dal Fondo Monetario Internazionale al 3,1%, con una variazione analoga a quella del 2015, in cui era stata appunto del 3,1%. Marginalmente in correzione l'aspettativa di crescita sul 2016 rispetto all'anno precedente per le due maggiori aree economiche: gli Stati Uniti sono attesi crescere del 2,2% dal 2,4% raggiunto l'anno passato, mentre per l'Area Euro si attende l'1,6% contro l'1,7% del 2015. Per quanto concerne le economie emergenti, queste sono ora viste crescere al 4,1%, in marginale recupero dal 4% archiviato nell'anno passato. La Cina, sia pure con fatica, riesce ancora a crescere tra il 6% e il 7% (le ultime statistiche la vedono al 6,7%), mentre l'India è stabile con tassi di crescita superiori al 7% (7,4%). Ancora una volta la maggiore spinta proviene dalle economie emergenti nonostante le correzioni avvenute sui prezzi delle materie prime, su cui queste rimangono estremamente esposte, sia in termini di impatto sulle *revenue* governative che come legame di dipendenza dagli investimenti internazionali, spesso correlato a queste variabili. A completamento della rassegna riguardante le aree di crescita globale, l'Africa Sub-Sahariana è attesa crescere dell'1,6% dal 3,3% raggiunto nel 2015, per poi accelerare al 4% nel 2017. Evidente l'impatto in quest'area dell'economia nigeriana, maggiore economia continentale, che è ora in recessione e si ritiene possa decrescere nel 2016 dell'1,8%, dalla crescita del 2,7% archiviata nel 2015 precedente.

Il 2016 è stato finora guidato dalle medesime dinamiche che hanno contraddistinto l'anno passato, con le Banche Centrali che hanno perseverato nell'essere estremamente accomodanti concedendo ancora alle economie livelli di tassi estremamente bassi con casi, non così isolati, di tassi addirittura negativi. Sulla via della restrizione monetaria, solo la Federal Reserve Bank, dopo un primo rialzo dei Fed Funds effettuato lo scorso dicembre, non ha perseguito tale intendimento per il contestuale venir meno di alcuni segnali di forza della propria economia e per il presentarsi, nel semestre, di eventi potenzialmente pericolosi per la crescita globale su cui una manovra restrittiva monetaria avrebbe potuto incidere ancora più negativamente, quali il pericolo Brexit. Differentemente dallo scorso anno però, l'operato delle banche centrali sembra non essere stato sufficiente per garantire

relativa prosperità, in questo contesto che vede il continuo declino dell'idea di globalizzazione di inizio millennio, con un chiaro perdurante eccesso di debito, con la deflazione da surplus di risparmio e con l'aggiunta della compressione dei rendimenti obbligazionari, ora in gran parte negativi su buona parte della curva dei rendimenti. Quest'ultimo elemento è diretta conseguenza di tassi sempre più bassi, i cui effetti hanno coinvolto il sistema bancario evidenziando sempre più le sue vulnerabilità e le sue debolezze. Ciò si è manifestato nell'ambito dei crediti di bassa qualità, nel caso italiano, e di presenza di ampi stock di derivati di difficile valutazione, come in qualche istituto tedesco; tutto questo nell'impossibilità del sistema di essere profittevole come in passato nella sua operatività ordinaria grazie a margini sul Net Interest Income ormai molto bassi. Sempre più necessario, come era stato anche qualche anno fa in presenza di problematiche distinte, ripatrimonializzare un buon numero di istituti bancari senza che a pagare siano i risparmiatori e sempre che il legislatore non richieda al sistema, in palese difficoltà, maggiori requisiti di capitale a limitarne ulteriormente il risultato operativo, finendo poi per frenare l'erogazione del credito. A creare ulteriore incertezza sull'attuale contesto economico l'esito totalmente sorprendente, sul finire del semestre, proveniente dal referendum inglese che determinerà l'uscita della Gran Bretagna dalla UE. Vista la complessità di tale accadimento, di cui non si conoscono tempistiche o condizioni per l'eventuale uscita, è sicuramente presto per fare valutazioni sui reali effetti della decisione.

Mercati finanziari:

Obbligazionari:

Il primo semestre del 2016 ha mostrato un ulteriore calo, meno marcato rispetto allo scorso semestre, dei differenziali di rendimento tra scadenze decennali dell'area *core* e di quella periferica europea. Tali valori sono rimasti compresi tra 155 e 110 *basis point*, con ampiezza massima di periodo registrata in febbraio in presenza della correzione dei mercati e delle incertezze sul sistema bancario e, sul finire del periodo successivamente all'esito del referendum inglese. Evidentemente più bassi i rendimenti sulle scadenze decennali con quello italiano che si pone nell'intorno dell'1,25%, mentre in territorio negativo di circa 5-10 centesimi il pari scadenza tedesco. Non particolarmente differente l'andamento del Treasury decennale USA, con un rendimento vicino all'1,5% con la Banca Centrale che, a differenza di quella europea, rimane improntata alla continuazione dell'intrapreso rialzo dei tassi iniziato sul finire dello scorso anno con tempi e modalità incerti, comunque dipendenti dalla qualità dei dati macroeconomici, e ora anche dall'approssimarsi del responso delle presidenziali nel prossimo autunno. La Banca Centrale Europea, così come quella Giapponese, persevera invece su condizioni di politica economica

eccezionalmente accomodanti, considerando anche modalità non ordinarie. La BCE ha infatti approvato nel semestre ulteriori estensioni dei titoli acquistabili all'interno del piano d'acquisto annunciato (QE), prorogando il periodo di acquisti a tutto il 2017. Questo ha determinato, soprattutto nell'Area Euro, aspettative di rendimenti ancor più risibili e di ulteriore diminuzione della redditività sul comparto monetario, con rendimenti sulle scadenze inferiori ai 5 anni in territorio negativo e mettendo il settore bancario nella condizione di generare utili sempre più modesti attraverso la propria attività tradizionale.

Azionari:

Bilancio moderatamente positivo per i mercati azionari globali nel primo semestre 2016, con l'indice Msci World rappresentativo delle borse mondiali che ha registrato un incremento, includendo i dividendi pagati, dell'1,02%, con un'ampia divergenza di risultati tra le differenti aree economiche. Correzione evidente si è registrata sull'Area Euro ed una più moderata sugli altri indici regionali proprio grazie ai recuperi degli ultimi giorni del semestre. Risultati positivi per gli indici statunitensi, +3,84% lo Standard and Poor's TR, mentre ampiamente negativi quelli dei mercati europei, -10,22% il risultato dell'Eurostoxx50 TR. Ampiamente negativo anche il risultato dell'indice giapponese Nikkey che, con una perdita di oltre 17 punti percentuali è con quello Italiano (FTSEMIB -21,88%) tra i peggiori mercati. Variegata, anche se di ampiezza limitata, la performance dei listini emergenti e di frontiera. I mercati dell'area Sub-Sahariana, benché sempre interessanti dal punto di vista delle valutazioni e delle prospettive di crescita, hanno denotato incertezza, in molti casi determinata dalla flessione del prezzo delle materie prime che ha penalizzato i paesi esportatori e avvantaggiato quelli importatori delle stesse.

Evoluzioni e prospettive:

I mercati continueranno ad essere supportati dalla politica monetaria delle banche centrali, che dovranno controbilanciare, soprattutto in Europa, gli effetti derivanti dall'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea. Contestualmente, sempre in Europa, ci si augura possano diminuire la volatilità e l'incertezza sul settore bancario che dovrebbe però ancora beneficiare di un sottostante economico in lenta ma stabile crescita e di costi di regolamentazione che si auspica possano impattare meno nell'immediato futuro. Meno incerto il contesto economico americano che nelle ultime settimane di questo primo semestre 2016 ha visto migliorare il tenore dei dati macroeconomici, sempre ben accompagnati da un mercato del lavoro solido e ben impostato e dalla

consueta tenuta dei consumi. Sicuro elemento di incertezza è costituito dalle elezioni presidenziali di novembre; allo stesso modo i responsi referendari e politici in Europa nell'area periferica rendono i prossimi mesi densi di ostacoli che però, al contrario, potrebbero rivelarsi anche un elemento di sollievo per i mercati finanziari. Non è nostra intenzione minimizzare tali rischi, ma intendiamo anche evidenziare come il mondo continui a crescere in maniera sorprendentemente stabile. Anche le materie prime, grazie a copiosi tagli di capacità produttiva e alla tenuta della domanda aggregata confermano che la crescita globale è confermata, anche se su livelli inferiori rispetto agli anni precedenti, e la dinamica economica per molte aree attualmente non trainanti (Brasile e Russia) potrebbe uscire dalla fase più difficile.

POLITICHE DI GESTIONE DEL FONDO

Il fondo 8a+ Matterhorn ha realizzato nel primo semestre dell'anno una performance negativa del 26,03% in un contesto di mercati negativi: nello stesso periodo l'indice EuroStoxx50 TR ha fatto registrare una performance del -10,77%.

Il rendimento poco sopra espresso è stato ottenuto a fronte di una deviazione standard annualizzata pari al 31,69% (27,10% quella dell'indice Eurostoxx50), ed un livello di VaR medio del 9,34%, comunque compreso tra il 7,70% e l'11,03%.

Per quanto riguarda l'esposizione del fondo, il peso complessivo degli investimenti è variato da un minimo lordo del 162,5% ad un massimo del 192,2% circa, mentre al netto della vendita di strumenti derivati a copertura i valori minimi e massimi di investimento sono stati dell'89,6% e del 123,1% circa rispettivamente.

Il semestre trascorso ha fatto emergere la fragilità dei mercati europei di fronte a shock endogeni ed esogeni. Il primo trimestre è infatti stato caratterizzato da un *sell-off* sui titoli finanziari (bancari in particolare) e ciclici, trascinati al ribasso dall'emersione della problematica dei livelli di *non-performing loan* nei *book* delle banche italiane e dall'evidenza del rallentamento della crescita cinese. Il salvataggio delle 4 banche italiane nel novembre 2015 ha infatti innescato dubbi e preoccupazioni sull'applicazione del *bail-in* in Europa e ha messo in luce l'ammontare di *non-performing loan* del sistema bancario italiano (circa 360 miliardi di Euro, di cui 200 miliardi di sofferenze). Questo ha determinato un inarrestabile crollo dei bancari di tutta Europa e numerose

speculazioni sui titoli nel timore di nuove ricapitalizzazioni necessarie al rispetto dei vincoli di capitale imposti dalla BCE, potenzialmente in occasione della pubblicazione degli *stress test* in luglio. Anche la promozione del fondo Atlante in Italia, destinato all'assorbimento del problema dei crediti bancari deteriorati, ha avuto un effetto più limitato di quanto sperato, dato l'impegno finanziario assunto negli aumenti di capitale di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza, entrambi non coperti dal mercato. A poco è valso l'intervento ulteriormente accomodante della BCE, che ha messo in campo nuove misure a sostegno dei mercati e del sistema bancario con un nuovo programma di TLTRO II (Targeted Long-Term Refinancing Operations), un taglio dei tassi ed un piano di acquisti di *corporate bond* che si aggiunge a quello di *government bond* già in essere. Al contrario, la Federal Reserve Bank ha proseguito nel *tightening* della politica monetaria: nonostante nel semestre non sia stato deciso alcun rialzo dei tassi, l'attesa è per due rialzi nel 2016, avvalorati dalla stance più restrittiva assunta dalla FED e dal trend di miglioramento dell'occupazione (sotto il 5% il tasso di disoccupazione). Il mercato statunitense ha premiato tale percorso, giungendo a fine semestre vicino ai nuovi massimi assoluti nonostante si siano materializzati a fine giugno i timori di un esito referendario inglese favorevole all'uscita dall'Unione Europea. Le principali ripercussioni della cosiddetta Brexit si sono registrate sui mercati azionari ed obbligazionari europei, oltre ad essersi riflessi in un crollo di oltre il 10% della Sterlina.

Il fondo ha mantenuto un sovrappeso sul mercato domestico che è oscillato tra i 60 punti ed i 75 punti circa per l'intero periodo, beneficiando solo in termini relativi dell'esposizione alla componente *mid-small cap* per gran parte del peso sull'Italia (-14,63% FTSE Italia Mid-cap Index e -15,55% FTSE Italia Small-Cap Index), che è stata impattata in misura inferiore dalla correzione rispetto alla componente *large-cap*. In termini relativi il sovrappeso complessivamente mantenuto sui paesi *core* ha contribuito positivamente, così come il sottopeso sul mercato spagnolo, che è stato tra i peggiori di Area Euro nel semestre. Tuttavia, nonostante la sovraperformance di Francia e, in misura inferiore, Germania, lo *stock-picking* ha in parte vanificato gli effetti positivi di tale posizionamento.

Infine, la copertura in *futures* adottata è oscillata tra l'86,5% ed il 55,5% circa, chiudendo il semestre ad un livello del 79% circa in una fase di investimento azionario lordo vicino al 170%.

In termini di esposizione settoriale, nel semestre ugualmente determinante per il risultato di quella geografica, il fondo ha mantenuto un'esposizione stabilmente sovrappesata soprattutto su finanziari

e ciclici, mentre sui difensivi ha oscillato tra un lieve sovrappeso e la neutralità rispetto all'indice di mercato e sui *consumer* è stata tendenzialmente sottopesata o neutrale. L'esposizione ai ciclici è stata in media del 69% (oltre 30 punti in sovrappeso rispetto all'indice), ed ha contribuito in modo neutrale data l'esposizione sia a settori sovraperformanti (industriale soprattutto) che a settori deboli quali il chimico. Sui finanziari (in media ad un peso del 49% nel semestre, in sovrappeso di 25 punti circa), il contributo è stato decisamente negativo, data la generale sottoperformance del comparto. I difensivi hanno invece contribuito positivamente, data la quasi uniforme sovraperformance, mentre sui consumer il contributo di automobilistici e *travel&leisure* è stato negativo in termini relativi.

La componente obbligazionaria è rimasta invariata sia in termini percentuali che di composizione durante il semestre (al 10,5% circa); segnaliamo unicamente la partecipazione all'offerta di scambio sul titolo Salini Costruttori 2019 con l'emissione a scadenza 2021. Attualmente il portafoglio comprende 4 emissioni corporate: Banca Popolare di Milano, Gruppo Editoriale L'Espresso, Salini Costruttori e Tamburi.

La *performance attribution* settoriale mostra come i maggiori contributi in termini assoluti derivino da settori tecnologico, *personal goods* e farmaceutico, grazie soprattutto alla selezione dei titoli. Sul comparto finanziario invece il posizionamento su titoli italiani in particolare ha determinato gran parte della sottoperformance del fondo rispetto all'indice di mercato: bancario ed assicurativo sono infatti i peggiori contributori di periodo sia in termini assoluti che relativi. Nel dettaglio, molto negativo è stato il contributo dei bancari Banco Popolare, Societe Generale e Intesa SanPaolo, ma anche dell'assicurativo Unipol-Sai e dell'industriale Finmeccanica. Particolarmente negativo anche il contributo dei consumer (*travel&leisure*) TUI Travel e Lufthansa, penalizzati dagli attacchi terroristici degli ultimi mesi e da Brexit.

La reazione positiva dei mercati nelle sedute successive alla repentina correzione immediatamente seguita al referendum britannico ci spingono a non modificare significativamente l'impostazione per l'inizio del prossimo semestre; in vista di una possibile rotazione favorevole ai settori ciclici incrementiamo tuttavia questa componente, solo in parte a discapito dell'esposizione ai difensivi. Manteniamo complessivamente elevato il beta di portafoglio e, quanto al posizionamento geografico, confermiamo la presenza sul mercato italiano, valutando positivamente la ripresa di forza relativa dopo la forte sottoperformance che potrebbe, almeno parzialmente, rientrare.

Da un punto di vista della raccolta sono state registrate sottoscrizioni nette per 2,97 quote; il patrimonio, per effetto delle performance di periodo e delle sottoscrizioni, si è ridotto di 1,66 milioni di Euro.

* * *

Come prescritto dalle vigenti normative di vigilanza in materia di fondi comuni, si riportano di seguito la situazione patrimoniale al 30 giugno 2016.

8a+ Investimenti SGR S.p.A.

Varese, 28 luglio 2016

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2016		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	21.165.852	94,28%	24.478.036	96,18%
A1. Titoli di debito	1.339.488	5,97%	1.310.664	5,15%
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri	1.339.488	5,97%	1.310.664	5,15%
A2. Titoli di capitale	19.826.364	88,31%	23.167.372	91,03%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	922.082	4,11%	901.036	3,54%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	922.082	4,11%	901.036	3,54%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	351.071	1,56%	40.140	0,16%
F1. Liquidità disponibile	24.238	0,11%	34.589	0,14%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	1.188.932	5,30%	7.051	0,03%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-862.099	-3,84%	-1.500	-0,01%
G. ALTRE ATTIVITA'	11.469	0,05%	31.732	0,12%
G1. Ratei attivi	11.469	0,05%	31.732	0,12%
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	22.450.474	100,00%	25.450.944	100,00%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2016	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	10.815.879	12.483.174
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		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	52.102	48.355
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	49.144	48.355
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	2.958	
TOTALE PASSIVITA'	10.867.981	12.531.529
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	11.582.493	12.919.415
Numero delle quote in circolazione	16,960231	13,993366
Valore unitario delle quote	682.920,724	923.252,839

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	3,647814
Quote rimborsate	0,680949

**PROSPETTO DI DETTAGLIO DEI PRINCIPALI TITOLI
IN PORTAFOGLIO**

**Si riporta l'elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti nel portafoglio del fondo
(i primi 50 o comunque tutti quelli che superano lo 0,5% delle attività del fondo)**

8a+ Matterhorn			
N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	ENEL SpA	835.800	3,72%
2	Total SA	650.700	2,90%
3	Danone SA	634.100	2,82%
4	E.ON SE	631.820	2,81%
5	Bayer AG REG	630.000	2,81%
6	Immobiliare Grande Distribuzione	623.900	2,78%
7	Vodafone Group Plc	605.965	2,70%
8	Banco Popolare	600.320	2,67%
9	Orange	586.200	2,61%
10	Schneider Electric	583.660	2,60%
11	Credit Agricole	567.000	2,53%
12	Nexans SA	566.175	2,52%
13	ING Groep NV	550.740	2,45%
14	Lanxess AG	549.920	2,45%
15	Generali	527.500	2,35%
16	Sanofi SA	524.440	2,34%
17	Allianz SE-Reg	511.200	2,28%
18	Vivendi SA	507.000	2,26%
19	Danieli SpA Rnc	499.600	2,23%
20	Scor Regroupe	482.850	2,15%
21	Bouygues SA	466.740	2,08%
22	Osram Licht Ag	465.400	2,07%
23	Cie de Saint-Gobain	463.793	2,07%
24	Reply SpA	460.000	2,05%
25	Maire Tecnimont Spa	452.400	2,02%
26	Thyssenkrupp AG	450.250	2,01%
27	Beni Stabili SpA IM	445.200	1,98%
28	Zignago Vetro SpA	438.400	1,95%
29	Banca Pop. di Milano 4,25% 30 gennaio 2019	427.776	1,91%
30	Cattolica Assicurazi	425.250	1,89%
31	BNP Paribas FP	417.428	1,86%
32	UnipolSai SpA Ord	404.100	1,80%
33	Dialog Semiconductor	402.150	1,79%
34	Salini Impregilo SpA	380.700	1,70%
5	Espresso convertibile 2,625% aprile 2019	377.776	1,68%
36	K+S AG Reg	366.900	1,63%
37	TUI AG	355.950	1,59%
38	Intesa San Paolo Ord	340.400	1,52%
39	Salini Impregilo 3,75% gennaio 2021	335.412	1,49%
40	Natixis	306.810	1,37%
41	SOGEFI SpA	289.844	1,29%
42	Fiat Chrysler Auto N	247.275	1,10%
43	Deutsche Lufthansa-R	236.925	1,06%
44	Tamburi 4,75% aprile 2020	198.524	0,88%
45	Cover 50 SpA	180.000	0,80%
46	Notorius Pictures Sp	161.560	0,72%
	Tot. Strumenti Finanziari	21.165.852	94,28%
	Totale Attività	22.450.474	100%