

Relazione Semestrale al 30 giugno 2017  
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 2017

### CONSIDERAZIONI GENERALI

#### Scenario economico mondiale ed andamento dei mercati finanziari

Il primo semestre del 2017 ha evidenziato una crescita economica complessivamente omogenea e moderata supportata, ancora una volta, dall'azione delle banche centrali. Benché l'azione di fondo sia stata accomodante, le differenti banche centrali hanno, in questi mesi, apportato delle variazioni alla propria azione alleggerendo o confermando gli ampi stimoli sull'economia. Le attese di crescita globale per l'anno in corso sono state complessivamente riviste in miglioramento, nell'ultimo recente aggiornamento del Fondo Monetario Internazionale, con una attesa che oggi si pone al 3,5% per il 2017 e al 3,6% per il 2018. Mentre per gli Stati Uniti le attese hanno subito lievi correzioni, attualmente al 2,1% per l'anno in corso e per il prossimo, con aggiustamenti dello 0,2% e 0,4% rispettivamente, l'area che ha registrato i maggiori interventi in miglioramento è stata quella europea con interventi dell'IMF su Germania (+0,2% e +0,1% nel 2017 e 2018), Francia (+0,1% e +0,1%), Italia (+1,3% atteso per il 2017, con variazioni a +0,5% e +0,2%) e Spagna (+0,5% e +0,3%) e con una crescita dell'Area aumentata dello 0,2% all'1,9% per l'anno in corso e all'1,7% (+0,1%) per il 2018.

La Federal Reserve Bank, che dal 2015 sta attuando una politica monetaria di rientro dagli stimoli, ha alzato in ben due occasioni il livello dei FED Funds portandoli all'1,25%, confidando nella forza della propria economia, sospinta dal brillante stato di salute del mercato immobiliare e dalla solidità del mercato del lavoro su tassi da piena occupazione. Nel corso del semestre la Presidente Yellen ha tuttavia ridimensionato le attese di rialzo dei tassi sui quali oggi, in presenza di una politica definita neutrale, si stima un solo rialzo di 25 bps a fine 2017, in attesa di meglio comprendere il contesto attuale e gli effetti della nuova presidenza Trump. La Banca Centrale Europea, la cui politica è rimasta immutata con tassi prossimi allo zero e acquisti mensili pari a 60 miliardi di Euro, inizia ad interrogarsi sui tempi di allentamento degli stimoli grazie a incoraggianti segnali di miglioramento della crescita economica. Ancora una volta di proporzioni maggiori gli stimoli monetari giapponesi con la banca centrale pronta a varare nuove azioni straordinarie di supporto alla crescita.

In Area Euro il contesto di generale miglioramento ha visto anche paesi quali Italia e Francia imprimere evidenti accelerazioni alla crescita avvicinandosi a quella tedesca, sempre la più robusta

dell'Area insieme a quella spagnola. Il contesto politico ha certamente assunto il ruolo di disturbatore delle dinamiche dei mercati finanziari, con le scadenze elettorali olandesi e soprattutto francesi a riportare alla mente timori sulla coesione dell'Unione Europea, salvo non trovare conferma nei risultati elettorali. All'interno dello scenario attuale dobbiamo evidenziare l'aumento di fiducia riposto sul settore bancario grazie ad attese di rendimenti crescenti e all'impatto degli stessi sui margini d'interesse e quindi sulla redditività dell'attività ordinaria delle banche, azzerata o quasi negli ultimi anni. Considerazione a parte merita il settore bancario domestico, appesantito negli ultimi semestri dalla mole dei crediti deteriorati, ora in calo grazie alle cessioni effettuate dagli istituti e al ritorno *in bonis* di una parte di questi. Effetto positivo è lecito attendersi anche dalla soluzione trovata alle situazioni problematiche delle banche venete e della Banca del Monte dei Paschi di Siena, che grazie all'intervento governativo unito a quello privato sembra possa avvicinarsi ad una soluzione definitiva che elimini il maggior freno all'investimento nel settore finanziario italiano.

## **Mercati finanziari:**

### ***Obbligazionari:***

Il primo semestre 2017 ha evidenziato una situazione in cui i differenziali sui decennali di paese sono rimasti tendenzialmente stabili e compresi tra un massimo di 210 ed un minimo di 155 (per l'Italia), valore quest'ultimo che ha coinciso con l'inizio e la fine periodo. Ben inferiore il differenziale spagnolo relativamente al pari scadenza tedesco: questo ha infatti oscillato in un *range* più ristretto e compreso tra 100 e 155 punti, con il minimo anche in questo caso relativo alla fine periodo. Il valore massimo dei differenziali ha coinciso con il mese di aprile, poco prima del risultato elettorale francese, periodo in cui i mercati hanno temuto l'insorgere in Europa di forze antieuropeiste e l'aumentare dei rischi sul debito dei paesi più deboli. Dicotomico, tra Europa e Stati Uniti, l'andamento del rendimento decennale, in crescita nel vecchio continente dallo 0,20% di gennaio allo 0,50% attuale (il decennale tedesco), mentre in decrescita per il Treasury USA, dal 2,5% al 2,35% attuale. La spiegazione di tale andamento è insita nella variazione delle aspettative associate alle differenti politiche monetarie, meno aggressiva per la FED che sembra oggi maggiormente neutrale con un possibile rialzo solo a fine 2017 e meno accomodante per la BCE che, grazie ad una crescita più sostenuta, potrebbe rimuovere, o più facilmente ridurre gli acquisti mensili oltre la scadenza di dicembre 2017, ora pari a 60 miliardi di Euro. Il posizionamento sulla componente obbligazionaria governativa rimane caratterizzato da aspettative di rischio-rendimento asimmetriche con le emissioni fino a scadenze medie con rendimenti negativi o nulli e rendimenti

positivi solo sulle scadenze pari o superiori ai 5 anni (fino a un paio di mesi fa anche i quinquennali avevano rendimenti negativi), rendendo sempre più problematica la gestione della liquidità e dei rischi legati a possibili inversioni del trend in essere con conseguenti potenziali perdite su gran parte della curva.

### ***Azionari:***

Bilancio moderatamente positivo per i mercati azionari globali nel primo semestre 2017, con l'indice MSCI World rappresentativo delle borse mondiali che ha registrato un incremento, includendo i dividendi pagati, del 10,89%. Analogo andamento per i listini di Area Euro, con l'indice Eurostoxx50 TR positivo del 6,71%; la performance dell'indice statunitense più rappresentativo, l'S&P 500, è stata del +9,34%, mentre in area asiatica del 4,81% per il giapponese Nikkei 225 e di oltre il 25% per l'indice composito MSCI Asia Apex 50 (in USD). Anche i mercati sudamericani hanno chiuso il semestre in positivo, nonostante la difficile situazione politica in Brasile ed in Venezuela abbiano spaventato gli investitori. Variegato, spesso positivo ma da accostare attentamente all'andamento della divisa di denominazione, il risultato degli indici di frontiera e dell'area Sub-Sahariana in particolare, che mantengono valutazioni interessanti e buone prospettive di crescita pur denotando la presenza di vari ed ampi rischi strutturali la cui genesi spesso trova fondamento nella debolezza dei prezzi delle materie prime energetiche e nella mancanza di un serio progetto di crescita nelle infrastrutture di base.

### **Evoluzioni e prospettive:**

I mercati continueranno a beneficiare del supporto delle Banche Centrali benché questo sia oggi inferiore, nel caso americano, allo scorso semestre, e possa essere presto ridotto in termini di portata degli acquisti mensili da dicembre 2017 da parte della Banca Centrale Europea, o ancora estremamente espansivo da della Banca del Giappone. Il contesto economico rimane nel complesso positivo con una crescita europea sempre più sostenibile, al netto di potenziali shock endogeni provenienti da materie prime o cambio; quello americano potrebbe ritrovare un parziale vigore dopo un rallentamento avvenuto nell'ultimo trimestre senza contare sulla possibilità, oggi poco scontata, di una nuova riforma fiscale data per certa ad inizio anno. Gli elementi di incertezza sono di carattere politico, con scadenze elettorali in Area Euro soprattutto (anche se l'evento più incerto, quello italiano, dovrebbe ragionevolmente posizionarsi alla naturale scadenza nel 2018), ma anche di carattere geopolitico, legati al terrorismo e alle problematiche soprattutto europee determinate dal pericoloso flusso di migranti provenienti dalle aree africane o di guerra. In ultimo, ulteriori

incertezze sono legate ai prezzi delle materie prime con effetti sull'inflazione, il tutto in presenza di una volatilità sui livelli più bassi di sempre, considerata un ulteriore campanello di allarme.

## **POLITICHE DI GESTIONE DEL FONDO**

Il fondo 8a+ Matterhorn ha realizzato nel primo semestre dell'anno una performance del 16,18% in un contesto di mercati positivi: nello stesso periodo l'indice EuroStoxx50 TR ha fatto registrare una performance del 6,71%.

Il rendimento poco sopra espresso è stato ottenuto a fronte di una deviazione standard annualizzata pari al 12,43% (9,15% quella dell'indice Eurostoxx50).

Per quanto riguarda l'esposizione del fondo, il peso complessivo degli investimenti è variato da un minimo lordo del 160,5% ad un massimo del 191,7% circa, mentre al netto della vendita di strumenti derivati a copertura i valori minimi e massimi di investimento sono stati dell'84,5% e del 118,3% circa rispettivamente.

Nel semestre appena trascorso il ruolo di *driver* dei mercati è stato rivestito dalla politica, soprattutto europea: il 2017 è infatti iniziato con le dichiarazioni di intenti della Premier britannica May su Brexit, mentre tornate elettorali sono poi seguite in Olanda, Francia, nella stessa Gran Bretagna e localmente anche in Italia. Il rischio politico percepito è molto variato nel corso del semestre, dettando le dinamiche del mercato che, dopo un primo trimestre sostanzialmente invariato in attesa di dettagli su Brexit, ha iniziato a scontare una sconfitta dei partiti anti-europeisti e dunque a recuperare terreno da inizio anno, chiudendo tuttavia il periodo di oltre 5 punti percentuali sotto i massimi del semestre (raggiunti tra aprile e maggio). Se in Francia l'attesa per quella che sarebbe stata una vittoria schiacciante di Macron alle presidenziali (e la successiva conferma alle parlamentari) sono valse il forte rialzo di aprile, avendo confinato il Front Nationale di Marine Le Pen a meno di 10 seggi, non così il risultato delle amministrative in Italia, che pur ha visto ridursi il consenso per il Movimento 5 Stelle, mettendo tuttavia in dubbio la tenuta del Partito Democratico. La mancata approvazione della legge elettorale ha poi ulteriormente indebolito il partito di Governo, pur riducendo il rischio di elezioni a settembre. Infine, la scelta avventata della May di ricorrere ad elezioni anticipate a giugno per raccogliere un maggiore consenso intorno alla propria

strategia di uscita dall'Unione Europea è costata alla Premier alcuni seggi, indebolendone la posizione ed eventualmente il potere negoziale in sede europea.

Negli USA l'insediamento di Trump, atteso come elemento di rottura e dagli effetti potenzialmente positivi per il quadro economico domestico (per l'afflato protezionistico che ha ispirato dichiarazioni favorevoli alla riduzione della tassazione per le aziende operanti in territorio statunitense e la penalizzazione degli importatori), non ha finora portato i benefici sperati: se internamente il supporto politico necessario a far passare riforme chiave per implementare il programma elettorale è venuto a mancare, molte sono state le occasioni di scontro aperto anche in politica estera.

La grande assente del semestre è stata la politica monetaria che, sia in Europa che negli USA, è rimasta in attesa di un più chiaro sviluppo delle dinamiche economiche interne, mantenendo un tono ambiguo in entrambi i casi, pur con impostazioni di fondo opposte: in fase restrittiva la FED e ancora in chiaro clima accomodante la BCE.

Il fondo ha mantenuto un sovrappeso sul mercato domestico che è oscillato tra i 50 punti ed i 65 punti circa per l'intero periodo, beneficiando non solo della sovraperformance del listino *large-cap*, ma anche e soprattutto della componente *mid-small cap* grazie allo sviluppo dei prodotti PIR (Piani Individuali di Risparmio) sul mercato italiano (23,44% FTSE Italia *Mid-cap* Index e 24,00% FTSE Italia *Small-Cap* Index). Sempre in termini relativi, abbiamo mantenuto un sottopeso (più pronunciato nella parte finale del periodo) sul mercato tedesco, mentre sulla Francia si è in media avuto un approccio bilanciato. In sottopeso marcato la Spagna, che è stata in molte occasioni del tutto assente, nonostante le buone performance di periodo. Il contributo differenziale del posizionamento settoriale è stato positivo, soprattutto in ragione del forte sovrappeso sul mercato domestico in tutte le sue componenti, ma anche per il sottopeso sul mercato tedesco che, nonostante non abbia nel complesso sottoperformato rispetto alla media di Area Euro, ha performato meno dei mercati periferici.

Infine, la copertura in futures adottata è oscillata tra l'86,1% ed il 56,9% circa, chiudendo il semestre ad un livello lievemente inferiore all'80% in una fase di investimento azionario lordo vicino al 160%.

In termini di esposizione settoriale, nel semestre ugualmente determinante per il risultato rispetto a quella geografica, il fondo ha mantenuto un'esposizione stabilmente sovrappesata soprattutto su finanziari e ciclici, mentre sui difensivi e sui consumer ha adottato un approccio neutrale rispetto

all'indice di mercato. L'esposizione ai ciclici è stata in media del 75% (circa 40 punti in sovrappeso rispetto all'indice), ed ha contribuito nel complesso positivamente data l'esposizione più elevata a settori sovraperformanti (tecnologici, industriali e costruzioni) che a settori deboli quali petrolifero e materie prime, in molte occasioni del tutto assenti. Sui finanziari (in media ad un peso del 46,3% nel semestre, in sovrappeso di oltre 20 punti), il contributo è stato decisamente positivo, data la forte sovraperformance del settore bancario, al quale il fondo è stato particolarmente esposto. Il contributo di difensivi e consumer è stato invece nel complesso neutrale, dato il peso non sovrappesato né sottopesato attribuito agli stessi.

La componente obbligazionaria è rimasta invariata sia in termini percentuali che di composizione durante il semestre (all'8,3% circa a fine periodo). 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 dai settori industriale, bancario e tecnologico, sia grazie alla selezione dei titoli che all'asset allocation. Sui comparti difensivo e consumer invece il posizionamento su settori sottoperformanti quali automobilistico, *retail* e *food&beverage* ha determinato un contributo negativo rispetto all'indice di mercato. Nel dettaglio, molto positivo è stato il contributo dei ciclici Maire Tecnimont e Reply, ma anche di Lufthansa e Banco BPM. Negativo invece il contributo dei ciclici Bilfinger e Saipem, oltre all'automobilistico Valeo.

La tenuta da parte dei mercati dei livelli di fine semestre ci spinge a non modificare significativamente l'impostazione per l'inizio del prossimo semestre; in vista di una possibile rotazione favorevole ai settori difensivi abbiamo incrementato tuttavia questa componente, solo in parte a discapito dell'esposizione ai finanziari. Manteniamo complessivamente elevato il beta di portafoglio e, quanto al posizionamento geografico, confermiamo la rilevante presenza sul mercato italiano, che, insieme a quello spagnolo il cui peso abbiamo recentemente incrementato, si conferma sovraperformante rispetto all'indice di Area.



Da un punto di vista della raccolta sono state registrate sottoscrizioni nette per 0,35 quote; il patrimonio, per effetto delle performance di periodo e delle sottoscrizioni, è salito di 2,01 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 2017.

**8a+ Investimenti SGR S.p.A.**

Varese, 27 luglio 2017

**SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2017		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>26.869.560</b>	<b>93,12%</b>	<b>26.389.006</b>	<b>96,46%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>1.378.031</b>	<b>4,78%</b>	<b>1.352.974</b>	<b>4,95%</b>
<b>A1.1</b> titoli di Stato				
<b>A1.2</b> altri	1.378.031	4,78%	1.352.974	4,95%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	<b>25.491.529</b>	<b>88,34%</b>	<b>25.036.032</b>	<b>91,52%</b>
<b>A3. Parti di OICR</b>				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
<b>B1. Titoli di debito</b>				
<b>B2. Titoli di capitale</b>				
<b>B3. Parti di OICR</b>				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.126.824</b>	<b>3,91%</b>	<b>867.728</b>	<b>3,17%</b>
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.126.824	3,91%	867.728	3,17%
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
<b>D1.</b> A vista				
<b>D2.</b> Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>847.456</b>	<b>2,94%</b>	<b>56.399</b>	<b>0,21%</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	63.155	0,22%	43.603	0,16%
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	1.670.066	5,79%	596.787	2,18%
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-885.765	-3,07%	-583.991	-2,13%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>11.442</b>	<b>0,04%</b>	<b>43.427</b>	<b>0,16%</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	11.442	0,04%	30.574	0,11%
<b>G2.</b> Risparmio di imposta				
<b>G3.</b> Altre			12.853	0,05%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>28.855.282</b>	<b>100,00%</b>	<b>27.356.560</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2017	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>12.274.219</b>	<b>12.788.349</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>		
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati		
<b>M2.</b> Proventi da distribuire		
<b>M3.</b> Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>46.979</b>	<b>47.983</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	46.979	47.983
<b>N2.</b> Debiti di imposta		
<b>N3.</b> Altre		
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>12.321.198</b>	<b>12.836.332</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>16.534.084</b>	<b>14.520.228</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>17,298655</b>	<b>17,649013</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>955.801,712</b>	<b>822.721,793</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	-
Quote rimborsate	0,350358

**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)**

<b>8a+ Matterhorn</b>			
<b>N.</b>	<b>Denominazione titolo</b>	<b>Valore</b>	<b>Percentuale</b>
1	Mediobanca	864.000	2,99%
2	Commerzbank AG	834.400	2,89%
3	UniCredit SpA	817.500	2,83%
4	Maire Tecnimont Spa	813.600	2,82%
5	Lanxess AG	795.480	2,76%
6	Unione Banche Ita	794.069	2,75%
7	Openjobmetis Spa	789.000	2,73%
8	RWE AG (DE)	785.025	2,72%
9	Total SA (FP)	779.130	2,70%
10	Akzo Nobel NV	760.900	2,64%
11	Adidas AG	754.875	2,62%
12	Sanofi SA (FP)	753.840	2,61%
13	Societe Generale FP	753.760	2,61%
14	Nokia Oyj (FH)	749.700	2,60%
15	Koninklijke Phili NL	746.280	2,59%
16	Bayer AG REG (GR)	735.800	2,55%
17	Beni Stabili SpA IM	726.800	2,52%
18	Salini Impregilo SpA	696.900	2,42%
19	BNP Paribas FP	693.660	2,40%
20	Cairo Comm SpA	690.480	2,39%
21	Allianz SE-Reg (DE)	689.600	2,39%
22	Telefonica SA (ES)	677.850	2,35%
23	Anheuser-Busch InBev	676.970	2,35%
24	Nexans SA	670.600	2,32%
25	Bouygues SA	664.560	2,30%
26	Gemalto	656.875	2,28%
27	Immobiliare Grande D	655.350	2,27%
28	Reply SpA	647.200	2,24%
29	Cie de Saint-Gobain	631.530	2,19%
30	Danieli SpA Rnc	627.200	2,17%
31	Scor Regroupe	624.780	2,17%
32	Bilfinger SE	617.400	2,14%
33	SAES Getters Ord	588.137	2,04%
34	Telecom Italia SpA	480.760	1,67%
5	Reno De Medici Ord	463.060	1,60%
36	bpmi 4,25% 30GE19	419.116	1,45%
37	ES cv 2,625% AP2019	400.676	1,39%
38	Fiat Chrysler Auto N	392.284	1,36%
39	IMPG 3,75% 24GN2021	358.883	1,24%
40	Cover 50 SpA	207.900	0,72%
41	TIPI 4,75% 14AP2020	199.356	0,69%
42	Notorius Pictures Sp	184.274	0,64%
	<b>Tot. Strumenti Finanziari</b>	<b>26.869.560</b>	<b>93,12%</b>
	<b>Totale Attività</b>	<b>28.855.282</b>	<b>100%</b>