

Relazione Semestrale al 28 giugno 2019
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 28 giugno 2019

CONSIDERAZIONI GENERALI

Scenario economico mondiale ed andamento dei mercati finanziari

Il primo semestre 2019 ha evidenziato un moderato rallentamento della crescita globale. Le recenti revisioni del Fondo Monetario Internazionale prevedono per il 2019 una crescita globale del 3,3% con un'accelerazione al 3,6% per il 2020 ed uno spaccato contributivo che evidenzia un +1,8% per le economie avanzate ed un +4,4% per quelle emergenti. Il 2019, nato in discontinuità con il 2018 e con la violenta correzione dei mercati che ha determinato sul finire dello scorso anno repentini flussi in uscita dagli investimenti finanziari causati dall'incertezza economica di una guerra commerciale tra USA e Cina, si caratterizza per il rientro in gioco da protagonisti delle banche centrali, con una politica economica che all'unisono torna ad essere accomodante. Il 2019 segna anche la fine del ciclo di rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve Bank, iniziato nel 2015, ed il ritorno sul mercato del programma T-LTRO (Targeted-Long Term Refinancing Operations) annunciato da parte della Banca Centrale Europea e operativo da settembre, con l'obiettivo di concedere nuova liquidità agli istituti bancari e di trasmetterla all'economia sotto forma di nuovo credito alle imprese. Improbabile ora immaginare prossima una fase di normalizzazione dei tassi che lo scorso anno ritenevamo imminente, con rendimenti relativi ai decennali tedeschi vicini al -0,40% e rendimento dell'analogo strumento statunitense sceso a circa il 2% dal 3,2% registrato nell'autunno scorso. Nessun segnale di pressioni inflazionistiche all'orizzonte neppure in territorio americano, pur in presenza di un tasso di disoccupazione al 3,6%, il più basso dalla grande guerra. La crescita statunitense, benché ancora moderata, sta perdendo vigore nonostante l'originalità campanilista dell'operato dell'amministrazione Trump, che si attende un prodotto interno lordo in crescita nel 2019 del 2,3% e dell'1,9% nel 2020, pur con molti elementi di rischio all'orizzonte capaci di indebolire ulteriormente tali previsioni, come evidenziato da Powell nella riunione del FOMC di giugno. In Europa la compressione dei tassi di crescita all'1,3% quest'anno e all'1,5% il prossimo ed i timori dell'imposizione di dazi soprattutto sul settore automobilistico, già indebolito dalla nuova normativa sulle emissioni e dagli investimenti sull'elettrico, hanno inciso violentemente sul settore manifatturiero ed in particolare sull'economia tedesca, che sembra aver smarrito il proprio ruolo di locomotiva d'Europa. Proprio tale debolezza ha spinto la Banca Centrale Europea ed il suo Presidente Draghi, prossimo alla scadenza del mandato al termine del quale prenderà il suo

posto la francese Lagarde, a riproporre il T-LTRO, alla sua terza edizione, con l'obiettivo primario di supportare l'economia e indirizzare le dinamiche dei prezzi al consumo, ben lontani oggi dal target del 2% di crescita. Difficoltà non irrilevanti hanno riguardato il Governo italiano, sempre più a trazione leghista soprattutto dopo il risultato elettorale delle europee, alle prese con una scomoda procedura di infrazione per debito eccessivo scongiurata nel mese di giugno grazie all'operato congiunto del ministro Tria e del Premier Conte. Grazie all'iniziativa della Banca Centrale Europea e solo in parte all'operato del Governo italiano, lo spread Italia-Germania chiude il semestre vicino ai 240 bps, minimi da settembre 2018, con la possibilità che si comprima ulteriormente per il ridursi del gap valutativo in essere tra il listino domestico e gli altri continentali.

Mercati finanziari:

Obbligazionari:

Il primo semestre 2019 ha riproposto l'interesse per l'investimento obbligazionario che nel corso dell'anno passato si era in gran parte ridimensionato a causa dei timori generati dall'imminente normalizzazione dei tassi e delle potenziali perdite in conto capitale. I ritorni sugli asset obbligazionari generati da una discesa corale dei rendimenti in Europa come negli Stati Uniti sono stati quest'anno interessanti, con un rendimento sul decennale tedesco passato da 20 bps agli attuali livelli prossimi a -40 bps e con quelli sull'analoga scadenza a stelle e strisce tornati al 2% dal 3,2% solo nell'autunno scorso. L'attesa dei mercati è ora per un taglio dei tassi di 25 bps da parte della Federal Reserve Bank dopo quattro anni di rialzi, nonostante le maggiori case di investimento solo a dicembre pronosticassero tra 2 e 4 aumenti dei tassi per il 2019.

La correzione registrata dai rendimenti lungo l'intera curva e le tensioni tra il Governo italiano e l'Europa per una procedura di infrazione sul debito poi scongiurata hanno portato volatilità sul differenziale del rendimento delle scadenze decennali italiana e tedesca, che nel periodo ha visto un massimo di 280 bps, toccato in 2 occasioni a marzo e giugno, per poi concludere il semestre a 234 bps e scendere ancora nelle giornate successive. L'annuncio e la prossima riedizione da parte di Draghi del T-LTRO continuerà a tenere alta l'attenzione sul debito periferico, soprattutto domestico, che rimane ora tra i pochi (*investment grade*) a fornire rendimento sulle scadenze superiori a 4 anni, a fronte dello 0,30% garantito dal *government* tedesco ma solo sulla scadenza trentennale. Sembra quindi ora più lontana la preoccupazione dello scorso anno per il Governo italiano circa i potenziali sottoscrittori del debito di nuova emissione nonostante la difficoltà, sempre più evidente per il nostro paese, di trovare appoggi a livello internazionale anche alla luce dei risultati delle europee di questa primavera.

Azionari:

Il rientro della volatilità sui livelli minimi registrati nel 2018 fino al repentino aumento di settembre e di fine 2019 ha determinato ritorni estremamente brillanti sui listini internazionali. L'indice MSCI World rappresentativo delle borse mondiali ha registrato un incremento, includendo i dividendi pagati, del 17,82%; simile l'andamento per i listini di Area Euro il cui indice principale, l'Eurostoxx 50 TR è risultato positivo del 18,91%, mentre la performance dell'indice statunitense Standard&Poor's 500 è stata del 19,56% e del 6,30% quella del giapponese Nikkei 225. Tendenzialmente positivo, in valuta locale, il risultato degli indici delle economie emergenti le quali, benché ad elevato potenziale di espansione economica, rimangono altamente sensibili al flusso di notizie legate al processo di definizione dei rapporti commerciali tra Cina e Stati Uniti. Il listino di Shanghai ha registrato nel primo semestre un risultato positivo del 27,07%, più brillante dei mercati dei paesi maggiormente sviluppati. A guidare le performance dei mercati Area Euro a livello settoriale ancora una volta, come nel 2018, i titoli appartenenti al settore *personal&household goods*, seguiti dal *food&beverage* e dal tecnologico, mentre deludenti i bancari (che risentono di tassi sempre più contenuti che incidono sul business tradizionale) e i titoli legati alle materie prime. Comportamento altalenante per il settore automobilistico che, nonostante le basse valutazioni, soffre l'attuale tensione legata alle politiche commerciali e l'aumento degli investimenti legati allo sviluppo delle auto elettriche e alle normative sulle emissioni.

Evoluzioni e prospettive:

In questo primo semestre del 2019 l'atteggiamento delle banche centrali è divenuto coralmemente accomodante supportando i listini e fungendo da nuovo propellente per le economie, indebolite dalle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Le valutazioni, per cui andrebbero effettuate considerazioni differenti a seconda del settore di analisi, continuano a non essere nel complesso eccessivamente elevate, malgrado ad oggi rimangano dubbi sulla sostenibilità di una crescita e di un ciclo espansivo che in alcune aree oltrepassa i 10 anni di età. Le dinamiche inflattive sono lontane dal rappresentare una seria preoccupazione; neanche negli Stati Uniti, con un tasso di disoccupazione al 3,6%, le pressioni salariali sembrano manifestare alcun segno di surriscaldamento. In tale contesto, al netto delle incertezze legate a fattori politici e alle attuali tensioni sui dazi, si ritiene che l'investimento azionario e lo scenario associato ai mercati azionari rimangano ancora nel complesso benevoli, mentre l'investimento obbligazionario renda ritorni positivi solo assumendo rischi di *duration* ed emittente estremamente importanti, benché la dinamica dei tassi non lasci intravedere imminenti cambiamenti.

POLITICHE DI GESTIONE DEL FONDO

Il fondo 8a+ Matterhorn ha realizzato nel primo semestre dell'anno una performance del 7,32% in un contesto di mercati ampiamente positivi in Europa: nello stesso periodo l'indice EuroStoxx50 TR ha fatto registrare una performance del 18,91%.

Il rendimento poco sopra espresso è stato ottenuto a fronte di una deviazione standard annualizzata pari al 14,62% (13,38% quella dell'indice Eurostoxx50).

Per quanto riguarda l'esposizione del fondo, il peso complessivo degli investimenti è variato da un minimo lordo del 149,5% ad un massimo del 177,3% circa, mentre al netto della vendita di strumenti derivati a copertura i valori minimi e massimi di investimento sono stati del 60,3% e del 97,4% circa rispettivamente.

Nel semestre appena trascorso l'attesa per le elezioni europee di fine maggio, il cui esito non ha sconvolto gli equilibri in sede di Parlamento UE, è passata in secondo piano rispetto ad una nuova tornata accomodante della politica monetaria in Europa ed anche in USA, dato il peggioramento della congiuntura macroeconomica evidenziato dai dati pubblicati nel semestre. La nuova *stance dovish* delle banche centrali ha spinto i rendimenti dei titoli di Stato, almeno quelli *core* continentali, ai minimi storici, con i decennali francese e soprattutto tedesco passati in territorio negativo. Negli USA, dove il rendimento del Treasury ha corretto al di sotto del 2%, è ripartita la campagna elettorale per le presidenziali del 2020 che vedranno Trump tentare di prolungare il proprio mandato per altri 4 anni. Un tema centrale della sua campagna si sta dimostrando essere la ricerca spasmodica di condizioni concorrenziali per l'economia USA sia tramite una spinta interna verso una politica monetaria più accomodante con una frenata nell'incremento dei tassi da parte della Federal Reserve Bank, se non addirittura con un taglio degli stessi, sia tramite attacchi esterni volti a contestare politiche monetarie troppo accomodanti (come quella della Banca Centrale Europea) che svalutino il tasso di cambio contro il Dollaro o politiche commerciali aggressive, quali quelle cinesi.

I mercati azionari nel semestre hanno dato vita ad un recupero che ha ampiamente superato l'entità della discesa di fine 2018, spinti dal supporto ampio della politica monetaria e dall'attesa per un miglioramento del quadro macroeconomico nella seconda parte dell'anno. Le elezioni europee, la posticipazione di Brexit e le tensioni irrisolte tra USA e Cina non sono state in grado, se non in modo incidentale, di smorzare tale dinamica di fondo, facendo segnare ai listini continentali

performance contenute tra gli 11 ed i 22 punti percentuali circa, spinti da alcuni settori ciclici, oltre che da *food&beverage* e *personal&household goods*, in un clima di volatilità in discesa.

Il fondo ha mantenuto un sovrappeso sul mercato domestico che è oscillato tra i 65 punti ed i 75 punti circa per l'intero periodo; il paventato ripensamento del Governo italiano sui programmi PIR ha tuttavia tolto ai segmenti *mid* e *small-cap* l'appel che avevano avuto negli scorsi anni, determinando alcune prese di profitto e facendo segnare ai relativi indici una marcata sottoperformance sia rispetto al listino *large-cap* che all'indice Eurostoxx 50 TR (11,48% FTSE Italia *Mid-cap* Index e 10,58% FTSE Italia *Small-Cap* Index): il contributo relativo su tale componente è dunque stato ampiamente negativo in termini relativi. Al contrario l'esposizione al principale listino domestico ha contribuito positivamente data la sovraperformance dello stesso rispetto alla media di Area Euro. L'esposizione al mercato francese, equipesata ad inizio semestre, è stata ridotta nel corso del secondo trimestre, pur rimanendo solo marginalmente in sottopeso; quanto alla Germania, si è mantenuta un'esposizione nel complesso simile a quella dell'indice EuroStoxx 50, salvo il sottopeso di circa 5 punti determinatosi nella fase centrale dell'anno. Infine, sulla Spagna si è mantenuto un costante sottopeso, pur non elevato, in termini relativi. Il contributo differenziale del posizionamento geografico è stato complessivamente negativo: nonostante l'elevata esposizione al mercato domestico, parzialmente coperta da *future* su FTSE Mib per l'intero periodo, il contributo dell'esposizione differenziale alla Francia e, in misura inferiore, alla Germania è stato negativo, mentre quello del sottopeso marginale sulla Spagna è stato neutrale/lievemente positivo data la sottoperformance.

Infine, la copertura in *future* adottata è oscillata tra il 91,6% ed il 76,6% circa, chiudendo il semestre ad un livello superiore al 90% in una fase di investimento azionario lordo al di sotto del 155%.

In termini di esposizione settoriale, il fondo ha mantenuto un'esposizione stabilmente sovrappesata soprattutto sui finanziari e sui ciclici, ed in seconda battuta sui difensivi, mentre sui consumer ha adottato un approccio neutrale (lievemente sottopesato solo ad inizio periodo) rispetto all'indice di mercato. L'esposizione ai ciclici è stata in media del 64,2% (circa 23 punti in sovrappeso rispetto all'indice), significativamente meno elevata rispetto agli anni precedenti, ed ha contribuito nel complesso positivamente data la complessiva sovraperformance dell'aggregato; solo l'esposizione ai petroliferi, più elevata nella fase centrale dell'anno, ha contribuito negativamente, mentre il settore materie prime (tra i peggiori performer di periodo) è stato assente per l'intero semestre. Sui finanziari (in media ad un peso del 46,1% nel semestre, in sovrappeso di oltre 20 punti), il contributo è stato decisamente negativo, data la forte sottoperformance del settore bancario in

particolare, al quale il fondo è stato particolarmente esposto; parimenti negativo è stato il contributo dei consumer, soprattutto per la bassa esposizione ai *personal&household goods*, che data la forte performance del periodo (vicina ai 30 punti nel semestre) hanno guadagnato sempre più spazio anche negli indici. Quanto ai difensivi, in media 10 punti sopra il peso degli stessi nell'Eurostoxx50, il contributo è stato negativo data la sottoperformance dell'aggregato, soprattutto a causa dell'esposizione al settore *telecommunications* e del peso non elevato mantenuto al contrario su *food&beverage*, sovraperformanti.

La componente obbligazionaria è scesa durante il semestre unicamente in ragione della scadenza di due delle tre emissioni *corporate* in portafoglio: Banca Popolare di Milano e Gruppo Editoriale L'Espresso. Il peso della componente obbligazionaria è dunque passato dal 7% circa ad inizio periodo a meno del 2%, con la sola emissione Salini Costruttori 2021 ancora in portafoglio.

Nel dettaglio dei singoli titoli in portafoglio, molto positivo è stato il contributo delle *large-cap* Poste Italiane, Cap Gemini e SAP, mentre tra le *small-cap* si è distinta Tinexta. Al contrario il contributo dei *travel&leisure* Deutsche Lufthansa e TUI Travel è stato particolarmente negativo.

La tenuta da parte dei mercati dei massimi da inizio anno ci spinge a non modificare significativamente l'impostazione per l'inizio del prossimo semestre, avendo già in parte ridotto negli ultimi due mesi l'esposizione azionaria complessiva; in vista di una possibile rotazione favorevole ai settori finanziari/ciclici abbiamo recentemente incrementato di qualche punto percentuale i finanziari, riducendo per contro i difensivi, mantenendo allo stesso tempo un'elevata esposizione ai ciclici e un'ampia copertura attraverso *future* su Eurostoxx 50 e su FTSE Mib.

Da un punto di vista della raccolta sono stati registrati pari sottoscrizioni e rimborsi, con rimborsi netti marginali, per 0,012 quote; il patrimonio, per effetto delle quasi sole performance di periodo, è salito da 15,25 a 16,35 milioni di Euro.

* * *

Come prescritto dalle vigenti normative di vigilanza in materia di fondi comuni, si riportano di seguito la situazione patrimoniale al 28 giugno 2019.

8a+ Investimenti SGR S.p.A.

Varese, 31 luglio 2019

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 28/06/2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	25.380.417	94,16%	25.733.900	98,12%
A1. Titoli di debito	313.718	1,16%	1.069.110	4,08%
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri	313.718	1,16%	1.069.110	4,08%
A2. Titoli di capitale	25.066.699	93,00%	24.664.790	94,04%
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	1.057.839	3,94%	954.993	3,64%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.057.839	3,94%	954.993	3,64%
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'	427.746	1,59%	-486.362	-1,85%
F1. Liquidità disponibile	39.940	0,15%	147.678	0,56%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	387.806	1,44%	7.168	0,03%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare			-641.208	-2,44%
G. ALTRE ATTIVITA'	135	0,00%	24.092	0,09%
G1. Ratei attivi	135	0,00%	24.092	0,09%
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	26.866.137	100,00%	26.226.623	100,00%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 28/06/2019	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	10.466.238	10.927.751
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'	48.498	51.827
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	48.498	51.827
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		
TOTALE PASSIVITA'	10.514.736	10.979.578
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	16.351.400,44	15.247.047
Numero delle quote in circolazione	16,587205	16,598977
Valore unitario delle quote	985.783,949	918.553,279

Movimenti delle quote nel semestre	
Quote emesse	0,723095
Quote rimborsate	0,734867

**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	Tinexta SpA	987.000	3,67%
2	Iberdrola Sa	876.600	3,26%
3	Mediobanca	861.270	3,21%
4	STMicro IM	858.000	3,19%
5	SAP SE	845.320	3,15%
6	Schneider Electric	797.600	2,97%
7	BNP Paribas FP	751.770	2,80%
8	Deutsche Post AG-Reg	751.400	2,80%
9	LVMH MoetH L Vuitton	748.600	2,79%
10	Immobiliare Grande D	748.200	2,78%
11	Poste Italiane SpA	740.800	2,76%
12	Fiat Chrysler Auto N	735.960	2,74%
13	ENI SpA	730.300	2,72%
14	Telefonica SA (ES)	722.100	2,69%
15	Covivio	705.563	2,63%
16	Bouygues SA	700.255	2,61%
17	Fincantieri SpA	689.500	2,57%
18	Atlantia SpA	687.300	2,56%
19	Davide Campari-milan	663.355	2,47%
20	Allianz SE-Reg (DE)	636.000	2,37%
21	Fresenius AG	619.840	2,31%
22	Volkswagen AG PFD	592.880	2,21%
23	Unilever NV-CVA (NA)	562.380	2,09%
24	Lanxess AG	548.730	2,04%
25	Telecom Italia RNC	547.320	2,04%
26	Nexans SA	531.360	1,98%
27	Credit Agricole (FR)	527.250	1,96%
28	Deutsche Lufthansa-R	482.240	1,79%
29	Cairo Comm SpA	475.200	1,77%
30	Notorius Pictures Sp	475.081	1,77%
31	Reno De Medici Ord	463.500	1,73%
32	A2A SpA	457.800	1,70%
33	Openjobmetis Spa	457.286	1,70%
34	Danieli SpA Rnc	442.400	1,65%
5	Bayer AG REG (GR)	426.580	1,59%
36	Reply Spa	419.650	1,56%
37	Autogrill SpA	368.600	1,37%
38	TUI AG	344.160	1,28%
39	Longino & Cardenal S	336.600	1,25%
40	IPGI 3,75% 24GN2021	313.718	1,17%
41	SAES Getters Ord	285.340	1,06%
42	SOGEFI SpA	249.400	0,93%
43	Cover 50 SpA	169.200	0,63%
44	Orange	45.547	0,17%
45	Eps2 Im Call 9,5 AP22 Warr	1.462	0,01%
	Tot. Strumenti Finanziari	25.380.417	94,47%
	Totale Attività	26.866.137	100,00%