



**RELAZIONE SEMESTRALE
DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO MOBILIARE APERTI**

AL 30 GIUGNO 2023

**ALISEI SPECIAL FUND
ALISEI LOGICAL FUND**



Questa pagina è lasciata intenzionalmente in bianco

INDICE

PARTE A -	INFORMAZIONI PRELIMINARI COMUNI A TUTTI I FONDI	4
1.	Informazioni sulla SGR	4
2.	Informazioni sul Depositario	4
3.	Informazioni sulla Società di Revisione	5
4.	Modifiche al Regolamento Unico di Gestione dei Fondi Comuni di Investimento	5
5.	NOTA ILLUSTRATIVA	6
5.1	Scenario macroeconomico	6
5.2	Andamento dei mercati finanziari	7
5.3	Prospettive	8
PARTE B -	SEZIONE SPECIFICA PER CIASCUN FONDO	9
1.	ALISEI SPECIAL FUND	9
1.1	Commento alla gestione	9
1.2	Linee strategiche per il periodo successivo	10
1.3	Alisei Special Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ	12
1.4	Alisei Special Fund - Situazione patrimoniale - PASSIVITÀ e VALORE NETTO	13
1.5	Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di valore	13
1.6	Movimenti delle quote nel periodo	15
2.	ALISEI LOGICAL FUND	15
2.1	Commento alla gestione	16
2.2	Linee strategiche per il periodo successivo	17
2.3	Alisei Logical Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ	18
2.4	Alisei Logical Fund - Situazione patrimoniale - PASSIVITÀ e VALORE NETTO	19
2.5	Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di valore	19
2.6	Movimenti delle quote nel periodo	20

PARTE A - INFORMAZIONI PRELIMINARI COMUNI A TUTTI I FONDI

La presente *relazione semestrale* è stata redatta conformemente alle disposizioni ed agli schemi definiti dal "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio" emanato dalla Banca d'Italia con Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successive modifiche ed integrazioni.

1. Informazioni sulla SGR

Alisei SGR S.p.A

Sede: Via San Vittore 45, 20123 - Milano

Capitale sociale: deliberato € 3.052.911 - sottoscritto e versato € 2.040.000

La Società è Iscritta al nr. 62 dell'Albo delle SGR Sezione Gestori di OICVM tenuto dalla Banca d'Italia ed è aderente al Fondo Nazionale di Garanzia.

Consiglio di Amministrazione

Giovanni Battista Bisogni – Presidente

Wolfram Mrowetz – Amministratore delegato

Roberto Brasca – Amministratore delegato

Beatrice Lombardini - Consigliere Indipendente

Massimo Menozzi - Consigliere Indipendente

Collegio Sindacale

G. Persano Adorno – presidente

C. Bellomo – sindaco effettivo

A. Calabro' – sindaco effettivo

Direttore Generale

Giovanni Penco

2. Informazioni sul Depositario

Il depositario dei Fondi è BFF Bank S.p.A., iscritto al n. 5751 dell'Albo delle Banche tenuto dalla Banca d'Italia.

Sede legale in via Domenichino 5 - 20149 Milano

Sede operativa in Via Anna Maria Mozzoni 1.1 – 20152 Milano; presso la medesima sede sono svolte le funzioni di Depositario.

3. Informazioni sulla Società di Revisione

La Società di Revisione è KPMG S.p.A, con sede legale in Via Vittor Pisani 25 - 20124 Milano

4. Modifiche al Regolamento Unico di Gestione dei Fondi Comuni di Investimento

I fondi sono stati istituiti - ed il relativo Regolamento di Gestione è stato approvato dall'organo amministrativo della SGR - in data 11 febbraio 2022.

Non sono state apportate modifiche successivamente a tale data.

5. NOTA ILLUSTRATIVA

5.1 Scenario macroeconomico

Nel corso del primo semestre del 2023 si è delineato un insolito quadro macroeconomico per le economie sviluppate, che da meno di un anno e mezzo navigano sotto i venti contrari della politica monetaria restrittiva attuata dalle banche centrali per stemperare le tensioni inflattive. L'andamento delle economie globali (con poche eccezioni, quali quella cinese) è stato infatti sì caratterizzato dal netto rallentamento della velocità con la quale aumentano i prezzi, ma anche da un buon tasso di crescita del PIL e da un tasso di disoccupazione che è rimasto stabile intorno ai minimi storici. Mentre il tasso di inflazione scendeva dal 6,5% al 3% negli USA e dal 9,2% al 5,5% nell'area euro e i tassi di interesse salivano dal 4,5% fino al 5,25% negli USA e dal 2,5% fino al 4% nell'area euro, le economie sono cresciute ad un tasso annualizzato rispettivamente del 2,6% e del 1,1% e il tasso di disoccupazione è sorprendentemente rimasto al 3,5% negli USA e al 6,4% nell'area euro. Le attese di recessione, ovvero di un periodo di crescita negativa, magari lieve e di breve durata, che avevano prevalso verso la fine dell'anno scorso, sono state dunque smentite dai fatti e ha così preso vigore l'ipotesi che le banche centrali avrebbero potuto essere più caute nel percorso di rialzo dei tassi di riferimento, grazie alla tendenza decrescente mostrata dal livello dei prezzi e che avrebbero potuto anche iniziare a ridurli nella seconda parte dell'anno. Tale idea ha decisamente preso il sopravvento durante il mese di marzo, a causa di due eventi che hanno coinvolto il settore bancario: il fallimento di Silicon Valley Bank negli Stati Uniti e l'epilogo delle difficoltà di Credit Suisse, culminato con l'acquisizione "forzosa" della banca da parte della storica rivale UBS in Europa. Si è ritenuto infatti che, al di là delle carenze organizzative dei due istituti, la politica monetaria fosse divenuta eccessivamente restrittiva e avesse compromesso il modello di business delle banche. Queste ultime, infatti, avevano potuto contare fino al recente passato su tassi di finanziamento estremamente bassi e su impieghi che potevano essere ritenuti sicuri o in quanto poco volatili (è il caso dei titoli di stato a media o lunga scadenza, come nel caso di SVB) o in quanto le probabilità di inadempimento da parte dei debitori erano ridotte dalla modestia dei tassi di interesse che rendevano agevole il servizio del debito. Si è così pensato che la restrizione nell'erogazione del credito all'economia da parte di un settore bancario in difficoltà, avrebbe avuto l'effetto di determinare condizioni finanziarie ancor più impegnative per l'economia nel complesso, contribuendo alla stretta monetaria e abbassando così il "punto di arrivo" del ciclo di rialzo dei tassi attuato dalle banche centrali. In quelle circostanze, l'intervento di governi e banche centrali è stato determinante nel riportare serenità nei mercati finanziari e il semestre è proseguito con la sostanziale conferma delle dinamiche macroeconomiche delineate, sia sul lato della crescita, sia sul lato dell'inflazione, benché, in questo caso, il calo delle componenti più volatili (energia e generi alimentari), sia stato affiancato da una tendenza al rialzo nel settore dei servizi. Questa dinamica e la coscienza che il raggiungimento del *target* di inflazione al 2% non avrebbe potuto essere così immediato, ha in seguito ridato fiato alle dichiarazioni aggressive dei banchieri centrali (soprattutto della BCE, più in ritardo nel ciclo di rialzo rispetto agli USA), che hanno ribadito la loro determinazione nel perseguire tale obiettivo, adottando però una politica restrittiva maggiormente in linea con i dati economici più recenti. Occorre infine ricordare che la crescita è sostenuta anche da ingenti programmi di spesa pubblica destinati a finanziare il miglioramento delle infrastrutture, l'adeguamento delle attività produttive verso la riduzione dell'impatto ambientale e in favore di uno sviluppo sostenibile, nonché gli investimenti nei settori tecnologici considerati strategici. Tra i paesi sviluppati, se la politica monetaria nelle due grandi aree che si affacciano sull'Atlantico è stata alquanto in sintonia, non così è stato per il Regno Unito, ove le tensioni inflattive sono rimaste più forti e persistenti - complici anche gli effetti della c.d. *Brexit* - e il tasso di disoccupazione è salito (dal 3,6 % dello scorso al 4% a fine semestre). Per quanto riguarda il Giappone, per contro, è parsa iniziare a affermarsi la volontà di moderare la politica ultra

espansiva degli ultimi decenni, sulla scorta del permanere del tasso di inflazione al di sopra del 3% (pur in calo dal 4,3% segnato nel primo mese dell'anno) e grazie anche all'avvicendamento al vertice della Banca Centrale.

Le dinamiche delle economie dei paesi emergenti, hanno evidenziato per lo più andamenti simili a quelli dei paesi sviluppati, in termini di crescita, occupazione e disinflazione. Verso la fine del semestre si è notato un ammorbidimento dei toni usati dai banchieri centrali di quest'area, che paiono lasciare spazio non solo ad una sosta, ma anche a riduzioni dei tassi di riferimento, potendo infatti contare sul fatto che le politiche monetarie restrittive sono iniziate in alcuni casi prima di quelle dei paesi sviluppati e sono state anche, in numerose occasioni, più intense. Un caso a parte è rappresentato dalla Cina, la cui economia stenta a recuperare dopo le difficoltà causate dalla lunga permanenza delle politiche di isolamento legate alla recente pandemia. Il Paese è peraltro alle prese con gli effetti dello scoppio della bolla immobiliare, che ha distrutto ricchezza reale e finanziaria per un valore ingente, con le sanzioni internazionali legate alla disputa su Taiwan e con il programma di riallocazione degli investimenti produttivi delle imprese occidentali verso Paesi considerati politicamente più sicuri e geograficamente più vicini. La Cina, complice anche un tasso di inflazione che a fine semestre è prossimo a zero, si trova dunque a dover preferire una fase di sostegno e di stimolo dell'economia rispetto a un periodo di più o meno moderata restrizione monetaria.

5.2 Andamento dei mercati finanziari

La performance dei principali mercati di riferimento, azionari e obbligazionari, nel primo semestre del 2023 è riportata nella seguente tabella.

CLASSE INVESTIMENTO	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	ANNO 2023
AZ mondiali	7,00	- 2,53	2,83	1,59	- 1,25	3,37							11,23
AZ euro	7,14	2,83	- 3,70	2,20	- 4,69	1,01							4,39
AZ emerg	7,85	- 6,54	2,73	- 1,34	- 1,90	3,21							3,44
AZ bric	7,20	- 8,79	3,17	- 1,93	- 4,40	4,55							- 1,12
AZ ITA	12,20	3,30	- 1,33	- 0,13	- 3,79	4,89							15,26
AZ ITA small c	6,59	2,35	- 0,85	- 3,02	- 7,00	- 1,55							- 3,94
AZ GER	8,65	1,57	1,72	1,88	- 1,62	0,91							13,52
AZ USA	6,18	- 2,61	3,51	1,46	0,25	3,56							12,74
AZ UK	4,29	1,35	- 3,10	3,13	- 5,39	0,15							0,07
AZ CH	5,19	- 1,66	0,07	2,98	- 1,92	- 0,70							3,82
AZ China	10,42	- 9,41	3,10	- 2,48	- 8,35	5,01							- 3,20
AZ JAP	4,72	0,43	2,17	2,91	7,04	5,34							24,69
B govt eur	2,14	- 2,41	2,41	- 0,08	0,34	0,38							2,73
B govt USA	2,68	- 2,49	2,77	0,26	- 1,28	- 0,48							1,36
B corp EU	1,70	- 2,52	1,33	0,14	0,47	- 0,10							0,97
B corp USA	2,87	- 1,56	1,15	- 1,77	1,56	- 3,10							- 0,98
USD	1,48	- 2,64	2,49	1,62	- 2,96	2,37							2,21
GBP	- 0,42	- 0,21	- 0,09	- 0,26	- 1,99	0,08							- 2,87
YEN	0,65	1,89	0,07	4,21	- 0,80	5,65							12,08
CHF	0,56	0,14	- 0,44	- 0,68	- 1,22	0,56							- 1,09
GOLD	5,72	- 5,26	7,79	1,53	- 1,83	- 1,50							5,99
OIL	- 1,73	- 2,31	- 1,79	6,07	- 15,16	8,20							- 8,21
GAS	- 40,02	2,35	- 19,33	8,21	- 5,50	26,26							- 36,07
Bit coin	38,43	0,86	22,67	3,29	- 7,54	12,90							84,67
Real EST EUR	9,38	- 1,25	- 11,54	2,46	- 4,54	- 3,43							- 9,73

Il 2023 si è aperto con un fulmineo e rilevante rialzo dei mercati azionari, tra il 7 e 10%, che ha consentito di recuperare, in tutto o in parte, le perdite registrate nel secondo semestre dell'anno scorso. Anche i comparti obbligazionari dei titoli corporate (soprattutto high yield) e dei paesi emergenti sono stati beneficiati dal ritorno di appetito dei mercati per le attività più rischiose, mentre il comparto dei titoli di stato di buona qualità, seppur in recupero, non è stato in grado di recuperare le perdite registrate nell'ultimo mese del 2022. Il movimento di gennaio – per quasi tutte le attività di investimento – è probabilmente più spiegabile con la correzione dei forti ribassi dei corsi azionari durante il 2022 che con motivi fondamentali, stante appunto l'assenza di dati o notizie diverse da quelle di fine anno e la rapidità con cui è tale rimbalzo avvenuto. Vero è, tuttavia, che il quadro macroeconomico discusso nel capitolo precedente (buon livello della domanda, modesti tassi di disoccupazione, sostegno della spesa pubblica e inflazione in rallentamento), l'attenuarsi delle preoccupazioni geopolitiche e l'emergere di risultati aziendali superiori alle attese hanno consentito ai mercati di consolidare tali posizioni, soprattutto in Europa. Questo quadro favorevole ha avuto una pausa durante il mese di marzo, quando i mercati hanno evidenziato forti preoccupazioni a causa della crisi che ha coinvolto (per motivi diversi) il settore bancario, con il fallimento della banca americana SVB e la svendita di Credit Suisse a UBS. Il timore che la politica monetaria fosse già diventata troppo restrittiva e la possibile restrizione dell'erogazione del credito da parte delle banche ha riportato in auge l'idea che le economie sviluppate sarebbero presto passate per un periodo di recessione. Tali preoccupazioni sono state tuttavia di breve durata, grazie al supporto dato da governi e banche centrali e anche grazie all'annuncio di un cambiamento del dibattito all'interno della FED riguardo al futuro percorso della politica monetaria: il Governatore Powell ha infatti spostato l'attenzione dal livello che sarà raggiunto dai tassi (comunque più alto di quello corrente) alla durata del tempo per il quale i tassi di riferimento saranno tenuti a tale livello e ha anche affermato che saranno considerati in misura più rilevante i più recenti dati macroeconomici, in modo tale da non avere più un approccio restrittivo prestabilito e da adottare un comportamento più elastico e adeguato alle tendenze in corso nell'economia. Il mercato ha reagito accantonando, seppur lentamente e faticosamente, l'idea di una graduale riduzione dei tassi per l'inizio del prossimo anno e ha dato ampio peso all'idea che l'economia americana sia sufficientemente solida per crescere marginalmente e per fronteggiare le condizioni monetarie restrittive in corso. La BCE, dal canto suo, dopo aver inizialmente mostrato una retorica più aggressiva dovuta al fatto di essere in ritardo rispetto alla FED nel ciclo di rialzo dei tassi, ha poi finito per stemperare in parte la propria posizione, presumibilmente a causa del rallentamento della crescita e degli indici di fiducia in Germania, l'economia trainante in Europa. I mercati obbligazionari, nel secondo trimestre hanno quindi mostrato un andamento negativo per le scadenze brevi, rimuovendo (o, meglio, rimandando) le attese di tagli di tasso, ma proseguendo per contro a premiare le posizioni maggiormente esposte al rischio, quali le obbligazioni societarie high yield. I mercati azionari hanno anch'essi tratto nuovi spunti di crescita dal mancato riallineamento dei tassi a lunga scadenza, premiando in particolare le aziende a più elevata capitalizzazione di borsa (che hanno trainato gli indici complessivi), il settore tecnologico (supportato anche da aspettative un po' speculative sui generalizzati benefici che saranno portati dall'intelligenza artificiale) e quelli in generale a elevata crescita futura degli utili.

5.3 Prospettive

I mercati finanziari cercheranno conferma, nei dati macroeconomici e in quelli provenienti dalle imprese, del singolare scenario che si è venuto a delineare nel corso dell'ultimo anno. Occorrerà in particolare che permanga il perfetto e favorevole allineamento di un tasso di inflazione che recede "spontaneamente" mentre la crescita economica, seppur non particolarmente vivace, resta su livelli positivi. In sostanza, occorrerà verificare che i tassi di interesse reali ai livelli più elevati degli ultimi 15 anni non produrranno un livello di disoccupazione e di contrazione della domanda al punto da generare la tipica differenza negativa tra tasso di crescita reale e tasso di crescita potenziale che suole riequilibrare le pressioni inflattive.

Per quanto riguarda la questione del tasso di disoccupazione, è ancora aperto il dibattito sulle motivazioni della solidità del mercato del lavoro, che potrebbe dipendere da una situazione ancora non completamente normalizzata dopo la pandemia: per esempio, le aziende che avevano ridotto fortemente il personale nel periodo del lockdown, hanno poi avuto notevoli difficoltà a trovare lavoratori quando l'attività economica ha potuto riprendere e ora sarebbero pertanto restie a licenziare i dipendenti, a meno di conti economici poco sostenibili.

Al momento, tuttavia, la modesta e singolare probabilità che il processo di disinflazione – determinato in primo luogo dall'aumento dei tassi di interesse e dalla diminuzione della base monetaria da parte delle banche centrali – avvenga quasi unicamente a spese dei mercati obbligazionari che si riposizionano "strutturalmente" su livelli più elevati, appare comunque adeguatamente incorporata nei prezzi di mercato, soprattutto di quelli delle attività rischiose, che sono pertanto quelle più soggette all'eventualità di una recessione, seppur lieve. Da questo punto di vista, non è infatti ancora da accantonare l'idea che la resistenza delle economie occidentali dipenda da un ritardo temporale più lungo rispetto ai sei – nove mesi che occorrono di solito perché il rialzo dei tassi abbia effetti sull'economia. In questo senso, occorre anche considerare che i tassi a breve sono stati negativi in termini reali fino all'aprile di quest'anno, mentre quelli a lunga scadenza lo sono diventati marginalmente verso la fine del semestre.

Nel complesso, se i dati economici a livello macro e micro consentono di trovare motivi di fiducia a riguardo del permanere dell'attuale situazione di equilibrio, seppur con la volatilità dipendente da eventi imprevedibili, è pur vero che la prosecuzione di una crescita dell'economia e quindi dei mercati finanziari, a ritmo sostenuto, trova un limite nella permanenza di condizioni monetarie restrittive. Occorrerà dunque che il tasso di inflazione prosegua in modo piuttosto lineare verso il target delle banche centrali e che possa dirsi ancorato intorno a tale obiettivo perché le banche centrali possano riportare i tassi di interesse a un livello almeno neutrale, consentendo così ai mercati finanziari di muoversi maggiormente in sintonia con le dinamiche e le valutazioni loro proprie.

PARTE B - SEZIONE SPECIFICA PER CIASCUN FONDO

1. ALISEI SPECIAL FUND

1.1 Commento alla gestione

Il fondo riporta nel primo semestre del 2023 una performance pari a +13,26% per la classe A e a +13,60% per la classe B.

La politica di investimento del fondo ha continuato a privilegiare il comparto azionario, secondo le caratteristiche proprie di rendimento e rischio, con obiettivi di medio-lungo termine.

L'impegno è stato quello di combinare adeguatamente le inevitabili oscillazioni di breve periodo, tipiche dei mercati azionari, con la costruzione ed il consolidamento di posizioni basate su valutazioni con orizzonti più ampi. Hanno concorso a questo scopo le percentuali di investimento, la diversificazione di portafoglio e la selezione dei settori e dei titoli.

Le percentuali di investimento in azioni sono variate nel semestre in risposta alle oscillazioni di mercato, che spostavano in eccesso o in difetto di valutazione le singole posizioni di portafoglio. All'inizio dell'anno, la quota di azioni era elevata, al 93% circa, a fronte della debolezza trascinata dal 2022 ed è cresciuta, per effetto della risalita del mercato nel mese di gennaio, fin oltre il 95%. È stata poi ridotta sotto al 90% con le prese di profitto, per poi essere ricondotta intorno al 93% in occasione della correzione dei mercati per le crisi bancarie, delle banche regionali in US e del Crédit Suisse in Europa, e si è in seguito riportata tra l'86% e l'87% in maggio, una volta ritornati i prezzi su valutazioni meno sacrificate. Il semestre si è chiuso con una quota investita sul comparto azionario intorno all'89%.

Il portafoglio è stato sempre in condizioni di buona diversificazione, senza posizioni con peso superiore al 3%, ma, dove necessario, con la costruzione di aggregati settoriali.

La logica di selezione dei settori si è basata su tematiche di lungo periodo. In particolare, gli investimenti si sono rivolti al settore della sanità, in relazione alla crescita demografica, del benessere sempre più diffuso e all'allungamento della speranza di vita, al settore delle infrastrutture, alimentato dai piani di spesa pubblica post-pandemici, e al settore della transizione climatica, le cui diramazioni sono sempre più profonde e pervasive. Per quanto riguarda i singoli titoli, lo studio è stato quello di inserire, in prevalenza, le società che per prodotto/servizio potessero meglio interpretare quelle tematiche settoriali, supportate da *management* adeguati e strutture di bilancio corrette. Inoltre, a livello satellitare, sono state aggiunte, talvolta anche solo per brevi intervalli temporali, posizioni in titoli di altri settori, che risultavano attraenti da un punto di vista di valutazione.

Il nuovo assetto geopolitico e macroeconomico su cui si sono innestati gli investimenti finanziari ha assunto, nel corso del semestre, rilevanza crescente. Ognuno dei due ambiti, intimamente intrecciati, ha presentato caratteri distintivi rispetto al passato recente.

Dal punto di vista dell'evoluzione geopolitica, si è assistito ad un inesorabile scivolamento verso il disequilibrio. L'egemonia statunitense avverte tangibili le pressioni da parte dei regimi autoritari di Russia, Medio Oriente, India e soprattutto Cina, dove l'apertura al mercato, volta ad importare le tecnologie occidentali e ad esportare merci prodotte a costi bassi, ha dato i risultati sperati ed ora il Governo comincia a spendere il proprio peso a livello planetario. La formazione di un blocco di Paesi che pretendono la "propria parte" del Prodotto Mondiale segna nuove frontiere e pone gli Stati Uniti ed i Paesi atlantici nella condizione di trovare nuove vie sia per lo sviluppo economico che per la difesa della democrazia.

Da qui discende un diverso mix di politiche economiche e una diversa ripartizione delle risorse rispetto al passato. In estrema sintesi, si assiste infatti ad un'inversione di ruoli tra politiche fiscali, ormai largamente espansive a partire dalla gestione della pandemia, e politiche monetarie, sempre più restrittive, sia per contenere il divario tra domanda e offerta dovuto all'irrompere della "spesa pubblica", sia per arginare la conseguente deriva inflazionistica alimentata, in sovrappiù, dal rincaro delle materie prime controllate dai Paesi del nuovo "blocco" e in generale dalle peggiorate ragioni di scambio nelle catene di approvvigionamento globali ad essi interconnesse.

In termini geografici, l'Europa ha avuto ampio spazio, in ragione delle valutazioni mediamente più attraenti, mentre limitata è stata l'esposizione valutaria, rappresentata principalmente da dollaro statunitense e franco svizzero, tra il 10% e il 15% del fondo, pur fornendo un contributo positivo al risultato di gestione.

1.2 Linee strategiche per il prossimo semestre

Nell'ambito degli scenari di contrapposizione politica e di ricucitura economica in lenta evoluzione, si sono delineate alcune tendenze che stanno assumendo contorni sempre più strutturali.

In primo luogo, la decrescita demografica dei Paesi Occidentali costituisce un fattore intrinseco di debolezza e si confronta con la gestione delle ondate migratorie, soprattutto dall'Africa e dall'Asia. La demografia, combinata con l'invecchiamento medio della popolazione, il più elevato benessere raggiunto in molti Paesi emergenti e l'allungamento della "speranza di vita", ha implicazioni notevoli sulla spesa pubblica, e conseguentemente sui debiti governativi, sulla spesa sanitaria e sulla spesa per infrastrutture. Secondariamente, la logica oppositiva che si delinea a livello politico, sconfinando anche nell'evento bellico in seno all'Europa, dove l'Ucraina si difende dalla Russia grazie alle forniture di armi da parte dei Paesi NATO, fa sì che risorse crescenti siano destinate dai Governi al settore della difesa e, in senso più allargato, all'aerospaziale.

In terzo luogo, la combinazione degli elementi descritti rende ancora più urgente la tematica della transizione energetica e del cambiamento climatico. È ormai imprescindibile una presa di coscienza da un lato della necessità di assicurare una minore dipendenza dalle forniture dei combustibili fossili e delle

materie prime strategiche, dall'altro dell'insostenibilità dello sfruttamento delle risorse naturali e dell'assenza di rispetto ambientale, quando il benessere non è più condizione di una minoranza privilegiata, ma pervade ormai ben più della metà della popolazione globale.

Gli investimenti finanziari dovranno perciò tenere conto di queste istanze nell'allocazione delle risorse, sia con riguardo alla ripartizione tra azioni ed obbligazioni, sia parametrando le tendenze strutturali enunciate alle valutazioni di settore e di impresa.

1.3 Alisei Special Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ

Situazione Patrimoniale al 30 Giugno 2023

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	4.692.037	90,880	3.686.220	93,246
A1. Titoli di debito	42.801	0,829	40.807	1,033
A1.1 titoli di stato	42.801	0,829	40.807	1,033
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	4.649.236	90,051	3.645.413	92,213
A3. Parti di O.I.C.R.				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
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 LIQUIDITÀ	468.049	9,066	266.390	6,738
F1. Liquidità disponibile	445.003	8,619	272.064	6,882
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	23.119	0,448		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-73	-0,001	-5.674	-0,144
G. ALTRE ATTIVITÀ	2.813	0,054	642	0,016
G1. Ratei attivi	1.310	0,025	477	0,012
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.503	0,029	165	0,004
TOTALE ATTIVITÀ	5.162.899	100,000	3.953.252	100,000

1.4 Alisei Special Fund - Situazione patrimoniale - PASSIVITÀ e VALORE NETTO

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30.06.2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ricevuti		
H2. Sottoscrittori per sottoscrizioni da regolare		
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 PARTECIPANTI		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	8.644	10.601
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	8.644	10.599
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		2
TOTALE PASSIVITÀ	8.644	10.601
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	5.154.255	3.942.651
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	487.350,408	422.799,676
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	10,576	9,325
VALORE COMPLESSIVO CLASSE A	2.263.296	1.470.658
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE A	214.902,459	158.157,517
VALORE COMPLESSIVO CLASSE B	2.890.959	2.471.993
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE B	272.447,949	264.642,159
VALORE QUOTA CLASSE A	10,532	9,299
VALORE QUOTA CLASSE B	10,611	9,341

1.5 Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di valore

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
ENEL	EUR	20.000,000	123.360,00	2,389
BAYER AG NEW	EUR	2.150,000	108.940,50	2,110
L'OREAL	EUR	250,000	106.775,00	2,068
MERCK KGAA	EUR	700,000	106.085,00	2,055
KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS	EUR	5.223,000	103.457,18	2,004
REDCARE PHARMACY NV	EUR	1.000,000	94.840,00	1,837
AKZO NOBEL	EUR	1.250,000	93.400,00	1,809
PFIZER INC.	USD	2.750,000	92.447,99	1,791
TELECOM ITALIA SPA ORD.	EUR	350.000,000	90.230,00	1,748

FOMENTO DE CONSTRUCCIONES	EUR	7.607,000	89.914,74	1,742
CHRISTIAN HANSEN HLDGS-ORD SHS	DKK	1.400,000	89.045,27	1,725
ROCHE HOLDING AG - BUONI PARTECIPAZIONE	CHF	300,000	84.041,79	1,628
ASTON MARTIN LAGONDA GLOBAL	GBP	20.000,000	82.712,02	1,602
LINDT & SPRUENGL AGI	CHF	7,000	80.589,98	1,561
SMITH & NEPHEW PLC.	GBP	5.082,000	75.069,62	1,454
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	4.000,000	74.480,00	1,443
BANCO SANTANDER SA	EUR	21.500,000	72.777,50	1,410
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	2.500,000	72.375,00	1,402
UCB SA	EUR	850,000	69.020,00	1,337
IBERDROLA SA	EUR	5.746,000	68.664,70	1,330
FORVIA EX FAURECIA (PARIGI)	EUR	3.000,000	64.710,00	1,253
DEUTSCHE BANK - NOMINATIVE	EUR	6.500,000	62.517,00	1,211
SIEMENS HEALTHINEERS-ORD SHS	EUR	1.200,000	62.232,00	1,205
FERRARI NV - EUR	EUR	200,000	59.900,00	1,160
STRAUMANN HOLDING AG-REG NEW	CHF	400,000	59.469,43	1,152
CARL ZEISS MEDITEC AG	EUR	600,000	59.424,00	1,151
AIR LIQUIDE	EUR	350,000	57.470,00	1,113
SAIPEM SPA	EUR	45.000,000	57.375,00	1,111
COLOPLAST B	DKK	500,000	57.291,74	1,110
WALT DISNEY CO.	USD	650,000	53.186,69	1,030
GEBERIT AG	CHF	110,000	52.740,96	1,022
EVOTEC AG	EUR	2.500,000	51.525,00	0,998
HENKEL KGAA PREF.	EUR	700,000	51.282,00	0,993
OVS SPA	EUR	20.000,000	50.800,00	0,984
HERMES INTERNATIONAL	EUR	25,000	49.750,00	0,964
POSTE ITALIA	EUR	5.000,000	49.580,00	0,960
OESTERREICHISCHE POST AG	EUR	1.500,000	49.050,00	0,950
BIOMERIEUX	EUR	500,000	48.060,00	0,931
VERBIO AG	EUR	1.300,000	47.905,00	0,928
L.M.ERICSSON TELEFONAKTIEBOLAGET CL. B	SEK	9.500,000	47.080,46	0,912
LEGRAND PROMESSES	EUR	500,000	45.400,00	0,879
BTP 1.35% 2019/01.04.2030	EUR	50.000,000	42.801,50	0,829
AALBERTS INDUSTRIES NV	EUR	1.100,000	42.383,00	0,821
SALCEF SPA	EUR	1.700,000	39.100,00	0,757
DERICHEBOURG SA	EUR	7.500,000	38.175,00	0,739
B.CA POPOLARE DI SONDRIO	EUR	10.000,000	38.160,00	0,739
NEOPOST SA	EUR	2.000,000	37.720,00	0,731
SVENSKA CELLULOSA AB -B-	SEK	3.200,000	37.318,54	0,723
NOKIAN RENKAAT OYJ	EUR	4.500,000	35.919,00	0,696
THYSSENKRUPP AG	EUR	5.000,000	35.840,00	0,694
COMMERZBANK NEW	EUR	3.500,000	35.525,00	0,688
DATALOGIC NEW	EUR	5.000,000	34.750,00	0,673
ROCHE HOLDING AG-BEARER	CHF	115,000	34.583,63	0,670
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	EUR	15.000,000	34.530,00	0,669
WATERS CORP.	USD	140,000	34.199,98	0,662
PHARMA MAR SA	EUR	1.100,000	33.506,00	0,649
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO.	USD	550,000	32.235,82	0,624
S.K.F. AB CL.B	SEK	2.000,000	31.834,11	0,617
JENOPTIK AG	EUR	1.000,000	31.440,00	0,609
SAP SE	EUR	250,000	31.285,00	0,606
REPLY SPA	EUR	300,000	31.230,00	0,605
INFINEON TECHNOLOGIES	EUR	800,000	30.228,00	0,585
NOVOZYMES B NEW	DKK	700,000	29.885,44	0,579
KION GROUP AG	EUR	800,000	29.488,00	0,571
SANOFI	EUR	300,000	29.460,00	0,571
ELEKTA AB-B SHS	SEK	4.000,000	28.284,17	0,548
BPOST SA	EUR	7.000,000	28.168,00	0,546
GSK PLC	GBP	1.700,000	27.504,19	0,533
EL.EN SPA	EUR	2.500,000	27.475,00	0,532
CIENA CORP	USD	700,000	27.259,65	0,528
BP PLC.	GBP	5.000,000	26.697,93	0,517
EUROAPI SASU	EUR	2.500,000	26.237,50	0,508
ATOS ORIGIN	EUR	2.000,000	26.160,00	0,507
WEBUILD (EX SALINI IMPREGILO)	EUR	15.000,000	25.905,00	0,502

1.6 Movimenti delle quote nel periodo

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
	(TOTALE)
Quote emesse	
Qte emesse cl A	59.016,509
Qte emesse cl B	8.178,477
Quote rimborsate	
Qte rimborsate cl A	2.271,567
Qte rimborsate cl B	372,687

1.7 Commissioni di performance nel periodo

	Importo delle commissioni di performance addebitate	Commissioni di performance (in percentuale sul NAV)
Classe A	8.405	0,371
Classe B	15.044	0,520

2. ALISEI LOGICAL FUND

2.1 Commento alla gestione

Il fondo riporta nel primo semestre del 2023 una performance pari a +0,22% per la classe A e a +0,42% per la classe B.

La politica di investimento del fondo Alisei Logical Fund è fortemente orientata da un processo quantitativo proprietario, che è finalizzato in primo luogo alla gestione dei rischi ed alla loro diversificazione. Il fondo, infatti, alloca gli investimenti in modo attivo su nove asset class di riferimento che coprono l'intero universo investibile a livello obbligazionario, azionario, delle materie prime e delle divise.

Il fondo ha avuto un profilo prudente che, tenuto proficuamente per tutto lo scorso anno, è proseguito anche con l'avvio del 2023, quando i mercati finanziari hanno registrato la maggior parte dei guadagni del semestre. L'approccio gestionale di moderazione ai rischi è stato guidato innanzitutto dalla convinzione che i tassi di interesse reali e nominali fossero ancora troppo bassi rispetto al tasso di inflazione corrente e che, dunque, fossero necessari ulteriori ribassi dei prezzi dei titoli obbligazionari. Questa osservazione ha consigliato un approccio prudente in termini di esposizione al rischio di tasso (*duration*) che da un livello iniziale di circa 1,8 è stata aumentata progressivamente durante le fasi di debolezza dei mercati fino al livello di 2,7 verso la fine del semestre. La presenza di rendimenti storicamente molto più elevati sulle scadenze più ravvicinate rispetto a quelle più lunghe ha inoltre consigliato di sovrappesare il tratto breve delle curve dei rendimenti: la maggior volatilità dei tassi di interesse su queste scadenze (i più influenzati dalla politica monetaria delle banche centrali e dalle relative valutazioni effettuate dagli investitori) è stata compensata proprio dalla *duration* moderata. Inoltre, dal punto di vista delle curve di riferimento, è stata data maggior peso ai titoli denominati in dollari rispetto a quelli in euro, sia per il più elevato livello dei rendimenti, sia per il fatto che la BCE era più indietro della FED nel percorso della politica monetaria restrittiva. I titoli con le scadenze lunghe sono stati per contro poco presenti perché, stanti i livelli di crescita economica e di inflazione in corso, offrivano modesti margini di apprezzamento che erano quindi soggetti a una possibile revisione al rialzo, sia in funzione di un più elevato tasso di crescita (se l'economia si fosse rivelata più forte del previsto, come i mercati azionari prezzavano), sia in relazione al tasso di inflazione (se il *target* del 2% fosse troppo difficile da raggiungere in tempi ragionevolmente brevi, stante il costo politico – per banche centrali e governi – derivante dall'indebolimento della domanda e dalla disoccupazione).

Una scelta di gestione, invece, meno efficace è stata quella della prudenza in termini di esposizione alle *asset class* più rischiose, ovvero azioni e differenziale di interesse (*spread*) per il rischio di credito. A questo proposito, le motivazioni sono duplici. In primo luogo, si poneva una questione di coerenza e di consequenzialità rispetto all'ipotesi di tassi di interesse (curve dei rendimenti) ancora troppo bassi: non è infatti logico immaginare che una politica monetaria (ancor più) restrittiva possa essere accompagnata dal rafforzamento dei bilanci delle imprese e in generale della posizione debitoria degli emittenti e quindi da una diminuzione del premio per il rischio del loro debito. In secondo luogo, specificamente per la questione degli *spread*, occorre notare che la maggior parte del rendimento a scadenza era (ed è) costituita dal tasso offerto dagli emittenti governativi privi di rischio (per esempio gli Stati Uniti per le emissioni in dollari americani). Conseguentemente, l'esito dell'investimento dipende più da una scelta di *duration* (rischio di variazione del tasso offerto dai titoli a basso rischio di *default*) che da una scelta di *spread* (rischio aggiuntivo per il maggior rischio di *default*). Se è vero che il merito di credito può migliorare (seppur con il predetto *caveat* proveniente dalla politica monetaria), è anche vero che i differenziali di rendimento non erano (e non sono) adeguati rispetto alla possibilità di una pur lieve e momentanea recessione, che avrebbe come conseguenza i tagli di tasso già espressi nelle curve dei

rendimenti dei principali paesi, che sono invertite da molti mesi. Nei fatti, invece, il mercato ha invece ha sorprendentemente premiato le obbligazioni del segmento *high yield*, ovvero quelle degli emittenti che risentono maggiormente del peso del rialzo dei tassi di interesse su elevati livelli di indebitamento. Nell'ottica di mantenimento della diversificazione delle fonti di rischio e di rendimento, il fondo ha avuto esposizione anche verso questi settori, tuttavia la misura contenuta di tale esposizione ha moderato il risultato positivo.

La presenza del dollaro americano, infine, non ha giovato, soprattutto in termini di volatilità, considerato che la valuta statunitense si è svalutata, nel primo semestre del 2023, di meno del 2%. L'esposizione al dollaro continuerà a essere gestita dinamicamente in funzione della convenienza ad acquistarlo durante le fasi di debolezza per diverse ragioni. In primo luogo, il fondo presenta già un'allocazione moderata al dollaro, rispetto ai mercati di riferimento; occorre infatti considerare che l'insieme delle attività finanziarie oggetto di investimento (che siano azioni o obbligazioni) è denominato per oltre il 60% in dollari, mentre il fondo è stato esposto, nel corso del semestre tra il 35% e il 40%. Tuttavia l'esposizione al lordo delle coperture è aumentata dal 35% a quasi il 50% di fine periodo. In secondo luogo, in mancanza di movimenti particolarmente importanti, ci si trova a dover pagare il costo della copertura (dato dal differenziale dei tassi in euro e in dollari) diminuendo sì la volatilità, ma anche la performance potenziale.

Infine, si riporta che l'incidenza dei costi di gestione è calata sensibilmente rispetto allo scorso anno: i costi hanno inciso - nel primo semestre del 2023 - per circa lo 0,95% sulla classe A e circa lo 0,88% sulla classe B. La prosecuzione dell'ampiamiento delle masse gestite, una volta a regime, consentirà di portare tale incidenza a un livello ragionevole e più che dimezzato.

2.2 Linee strategiche per il prossimo semestre

L'attività di gestione proseguirà ad aumentare metodicamente l'esposizione alle diverse opportunità e rischi presentati dalle varie asset class oggetto di investimento, portando l'andamento del fondo più in sintonia con quello dei mercati obbligazionari e azionari globali. Ciò consentirà di aumentare il rendimento potenziale, benché sarà ovviamente accompagnato da una più elevata volatilità. Per quanto riguarda il rischio di tasso (*duration*), si aumenterà ulteriormente l'esposizione ai tassi di interesse soprattutto in funzione del possibile aumento dei tassi di interesse sulla parte lunga delle curve dei rendimenti dei paesi sviluppati, che ancora consideriamo troppo bassi. L'esposizione al rischio di credito (*"spread"*), come quella sul mercato azionario, sarà incrementata qualora i premi per il rischio ritornino su livelli compatibili con uno scenario meno ideale di quello attualmente prezzato dai mercati, che giudichiamo poco coerente. Infatti, o le condizioni monetarie si rileveranno sufficientemente restrittive (e avranno un effetto sulla solidità dei bilanci dei debitori attraverso minori entrate e maggiori oneri finanziari), o le condizioni monetarie non si riveleranno adeguatamente restrittive e in questo caso la salita delle curve dei rendimenti non favorirà comunque le asset class rischiose, quanto meno per una semplice questione di attualizzazione dei flussi di cassa futuri. In ogni caso, il differenziale di rendimento atteso per il rischio dovrà essere più elevato. Per le medesime ragioni, sarà tenuta un'esposizione modesta ai settori *real estate* e delle materie prime.

2.3

Alisei Logical Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ

Situazione Patrimoniale al 30 Giugno 2023

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	4.388.967	92,196	1.845.096	94,720
A1. Titoli di debito	2.388.509	50,174	1.182.782	60,720
A1.1 titoli di stato	2.388.509	50,174	1.182.782	60,720
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	10.305	0,216		
A3. Parti di O.I.C.R.	1.990.153	41,806	662.314	34,000
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
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 LIQUIDITÀ	363.865	7,644	102.489	5,261
F1. Liquidità disponibile	363.877	7,644	102.541	5,264
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-12		-52	-0,003
G. ALTRE ATTIVITÀ	7.613	0,160	379	0,019
G1. Ratei attivi	7.336	0,154	379	0,019
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	277	0,006		
TOTALE ATTIVITÀ	4.760.445	100,000	1.947.964	100,000

2.4 Alisei Logical Fund - Situazione patrimoniale - PASSIVITÀ e VALORE NETTO

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30.06.2023	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
H1. Finanziamenti ricevuti		
H2. Sottoscrittori per sottoscrizioni da regolare		
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 PARTECIPANTI		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	6.995	8.242
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	6.995	8.241
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		1
TOTALE PASSIVITÀ	6.995	8.242
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	4.753.450	1.939.722
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	501.035,963	205.849,171
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	9,487	9,423
VALORE COMPLESSIVO CLASSE A	3.932.983	1.176.578
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE A	413.312.632	123.916.219
VALORE COMPLESSIVO CLASSE B	820.467	763.144
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE B	87.723.331	81.932.952
VALORE QUOTA CLASSE A	9,516	9,495
VALORE QUOTA CLASSE B	9,353	9,314

2.5 Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio in ordine decrescente di valore

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
USA TREASURY 0.125% 2020/15.04.2025 INFL	USD	579.000,000	592.461,76	12,446
US TREASURY N/B 1% 2023/31.07.2028	USD	614.000,000	481.797,75	10,121
WT SHORT USD LONG EUR	EUR	14.468,000	431.580,44	9,066
BUNDES T BILL ZC 2022/19.07.2023	EUR	400.000,000	397.470,66	8,349
USA TREASURY INFL 0,5% 2018/15/01/2028	USD	345.000,000	363.107,52	7,628
BTP 0,40% 2016/11.04.2024 I/L ITALIA	EUR	205.000,000	204.704,62	4,300
PIMCO EURO STHY CORPBOND INC	EUR	22.485,000	199.756,74	4,196
BUNDESREPUBLIK 0% 2020/15.05.2035	EUR	258.000,000	193.974,72	4,075
LYXOR ETF US CURVE STEEP 2-10	EUR	2.291,000	187.862,00	3,946
SPDR 0-5 EM USD GOVT EUR-H A	EUR	6.731,000	183.554,37	3,856
ISHARES \$ TREASURY BOND 3-7YR UCITS ETF-	EUR	32.392,000	141.144,90	2,965
ISHARES EUR CORP BOND 0 3YR ESG UCITS ET	EUR	25.763,000	123.958,67	2,604

ISHARES MSCI WRLD EUR HEDGED	EUR	1.259,000	91.655,20	1,925
JPM USD EM SOV BD UCITS ETF (MI - EUR)	EUR	868,000	64.119,16	1,347
SPDR EMERGING MKTS LOCAL BD	EUR	1.085,000	57.092,70	1,199
XTRACKERS S&P SELECT FRONTIER SWAP UCITS	EUR	3.117,000	49.504,19	1,040
FRANCE-OAT 0.50% 2020/25.05.2072	EUR	122.000,000	47.963,08	1,008
VANECK EMERG MARKETS HY ETF	EUR	492,000	47.064,72	0,989
ISHARES \$ TIPS UCITS ETF-VCIC ETF CL EUR	EUR	9.050,000	46.171,29	0,970
US TREASURY 3,625% 2023/15.05.2053	USD	52.000,000	45.655,18	0,959
ISHARES JPM USD EM CORP BND	EUR	527,000	41.490,71	0,872
LYXOR MSCI WORLD-MHDG-EUR	EUR	209,000	35.187,24	0,739
LYXOR ESG USD HIGH YLD DR-A	EUR	4.015,000	34.480,82	0,724
ISHARES EDGE MSCI EM VALUE	USD	893,000	32.897,20	0,691
USA TREASURY 1,875% 2022/15.02.2032	USD	41.000,000	32.110,51	0,675
VANG FTSE EM USDA	EUR	515,000	25.528,55	0,536
LYXOR INDEX-LYXOR USD LIQ. INV. GR. CO.	EUR	288,000	24.160,32	0,508
VANECK GLB REAL ESTATE ETF (GT)	EUR	640,000	21.945,60	0,461
WT BROAD COMDTY UCITS USD A	EUR	2.167,000	21.076,24	0,443
BOTS ZC 2022/14.07.2023	EUR	20.000,000	19.980,80	0,420
ISHARES EUR HY CORP ESG EURA (IM)	EUR	4.038,000	19.465,17	0,409
ISHARES MARKIT IBOXX EUR H/Y ETF	EUR	210,000	19.070,10	0,401
WISDOMTREE ATI COCO ETF EUR HEDGED	EUR	210,000	16.188,90	0,340
AMUNDI JP MRG GBI GLOB GOV	EUR	324,000	14.819,76	0,311
SPDR 0-5 EM USD GOVERNMENT	EUR	590,000	14.313,40	0,301
INVECO S&P 500 QVM (MI - EUR)	EUR	305,000	12.134,42	0,255
WISDOMTREE EUZ QTY DIV GRWTH (MI - EUR)	EUR	454,000	10.721,21	0,225
JPM GLOBAL REI ESG UCITS ETF	EUR	302,000	10.420,51	0,219
EVOTEC AG	EUR	500,000	10.305,00	0,216
TURCHIA 6,875% 2006/17.03.2036	USD	12.000,000	9.282,05	0,195
SPDR EM SMALL CAP	EUR	98,000	9.162,02	0,192
ISHARES EDGE MSCI EM MINIMUM VOLATILITY	EUR	129,000	3.626,83	0,076

2.6 Movimenti delle quote nel periodo

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
	(TOTALE)
Quote emesse	
Qte emesse cl A	299.679,368
Qte emesse cl B	5.855,556
Quote rimborsate	
Qte rimborsate cl A	10.282,955
Qte rimborsate cl B	65,177

2.7 Commissioni di performance nel periodo

	Importo delle commissioni di performance addebitate	Commissioni di performance (in percentuale sul NAV)
Classe A	-	-
Classe B	-	-

