



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

AL 28 GIUGNO 2024

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	4
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	10
1.	ALISEI SPECIAL FUND	10
1.1	Commento alla gestione	10
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	21

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 € 4.049.800 - sottoscritto e versato € 3.039.600

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

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

Le economie sviluppate hanno evidenziato, nella prima parte del 2024, una sostanziale prosecuzione delle dinamiche dello scorso anno, contrariamente alle attese di molti economisti. La crescita del PIL ha evidenziato per lo più una sostanziale tenuta, soprattutto negli Stati Uniti, la cui economia ha continuato a espandersi ad un tasso reale vicino al 3%, dunque presumibilmente oltre il livello potenziale. Al peggio si è riscontrato un modesto ritracciamento, come nei casi della Germania - la cui crescita reale è leggermente inferiore allo zero - o del Regno Unito - che ha visto un progresso marginalmente positivo -, mentre l'area euro nel complesso è cresciuta anch'essa, nel primo trimestre, a un tasso dello 0,3%. Sul fronte dell'inflazione, sono state confermate le attese di diminuzione della velocità con cui aumentano i prezzi; l'inflazione si è mossa (rispetto all'anno precedente) tra il 3% e il 3,5% negli Stati Uniti e tra il 2.5% e il 2.7% in Europa. Il dato annuale è rimasto dunque ancora al di sopra dell'obiettivo esplicito delle banche centrali, ovvero il due per cento. In entrambe queste due aree, inoltre, il mercato del lavoro ha continuato a mostrare un buono stato di salute, con un tasso di disoccupazione che è rimasto su livelli assai contenuti, sia negli Stati Uniti (sempre al di sotto del 4%), sia in Europa (ai minimi storici, al di sotto del 6,5%). Nel complesso, il fatto rilevante è che, tanto negli Stati Uniti, quanto in Europa, non si sia verificato quel rallentamento dell'economia, atteso fino anche all'ipotesi di una pur lieve contrazione, che avrebbe dovuto determinare le condizioni per un allentamento della politica monetaria, moderatamente restrittiva, attuata dalle rispettive banche centrali. Da questo punto di vista si è quasi ripetuto il copione dello scorso anno: crescita e inflazione si sono dimostrati sorprendentemente più resistenti di quanto auspicato.

La situazione è stata simile, ma specularmente inversa, per la terza più grande area economica a livello globale, la Cina. Il Paese, nonostante stia riprendendosi dalla deflazione che aveva caratterizzato la seconda parte dello scorso anno, non riesce ancora a uscire dagli effetti della crisi immobiliare e delle misure fortemente restrittive attuate nel periodo del Covid, complice anche la guerra commerciale in atto con i Paesi Occidentali. La Cina cresce a un tasso reale di circa il 5%, ben lontano da quel 9% circa che aveva caratterizzato il periodo pre-pandemico. È senz'altro assai presto per comprendere se questo sia semplicemente un periodo di transizione verso un profilo di crescita meno dipendente da investimenti ed esportazioni e più rivolto al consumo e ai servizi interni (tendenza, questa, già in atto già da tempo) o se invece si tratti di una crisi più profonda e duratura. Il dato certo è che in questo momento le economie occidentali non dispongono più di quel motore di crescita che in passato è stato in grado di dare un grande contributo all'espansione economica globale: le difficoltà del modello tedesco (molto legato all'esportazione) ne è un esempio. Tra le altre economie emergenti si segnala la solida crescita dell'India (che molti vedono come uno dei Paesi più promettenti per quanto riguarda i futuri tassi di crescita) e dell'Indonesia, la stabilità della crescita in Messico e Brasile e le difficoltà dell'Argentina, alle prese con la difficile transizione verso un modello economico più liberista.

Il Giappone, per concludere con i Paesi più sviluppati, vede ancora una crescita reale asfittica (l'ultimo dato di marzo è leggermente negativo, pari a -0,7), tuttavia il tasso di inflazione sembra essersi stabilizzato sopra il 2 per cento. Questo fatto ha avuto notevoli conseguenze in termini di politica monetaria e soprattutto di aspettative di mercato, con effetti tanto sui tassi di interesse - che evidenzerebbero una tendenza al rialzo -, quanto su quelli di cambio - che mostrerebbero una tendenza al rafforzamento, come accaduto in aprile.

In conclusione, sembra che, al momento, la crescita delle economie più grandi e in salute provenga dalla spesa per consumi (favorita sia dai risparmi rimasti dopo i generosi sussidi del periodo pandemico, sia da un mercato

del lavoro favorevole) e dalla spesa pubblica che coinvolge numerosi settori, che vanno da quelli legati alla transizione energetica, alle infrastrutture, ai settori strategici dal punto di vista militare o competitivo. Entrambi questi fattori saranno messi alla prova dagli effetti delle condizioni monetarie restrittive degli ultimi recenti anni, dal venire meno della propensione a intaccare ulteriormente i risparmi o a indebitarsi ai tassi attualmente prevalenti e, non ultimo, dalla sostenibilità del livello di indebitamento dei governi, che si trova per la maggior parte di essi, ai massimi storici.

5.2 Andamento dei mercati finanziari

La performance dei principali mercati di riferimento, nel primo semestre del 2024 è riportata nella seguente tabella.

CLASSE INVESTIMENTO	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	ANNO 2024
AZ mondiali	1,14	4,11	2,98	- 3,83	4,23	1,93							10,81
AZ euro	0,21	0,87	4,82	0,05	2,44	- 3,02							5,32
AZ emerg	- 4,68	4,63	1,91	0,53	0,29	3,55							6,11
AZ bric	- 5,61	5,36	0,54	3,92	1,08	1,31							6,40
AZ ITA	1,29	5,97	6,66	- 2,89	2,21	- 3,88							9,23
AZ ITA small c	- 2,03	0,76	1,84	1,55	1,85	- 2,67							1,20
AZ GER	0,91	4,58	4,61	- 3,03	3,16	- 1,42							8,86
AZ USA	1,59	5,17	3,10	- 4,16	4,80	3,47							14,48
AZ UK	- 1,33	- 0,01	4,23	2,41	1,61	- 1,34							5,57
AZ CH	1,76	0,93	2,55	- 4,00	6,57	- 0,06							7,69
AZ China	- 9,16	6,63	0,18	7,39	1,78	- 2,00							3,94
AZ JAP	8,43	7,94	2,56	- 4,39	0,21	2,85							18,28
B govt eur	- 1,33	- 1,14	1,00	- 1,38	- 0,15	0,21							- 2,77
B govt USA	- 0,17	- 1,52	0,53	- 2,70	1,15	0,71							- 2,04
B corp EU	- 0,17	- 2,25	1,29	- 0,97	0,25	0,67							- 1,22
B corp USA	1,48	- 1,45	0,33	- 2,27	0,53	1,04							- 0,39
USD	- 2,00	- 0,12	- 0,15	- 1,14	1,71	- 1,24							- 2,95
GBP	- 1,65	0,39	- 0,15	- 0,10	- 0,27	- 0,50							- 2,27
YEN	2,07	1,96	0,75	3,03	1,43	1,04							10,71
CHF	0,32	2,56	1,78	0,82	- 0,18	- 1,64							3,65
GOLD	- 1,14	0,23	9,08	2,53	1,80	- 0,02							12,79
OIL	5,86	3,18	6,27	- 1,49	- 6,03	5,91							13,80
GAS	- 16,47	- 11,43	- 5,22	12,93	29,93	0,54							3,46
Bit coin	1,25	44,68	15,11	- 15,34	12,96	- 11,11							43,36
Real EST EUR	- 2,12	- 7,70	8,48	- 2,18	5,33	- 3,48							- 2,54

L'inizio del 2024 è stato caratterizzato in primo luogo dalla quasi immediata revisione delle favorevoli aspettative incorporate nei tassi di interesse. L'apertura, nel dicembre scorso, da parte del Governatore della Fed Powell alla possibilità dell'adozione di una politica monetaria meno restrittiva è stata presa dai mercati come un motivo per ipotizzare un punto di arrivo verso tassi di interesse neutrali, se non espansivi, complici ovviamente le attese di moderazione del tasso di crescita e di rientro del tasso di inflazione, menzionate precedentemente. Alla prova dei fatti, per la fine di aprile i tassi di interesse di mercato erano risaliti ai livelli di settembre dello scorso anno, limando buona parte dei guadagni messi a segno nel semestre precedente: l'indice obbligazionario globale in dollari è infatti ritornato ai livelli di maggio e giugno dello scorso anno. In Europa il comportamento non è stato dissimile: nonostante la crescente evidenza delle difficoltà dell'economia tedesca, la BCE ha mantenuto toni

determinati riguardo alla necessità di far diminuire ulteriormente il tasso di inflazione e anche in questo caso i mercati hanno quasi del tutto perso i guadagni della fine dello scorso anno. Si segnala tuttavia che, in giugno, l'Istituto centrale europeo ha ridotto i tassi di riferimento di un quarto di punto, con lo scopo di accomodare la crescita - positiva, ma poco brillante - dell'eurozona. Questa manovra, insieme ai dati relativamente incoraggianti sull'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti, hanno dato un po' di supporto ai mercati obbligazionari. Al termine del semestre, i vari comparti obbligazionari di riferimento - dati dai titoli governativi - hanno evidenziato mediamente performance tra il -1% e il -2%. Per contro, si rimarca la notevole eccezione data dai comparti più rischiosi: il segmento dei titoli *high yield* evidenzia, alla fine del semestre un guadagno di circa il +3%, sia in Europa, sia negli Stati Uniti, grazie - dal punto di vista tecnico - al più elevato rendimento a scadenza e al minor peso di emissioni a lungo termine nonché - dal punto di vista fondamentale - a una propensione dei mercati a premiare le posizioni più speculative. Similmente, i titoli governativi in dollari emessi da Paesi Emergenti evidenziano un guadagno di circa il 2%, messo a segno negli ultimi due mesi del periodo, soprattutto grazie alla contestuale ripresa dei titoli di Stato USA.

I mercati azionari hanno evidenziato un andamento singolare, soprattutto negli Stati Uniti, il cui indice più noto (S&P 500) è stato trainato quasi unicamente dai titoli a più elevata capitalizzazione, indipendentemente da valutazioni assai elevate già da molti mesi. Un ruolo importante è stato giocato dall'idea che la spesa per gli investimenti necessari a dotarsi di tecnologie di Intelligenza Artificiale possa non solo continuare ad essere molto sostenuta, ma anche essere in futuro estremamente produttiva, in termini di guadagni di efficienza; i titoli maggiormente coinvolti da questa idea ne hanno beneficiato in misura probabilmente esagerata, dato quanto si può ragionevolmente supporre in questo momento. Per fare un confronto, l'indice complessivo S&P500 (in cui ogni azione è rappresentata in base alla capitalizzazione di borsa) evidenzia una performance di circa il 15%, mentre il medesimo indice in cui ogni azione ha il medesimo peso, evidenzia una performance di poco superiore al 5%. In Europa, i listini hanno evidenziato un andamento complessivamente positivo, in cui si segnalano la buona performance dell'indice italiano e la modesta performance di quello francese che è stato penalizzato verso la fine del periodo dalla prospettiva di una vittoria della destra alle elezioni in programma proprio tra la fine di giugno e l'inizio di luglio. Si segnala anche la tenuta dell'indice tedesco, nonostante le difficoltà di alcune grandi imprese.

5.3 Prospettive

Nella seconda parte del 2024 i dati macroeconomici dovranno fornire al mercato la conferma della sussistenza dei presupposti che hanno fin qui sostenuto i mercati azionari, ovvero prosecuzione della crescita delle economie sviluppate intorno al livello potenziale, buoni risultati nelle trimestrali accompagnati dalla progressione degli utili e tasso di inflazione che mantiene una pur lenta tendenza alla discesa. Quest'ultimo aspetto sarà ancora particolarmente importante, perché solo così le principali banche centrali potranno rendere meno restrittiva o neutrale la politica monetaria. In tal caso, ne beneficerebbero sia il mercato azionario (a motivo del minor peso del servizio del debito futuro e del più basso tasso di sconto degli utili attesi), sia quello obbligazionario (che, soprattutto sulle scadenze più brevi, risente molto delle dichiarazioni dei Governatori). Sarà poi importante verificare che gli effetti della politica monetaria restrittiva fin qui adottata non determini un rallentamento indesiderato delle economie, rischio che alcuni economisti ritengono presente e già visibile nel pur modesto rialzo del tasso di disoccupazione negli Stati Uniti. In questo caso, i titoli di stato dei paesi più sicuri ne beneficerebbero senz'altro, a cominciare da quelli a breve scadenza, mentre i titoli di stato dei paesi meno virtuosi e le obbligazioni emesse dalle imprese ne risentirebbero negativamente in funzione dell'aumento del premio per il rischio. I mercati azionari, similmente, dovrebbero riconsiderare i multipli elevati e i tassi di crescita degli utili che sostengono le quotazioni di molte imprese, specialmente di quelle a capitalizzazione più elevata. Si segnalano infine le incertezze sul fronte geopolitico che, seppur apparentemente accantonate, potrebbero modificare in modo rilevante l'attuale contesto macroeconomico, ovvero l'andamento della guerra in Ucraina, la

guerra che coinvolge Israele, Palestina, Libano e Iran e le tensioni tra Cina e Stati Uniti. Questi episodi, oltre a minare la fiducia dei consumatori e delle imprese avrebbe impatti diretti anche sui prezzi delle materie prime (petrolio e oro *in primis*) e potrebbe facilmente determinare una ricerca di attivi considerati "sicuri" come i titoli di Stato.

1. ALISEI SPECIAL FUND

1.1 Commento alla gestione

Nel primo semestre 2024 il fondo ha avuto una performance pari al -1,11% per la classe A1 e al -0,79% per la classe A2.

Nel corso dei primi sei mesi dell'anno, l'esposizione azionaria del fondo ha oscillato tra valori pari al 89% del patrimonio netto di inizio anno e il 95% di fine semestre, con acquisti progressivi di ribilanciamento sugli attivi selezionati in prospettiva di medio-lungo termine.

A livello settoriale, la composizione del fondo si è caratterizzata per l'elevata esposizione verso settori e titoli che, oltre ad avere valutazioni attraenti, presentano potenzialità di miglioramento reddituale non ancora prezzate dal mercato. In dettaglio, sono stati privilegiati tre settori allargati: il settore sanitario, il settore delle infrastrutture e il settore della transizione "verde". Nell'ambito del comparto sanitario, la presenza è diffusa sui tre segmenti della farmaceutica, della biotecnologia e degli strumenti medicali, tutti oggi interessanti per le valutazioni non elevate, per le potenzialità legate all'innovazione di prodotto e per il tema dell'invecchiamento di una popolazione sempre più numerosa. I comparti delle infrastrutture e della transizione verso fonti energetiche rinnovabili nonché verso modelli di produzione e di consumo più rispettosi dell'ambiente sono in larga parte adiacenti e ricomprendono i servizi di pubblica utilità (utilities per energia, acqua, trattamento rifiuti, ecc.), alcune selezionate attività di costruzione, le applicazioni della scienza dei materiali, le progettazioni e realizzazioni di grandi opere. Questi settori sono pure sostenuti dalla spesa pubblica stanziata dai programmi pluriennali di recupero dopo il crollo dovuto alla pandemia. Di minore portata, ma pur rilevante, è stata la presenza sul settore bancario, beneficiario del regime di tassi di interesse elevati rispetto al recente passato e quindi di una ripresa di marginalità sull'attività di intermediazione creditizia.

Sul breve termine, queste scelte hanno dato risultati meno interessanti rispetto al settore della "tecnologia informatica", sostenuto e alimentato nelle valutazioni dalle aspettative e, in parte, dalle speranze legate alla generazione e alle applicazioni dell'Intelligenza Artificiale, fenomeno sicuramente rilevante, ma dai contorni ancora confusi nell'attribuzione dei ritorni economici. Il posizionamento del fondo risulta, peraltro, più difensivo, meno esposto alla volatilità dei mercati e favorevolmente sensibile ad eventuali, auspiccate, riduzioni dei tassi di interesse da parte delle Banche Centrali.

In termini geografici, gli investimenti si sono concentrati su società europee ed americane. È stata incrementata l'esposizione al Regno Unito, dove le valutazioni scontano ormai appieno le difficoltà economiche conseguenti alla "Brexit", sia in termini amministrativo-contabili sia in termini di adattamento del comportamento degli operatori. Inoltre, alcuni cambiamenti di politica economica sembrano prossimi.

1.2 Linee strategiche per il prossimo semestre

Da un punto di vista sistemico, al di là dei risultati elettorali, pervasivi nella seconda metà del 2024, l'attenzione è concentrata sui dati statistici circa il tasso di inflazione, la cui lenta, ma costante, riduzione sarà decisiva affinché le principali Banche Centrali possano procedere con un allentamento della politica monetaria e dare così più fiato alla crescita economica.

Il posizionamento del fondo su programmi e tendenze di lungo periodo lo rende meno vulnerabile ai rischi principali oggi percepibili: il rischio geopolitico, con le guerre in Ucraina e in Medio-Oriente in primo piano, ma anche con il confronto per l'egemonia planetaria tra USA e Cina sullo sfondo; il rischio macroeconomico di stagflazione, ove la deriva inflazionistica non dovesse piegarsi all'azione delle Banche Centrali; il rischio politico, che si manifesterebbe nel caso gli esiti elettorali, soprattutto negli Stati Uniti, producessero risultati anomali o estremi.

1.3 Alisei Special Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ

Situazione Patrimoniale al 28 Giugno 2024

ATTIVITÀ	Situazione al 28.06.2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	5.759.057	94,359	5.153.694	89,675
A1. Titoli di debito	44.204	0,724	44.862	0,780
A1.1 titoli di stato	44.204	0,724	44.862	0,780
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale	5.698.155	93,361	5.091.730	88,597
A3. Parti di O.I.C.R.	16.698	0,274	17.102	0,298
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	338.361	5,544	591.377	10,290
F1. Liquidità disponibile	417.824	6,846	523.942	9,117
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	12.511	0,205	80.811	1,406
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-91.974	-1,507	-13.376	-0,233
G. ALTRE ATTIVITÀ	5.963	0,097	1.993	0,035
G1. Ratei attivi	1.310	0,021	1.503	0,026
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	4.653	0,076	490	0,009
TOTALE ATTIVITÀ	6.103.381	100,000	5.747.064	100,000

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

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28.06.2024	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	6.742	14.498
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	6.726	14.488
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	16	10
TOTALE PASSIVITÀ	6.742	14.498
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	6.096.639	5.732.566
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	569.726,626	530.634,611
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	10,701	10,803
VALORE COMPLESSIVO CLASSE A	2.927.542	2.726.818
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE A	275.608,551	253.875,605
VALORE COMPLESSIVO CLASSE B	3.169.097	3.005.748
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE B	294.118,075	276.759,006
VALORE QUOTA CLASSE A	10,622	10,741
VALORE QUOTA CLASSE B	10,775	10,861

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	129.880,00	2,128
NOVONESIS (NOVOZYMES) B	DKK	2.145,000	122.557,46	2,008
MERCK KGAA	EUR	775,000	119.931,25	1,965
REDCARE PHARMACY NV	EUR	1.000,000	114.000,00	1,868
SMITH & NEPHEW PLC.	GBP	9.168,000	106.003,30	1,737
L'OREAL	EUR	250,000	102.512,50	1,680

TELECOM ITALIA SPA ORD.	EUR	450.000,000	100.575,00	1,648
SYENSQO SA	EUR	1.150,000	96.105,50	1,575
SIEMENS HEALTHINEERS-ORD SHS	EUR	1.750,000	94.150,00	1,543
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	4.000,000	93.160,00	1,526
BANCO SANTANDER SA	EUR	21.500,000	93.105,75	1,525
PFIZER INC.	USD	3.300,000	86.140,50	1,411
KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS	EUR	3.619,000	85.372,21	1,399
ALSTOM NEW	EUR	5.400,000	84.780,00	1,389
COLOPLAST B	DKK	750,000	84.135,65	1,379
SAIPEM SPA	EUR	35.000,000	83.720,00	1,372
ROCHE HOLDING AG - BUONI PARTECIPAZIONE	CHF	300,000	77.693,59	1,273
WPP PLC	GBP	9.000,000	76.873,01	1,260
BAYER AG NEW	EUR	2.900,000	76.502,00	1,253
LINDT & SPRUENGL AGI	CHF	7,000	76.219,64	1,249
FERRARI NV - EUR	EUR	200,000	76.140,00	1,248
IBERDROLA SA	EUR	5.901,000	71.490,61	1,171
H LUNDBECK A/S	DKK	13.500,000	70.345,69	1,153
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	2.500,000	69.800,00	1,144
L.M.ERICSSON TELEFONAKTIEBOLAGET CL. B	SEK	12.000,000	69.560,31	1,140
AKZO NOBEL	EUR	1.200,000	68.136,00	1,116
B.CA POPOLARE DI SONDRIO	EUR	10.000,000	66.800,00	1,094
ACCIONA	EUR	600,000	66.180,00	1,084
BANCA MONTE DEI PASCHI SIENA	EUR	15.000,000	65.775,00	1,078
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO.	USD	1.650,000	63.928,07	1,047
AIR LIQUIDE	EUR	385,000	62.092,80	1,017
SVENSKA CELLULOSA AB -B-	SEK	4.500,000	62.061,17	1,017
AIR FRANCE-KLM	EUR	7.500,000	61.710,00	1,011
POSTE ITALIA	EUR	5.000,000	59.475,00	0,974
STRAUMANN HOLDING AG-REG NEW	CHF	500,000	57.764,17	0,946
BP PLC.	GBP	10.114,000	56.669,87	0,928
GILEAD SCIENCES INC.	USD	850,000	54.406,66	0,891
EASYJET PLC	GBP	10.000,000	53.967,69	0,884
EVOTEC AG	EUR	6.000,000	53.850,00	0,882
DSM-FIRMENICH AG	EUR	500,000	52.800,00	0,865
ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EUR	15.000,000	52.485,00	0,860
COMMERZBANK NEW	EUR	3.500,000	49.647,50	0,813
CONTINENTAL AG	EUR	900,000	47.610,00	0,780
SAP SE	EUR	250,000	47.380,00	0,776
OESTERREICHISCHE POST AG	EUR	1.500,000	44.925,00	0,736
DEUTSCHE BANK - NOMINATIVE	EUR	3.000,000	44.724,00	0,733
BIOMERIEUX	EUR	500,000	44.375,00	0,727
BTP 1.35% 2019/01.04.2030	EUR	50.000,000	44.204,00	0,724
SALCEF SPA	EUR	1.700,000	43.435,00	0,712
NOKIAN RENKAAT OYJ	EUR	5.500,000	42.295,00	0,693
UMICORE	EUR	3.000,000	42.090,00	0,690
BARCO N.V.	EUR	4.000,000	41.440,00	0,679
REPLY SPA	EUR	300,000	41.340,00	0,677
WATERS CORP.	USD	150,000	40.598,94	0,665
ION BEAM APPLICATIONS	EUR	3.250,000	38.935,00	0,638
DATALOGIC NEW	EUR	7.000,000	38.920,00	0,638
FORVIA EX FAURECIA (PARIGI)	EUR	3.500,000	38.692,50	0,634
ALASKA AIR GROUP INC.	USD	1.000,000	37.690,08	0,618
S.K.F. AB CL.B	SEK	2.000,000	37.493,50	0,614

STANLEY BLACK & DECKER INC	USD	500,000	37.265,60	0,611
OVS SPA	EUR	15.000,000	37.260,00	0,610
ENAV SPA	EUR	10.000,000	37.260,00	0,610
VERBIO AG	EUR	2.100,000	36.624,00	0,600
THYSSENKRUPP AG	EUR	9.000,000	36.342,00	0,595
CARL ZEISS MEDITEC AG	EUR	550,000	36.107,50	0,592
SANOFI	EUR	400,000	35.976,00	0,589
AVIO SPA (EX SPACE2)	EUR	3.000,000	35.700,00	0,585
DR ING HC F PORSCHE AG	EUR	500,000	34.760,00	0,570
ASTON MARTIN LAGONDA GLOBAL	GBP	20.000,000	33.887,51	0,555
JOHNSON MATTHEY - PLC	GBP	1.800,000	33.257,87	0,545
ROCHE HOLDING AG-BEARER	CHF	115,000	32.683,21	0,535
ZOETIS INC	USD	200,000	32.346,30	0,530
DERICHEBOURG SA	EUR	7.500,000	31.875,00	0,522
POSTNL NV	EUR	25.000,000	31.700,00	0,519
WEBUILD (EX SALINI IMPREGILO)	EUR	15.000,000	30.720,00	0,503
VITROLIFE AB	SEK	2.000,000	30.710,14	0,503

1.6 Movimenti delle quote nel periodo

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
	(TOTALE)
Quote emesse	
Qte emesse cl A	24.111,800
Qte emesse cl B	19.682,366
Quote rimborsate	
Qte rimborsate cl A	2.378,854
Qte rimborsate cl B	2.323,297

1.7 Commissioni di performance nel periodo

	Importo delle commissioni di performance addebitate	Commissioni di performance (in percentuale sul NAV)
Classe A	13.392	0,457
Classe B	16.898	0,533

2. ALISEI LOGICAL FUND

2.1 Commento alla gestione

Il fondo riporta nel primo semestre del 2024 una performance pari a +0,67% per la classe A e a +0,88% per la classe B.

La politica di investimento del fondo Alisei Logical Fund è fortemente orientata da un processo quantitativo proprietario di Alisei SGR, che è finalizzato in primo luogo alla gestione dei rischi ed alla loro diversificazione. Il fondo, infatti, alloca costantemente 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.

Alisei Logical ha evidenziato, in questo primo semestre del 2024, un profilo nettamente diverso rispetto allo scorso anno: il fondo è più esposto sia alle opportunità esistenti sui mercati obbligazionari (grazie al più elevato livello raggiunto dai tassi di interesse), sia a quelle esistenti sui mercati azionari (in considerazione della resilienza che stanno mostrando le economie) e presenta dunque un profilo di investimento più "bilanciato" tra le due principali *asset class*. Un fattore importante da considerare è che la maggiore esposizione al mercato obbligazionario è stata ottenuta attraverso una rimodulazione delle esposizioni all'interno di questo comparto, in particolare per quanto riguarda il comparto delle obbligazioni governative, che, rispetto alla media del semestre precedente, sono state diminuite di circa cinque punti percentuali e hanno mediamente pesato nel portafoglio per il 50%. Anche il comparto delle obbligazioni *corporate investment grade* è stato marginalmente diminuito, a motivo dei differenziali di rendimento estremamente ridotti. Si è così potuto aumentare di tre/quattro punti percentuali l'esposizione ai comparti delle obbligazioni *corporate high yield* (a breve scadenza, che hanno pesato mediamente per il 13%) e di quelle governative emesse da Paesi Emergenti (sempre a breve/media scadenza, che hanno pesato mediamente per il 15%).

Dal punto di vista delle curve dei rendimenti, il fondo è esposto principalmente alla curva degli Stati Uniti e secondariamente a quella europea, a motivo del maggior potenziale di discesa dei tassi in dollari. Al sovrappeso di queste due curve fanno da contraltare il netto sottopeso sulla curva yen (detenuta solo sulla parte brevissima per ottenere esposizione alla divisa), l'assenza di esposizione in titoli denominati in yuan cinesi e il sottopeso sulla curva UK. In entrambi i due ultimi casi il motivo è da ricercarsi nella potenzialità di svalutazione delle rispettive monete.

Anche l'esposizione al comparto azionario è stata aumentata, da una media del 7% nel secondo semestre del 2023 a una media del 12% nel primo semestre del 2024 e fino al 16% circa di fine semestre, grazie all'implementazione di un nuovo processo di selezione quantitativo su base fattoriale (*quality, growth e value*) che ha consentito di inserire un numero elevato di titoli appartenenti ai paesi sviluppati. È stato così possibile ottenere sia una elevata diversificazione del portafoglio a livello di titoli, di paese, di settore e di fattore, sia una netta differenziazione rispetto agli indici globali che sono dominati quasi totalmente dalle aziende americane a più grande capitalizzazione, contribuendo così a caratterizzare ulteriormente la specificità del fondo, mantenendone l'apertura verso nuovi contributi in tema di tecniche di gestione del rischio di portafoglio.

Nel complesso, come anticipato lo scorso anno, Alisei Logical è dunque diventato più reattivo rispetto agli andamenti dei mercati di riferimento e mostra pertanto una volatilità più elevata rispetto al passato, ma anche rendimenti potenziali più elevati.

Dal punto di vista della *performance* di periodo, si evidenzia il contributo positivo del comparto obbligazionario (a fronte di mercati per lo più con segno negativo), grazie all'esposizione alla parte breve delle curve, ai *Treasuries inflation linked* e ai comparti *high yield* e paesi emergenti. Il contributo è suddiviso quasi equamente tra titoli di Stato (con l'assenza dei BTP) e titoli "più rischiosi". Si segnala anche il contributo dato dall'esposizione al comparto azionario, che è stato addirittura superiore a quello del comparto obbligazionario. Visti i mercati del primo semestre, il fondo avrebbe sì potuto esprimere *performance* più brillanti, ma a costo di una esposizione più elevata alle *asset class* rischiose. Questi investimenti sono invece tenuti sottopesati in considerazione dei premi per il rischio, che sono eccessivamente ridotti (vicino ai minimi storici). Il posizionamento complessivo può dunque essere considerato "in linea con i mercati" per quanto riguarda il comparto obbligazionario governativo e "più prudente dei mercati" per quanto riguarda i comparti rischiosi azionari e obbligazionari. Dal punto di vista

dell'esposizione azionaria (circa metà di quella potenziale), la prudenza deriva dalla constatazione della presenza di elevate valutazioni - che portano in alto l'asta che le imprese dovranno superare per poter proseguire a fornire *performance* interessanti - e dalla necessità di tutelare i partecipanti al fondo da cadute di prezzo in un momento in cui i listini azionari sono su livelli storici assai elevati.

Il contributo delle divise è stato positivo, con il contributo del dollaro (che pesa circa il 65% ed è però coperto per oltre la metà) e della sterlina (circa 1%) che hanno ampiamente compensato la svalutazione dello yen (circa il 2%).

Infine, si riporta che l'incidenza dei costi di gestione è calata ulteriormente rispetto allo scorso anno: i costi hanno inciso complessivamente - nel primo semestre del 2024 - per circa lo 0,74% sulla classe A e per circa lo 0,53% sulla classe B. La prosecuzione dell'ampiamiento delle masse gestite, una volta a regime, consentirà di portare tale incidenza a un livello ragionevole, circa dimezzato rispetto ai valori correnti.

2.2 Linee strategiche per il prossimo semestre

Per quanto riguarda gli investimenti nel comparto obbligazionario governativo, la parte più consistente del portafoglio in termini di peso, eventuali aumenti del rischio dovranno essere motivati da più elevate probabilità di recessione, considerato che il mercato si è già portato piuttosto avanti in questo senso, avendo fatto scendere i rendimenti sulla parte medio-lunga della curva su livelli che le banche centrali considerano "neutrali" per l'andamento dell'economia. Gli investimenti nei comparti obbligazionari rischiosi potranno essere incrementati a condizione di un consistente aumento del premio per il rischio, che è in prossimità dei minimi storici ed evidenzia scarsa attrattività. Le opportunità potrebbero sorgere o da una inattesa frenata dell'economia o da episodi specifici di "*flight to quality*" che potrebbero penalizzare gli *spread*. È infine al momento improbabile che gli investimenti azionari possano essere aumentati in misura sensibile, in considerazione delle valutazioni elevate dei mercati azionari a fronte dell'emergere di una possibilità di rallentamento dell'economia globale. Da questo punto di vista è più appropriato mantenere una impostazione del fondo più difensiva in modo tale da consentire sia un recupero più agevole dai cali dei mercati, sia anche la possibilità di effettuare acquisti di attività rischiose a prezzi più convenienti.

Dal punto di vista dell'esposizione valutaria, si considererà l'opportunità di aumentare l'esposizione al dollaro americano (attualmente pari a meno della metà di quanto espresso dagli indici azionari e obbligazionari globali), qualora dovesse svalutarsi in modo sensibile.

2.3 Alisei Logical Fund - Situazione patrimoniale - ATTIVITÀ

Situazione Patrimoniale al 28 Giugno 2024

ATTIVITÀ	Situazione al 28.06.2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	5.588.435	96,402	4.900.226	96,175
A1. Titoli di debito	1.500.536	25,885	1.338.078	26,262
A1.1 titoli di stato	1.469.191	25,344	1.325.213	26,010
A1.2 altri	31.345	0,541	12.865	0,252
A2. Titoli di capitale	703.366	12,133	166.039	3,259
A3. Parti di O.I.C.R.	3.384.533	58,384	3.396.109	66,654
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				
	200.197	3,453	189.124	3,712
F1. Liquidità disponibile	200.200	3,453	189.157	3,713
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-3		-33	-0,001
G. ALTRE ATTIVITÀ	8.409	0,145	5.772	0,113
G1. Ratei attivi	6.866	0,118	4.729	0,093
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.543	0,027	1.043	0,020
TOTALE ATTIVITÀ	5.797.041	100,000	5.095.122	100,000

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

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28.06.2024	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		10.000
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		10.000
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	4.733	12.452
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	4.733	12.452
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		
TOTALE PASSIVITÀ	4.733	22.452
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	5.792.308	5.072.670
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE	586.649,826	517.500,714
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE	9,874	9,802
VALORE COMPLESSIVO CLASSE A	4.898.820	4.223.640
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE A	495.133,815	429.777,383
VALORE COMPLESSIVO CLASSE B	893.488	849.030
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE B	91.516,011	87.723,331
VALORE QUOTA CLASSE A	9,894	9,828
VALORE QUOTA CLASSE B	9,763	9,678

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 INFL 0,5% 2018/15/01/2028	USD	412.000,000	459.918,40	7,934
US TREASURY N/B 1% 2023/31.07.2028	USD	431.000,000	350.697,65	6,050
SPDR 0-5 EM USD GOVT EUR-H A	EUR	11.583,000	329.999,67	5,693
WISDOMTREE AT1 COCO ETF EUR HEDGED	EUR	3.295,000	274.835,95	4,741

PIMCO EURO STHY CORPBOND INC	EUR	27.867,000	254.565,04	4,391
ISHARES \$ TIPS UCITS ETF-VCIC ETF CL EUR	EUR	47.559,000	245.689,79	4,238
ISHARES \$ TREASURY BOND 3-7YR UCITS ETF-	EUR	57.297,000	245.202,51	4,230
ISHARES USD TRS 1-3Y EUR-H A	EUR	50.465,000	244.815,80	4,223
PIMCO SHORT- TERM HIGH YIELD	EUR	3.279,000	242.219,73	4,178
ISHARES JPM EM BOND EUR HD	EUR	3.298,000	217.931,84	3,759
ISHARES USD TRES 20+ EUR-H D	EUR	69.396,000	217.070,68	3,745
BUNDESREPUBLIK 0% 2020/15.05.2035	EUR	274.000,000	208.198,90	3,591
SPDR EM LC USD BASE EUR HDG ETF	EUR	5.693,000	141.869,56	2,447
ISHARES EUR CORP BOND 0 3YR ESG UCITS ET	EUR	25.909,000	127.368,64	2,197
TREASURY CERTIFICATES ZC 24-13/03/2025	EUR	123.000,000	118.857,57	2,050
USA TREASURY 0.125% 2020/15.04.2025 INFL	USD	102.000,000	112.325,91	1,938
ISHARES JPM USD EM CRP EURHA ETF	EUR	17.825,000	83.560,03	1,441
LYXOR ETF US CURVE STEEP 2-10	EUR	891,000	77.757,57	1,341
FRANCE-OAT 0.50% 2020/25.05.2072	EUR	179.000,000	62.565,87	1,079
ISHARES CORE UK GILTS ETF	EUR	12.792,000	61.821,17	1,066
LYXOR ETF JAPAN TOPIX – MI	EUR	337,000	53.987,40	0,931
VANECK EMERG MARKETS HY ETF	EUR	492,000	53.908,44	0,930
XTRACKERS S&P SELECT FRONTIER SWAP UCITS	EUR	3.117,000	53.113,68	0,916
UBS ETF-BLOOMB. BARCL. JAPAN TREA. 1-3 Y	EUR	6.453,000	43.622,28	0,752
ISHARES EDGE MSCI EM VALUE	USD	893,000	42.138,20	0,727
US TREASURY 3,625% 2023/15.05.2053	USD	52.000,000	41.144,23	0,710
REP OF AUSTRIA 0,850% 2020-30/06/2120	EUR	94.000,000	39.854,12	0,687
DB X TRACKERS II EONIA TOTAL RET	EUR	259,000	36.859,99	0,636
USA TREASURY 1,875% 2022/15.02.2032	USD	41.000,000	32.046,19	0,553
ISHARES USD TREASURY BND 1-3	EUR	249,000	29.603,61	0,511
VANG FTSE EM USDA	EUR	515,000	29.154,15	0,503
DEUTSCHLAND I/L 0.1% 2015/15.04.2046	EUR	24.000,000	27.920,77	0,482
LYXOR INDEX-LYXOR USD LIQ. INV. GR. CO.	EUR	325,000	24.160,50	0,417
VANECK GLB REAL ESTATE ETF (GT)	EUR	640,000	23.331,20	0,402
ISHARES EURO GOVT BOND 1-3YR UCITS ETF E	EUR	211,000	23.279,63	0,402
WT BROAD COMDTY UCITS USD A	EUR	2.167,000	22.627,81	0,390
ISHARES EUR HY CORP ESG EURA (IM)	EUR	4.038,000	21.106,62	0,364
ISHARES MARKIT IBOX EUR H/Y ETF	EUR	210,000	19.397,70	0,335
ISHARES USD TIPS 0-5	EUR	3.827,000	17.774,11	0,307
PIMCO EURO STHY CORPBOND ACC ETF	EUR	1.573,000	17.520,86	0,302
ISHARES J.P. MORGAN \$ EM BOND UCITS ETF-	EUR	3.802,000	17.454,60	0,301
INVESCO S&P 500 QVM (MI - EUR)	EUR	305,000	16.171,10	0,279
PEMEX 7.69% 7,69% 2020/23.01.2050	USD	20.000,000	13.391,92	0,231
JPM GLOBAL REI ESG UCITS ETF	EUR	302,000	12.724,77	0,220
OBIC CO. LTD.	JPY	100,000	12.026,86	0,207
ECOPETROL SA 5,875% 2014-28.05.45	USD	18.000,000	12.009,24	0,207
WISDOMTREE EUZ QTY DIV GRWTH (MI - EUR)	EUR	454,000	11.449,88	0,198
SPDR EM SMALL CAP	EUR	98,000	11.136,72	0,192
HOYA CORP.	JPY	100,000	10.846,79	0,187
TURCHIA 6,875% 2006/17.03.2036	USD	12.000,000	10.561,43	0,182

2.6 Movimenti delle quote nel periodo

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
	(TOTALE)
Quote emesse	
Qte emesse cl A	93.941,359
Qte emesse cl B	31.365,283
Quote rimborsate	
Qte rimborsate cl A	28.584,927
Qte rimborsate cl B	27.572,603

2.7 Commissioni di performance nel periodo

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

