

Lettera agli investitori – Primo Trimestre e aprile 2020

Cari investitori,

Alla fine di marzo abbiamo fatto il passo singolare di posticipare la nostra lettera trimestrale agli investitori. Le lettere agli investitori sono fatte per essere immagini ferme, che riflettono sui principali eventi del trimestre e sul prossimo futuro. Ma con la pandemia del coronavirus in piena tempesta, abbiamo pensato che una fotografia scattata alla fine di un mese così sconvolgente sarebbe stata troppo sfocata per avere un senso. Abbiamo inviato una nota il [9 marzo](#), esortando gli investitori a mantenere la calma e a resistere alla tentazione di partecipare al panico in corso, e un'altra il [12 marzo](#), lodando il coraggioso investitore che sfidando la tempesta aveva comprato più unità nel Fondo. Con buon auspicio, quella data ha finito per coincidere con il minimo del mercato, e siamo estremamente lieti di dire che il Fondo non ha registrato rimborsi in tutto il trimestre.

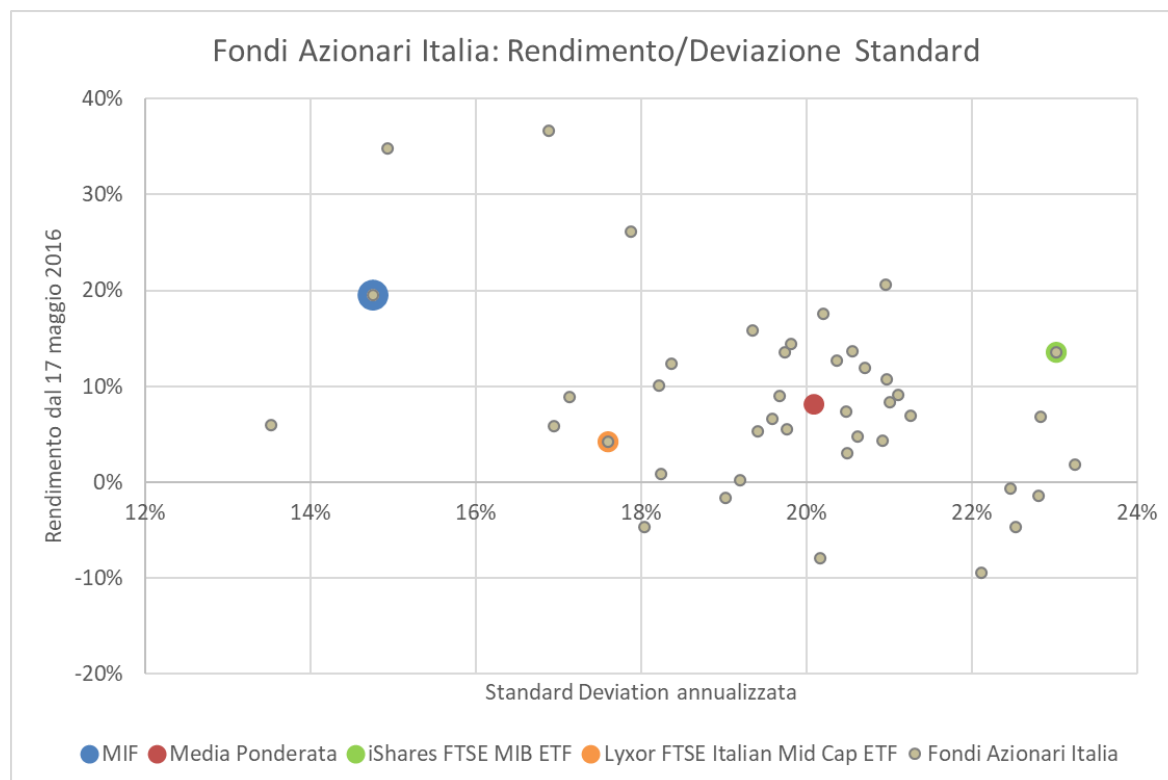
La paurosa escalation della pandemia del coronavirus ha colto tutti di sorpresa. Noi non ne siamo stati esenti, lamentando nel nostro Factsheet di gennaio come la nostra forte performance fosse stata “trascinata bruscamente e follemente in giù nell'ultima settimana del mese dal nervosismo globale attorno al Coronavirus”. Quello che allora sembrava un episodio locale è giunto ben più vicino a casa a febbraio, fino a colpire duramente i mercati azionari mondiali nell'ultima settimana del mese e tirandoli giù fino a metà marzo in quello che sembra essere ex post un calo verticale, ma è stato in realtà infuso da un'estrema volatilità quotidiana, con l'indice VIX che ha raggiunto le vette di fine 2008. La caduta si è placata quando i primi segnali hanno cominciato a mostrare che le misure di lockdown che erano state adottate nella maggior parte dei paesi stavano avendo qualche effetto nel rallentare il ritmo delle infezioni. Alla fine di marzo i mercati hanno cominciato a scontare la probabilità di un angosciante scenario fuori controllo e a focalizzarsi sulla forma dell'eventuale ripresa. Questo atteggiamento positivo ha preso forza nel mese di aprile, consentendo alle azioni di recuperare parte del terreno perduto e rispingere in giù l'indice VIX.

Il nostro Fondo è sceso sostanzialmente in linea con il mercato nella prima parte del trimestre, ma si è mosso molto meglio nella fase di ripida discesa. Questo ci ha incoraggiato ad abbandonare l'esitante tentativo ad inizio marzo di proteggere il portafoglio andando corti di MIB futures, ed a fare invece affidamento sulla resilienza dei nostri titoli per raggiungere un effetto equivalente (vedi p. 3). Chiaramente, ciò non ci ha salvato dal partecipare agli orribili marzo e primo trimestre. Ma ha avuto un effetto sostanziale in aprile, dove la nostra performance ha ecceduto di gran lunga il rimbalzo del mercato principale e ha giustificato la nostra decisione di rinviare la lettera, al fine di presentare un'immagine più nitida del nostro portafoglio.

Fatta questa premessa, presentiamo i nostri numeri nel formato abituale:

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del -17,4% nei quattro mesi ad aprile 2020. Il rendimento dalla data di lancio (17 maggio 2016) è del 19,5%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Nel corso del periodo, il MIF ha incrementato il proprio vantaggio sull'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è di 8,1%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è ben al di sopra del rendimento del 4,3% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – ed è superiore del rendimento del 13,5% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una bassa volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,8%, contro il 20,1% del fondo medio ponderato, il 17,6% dell'ETF Lyxor e il 23,0% dell'ETF iShares.

Primi quattro mesi del 2020

Il nostro rendimento del -17,4% nei primi quattro mesi dell'anno si confronta con un rendimento medio ponderato del -22,9% per l'universo dei fondi Azioni Italia, del -21,8% per l'ETF Lyxor e del -24,5% per l'ETF iShares.

Lungi dall'essere foriero di una perfetta visione, il 2020 ha preso il via con una bomba improvvisa che ha consegnato tutte le previsioni nel cestino della carta straccia. Le misure senza precedenti adottate dall'inizio di marzo per frenare la diffusione del coronavirus stanno producendo effetti

devastanti sull'attività economica, contrastati da una quantità altrettanto senza precedenti di stimoli monetari e fiscali.

Il risultato finale dipenderà in modo determinante dall'evoluzione della pandemia. Se l'appiattimento in corso persiste e il contagio recede permanentemente, le economie potrebbero recuperare nella seconda metà dell'anno con la stessa rapidità con cui stanno collassando nel primo. Se non lo fa, e il rilassamento del lockdown porta ad una recrudescenza, non ci sarà alcun recupero e qualsiasi stimolo si esaurirà, qual che sia la sua dimensione.

I mercati stanno attualmente prediligendo il primo scenario, contando non solo su migliori numeri di contagio, ma anche su una maggiore preparazione dopo lo shock iniziale, e sulla prospettiva finale di cure e vaccini. Tendiamo ad essere d'accordo, ma rimaniamo consapevoli dei possibili rischi.

La forte caduta a metà trimestre è stata brutale. Dopo aver brevemente superato l'High Watermark 2017 a metà gennaio, il nostro NAV ha iniziato una rapida discesa nell'ultima settimana di febbraio, che all'inizio di marzo ha cancellato tutti i progressi compiuti nel 2019, e per alcuni mesi giorni a metà marzo ha persino spinto il NAV al di sotto del suo livello iniziale di 100. Alla fine di febbraio e per alcuni giorni dei tumulti di marzo, per la prima volta nella storia del Fondo abbiamo sperimentato con posizioni corte di MIB Futures, nel tentativo di attutire il colpo. Non è durata a lungo, con l'enorme volatilità intragiornaliera a scombussolare le chiamate di margine. Abbiamo rinunciato alla copertura il 12 marzo, quando un forte calo del -17% dell'indice MIB ci ha colto scoperti, ma è stato affiancato da una caduta molto minore del nostro NAV di 'solo' il -8%, producendo così lo stesso effetto di una copertura di metà portafoglio. Questo, oltre all'audace afflusso arrivato lo stesso giorno, ci ha convinto che il modo migliore per prendersi cura del nostro portafoglio non era quello di attardarsi con il market timing, ma di ignorare le insensate cadute di prezzo ed essere vicini alle nostre aziende, assicurandoci che stessero affrontando come meglio potevano i terribili tempi.

Mai così chiaro come in tali eccezionali circostanze è il valore di una conoscenza approfondita delle aziende e di un rapporto personale con i loro manager. Un bilancio solido, una struttura flessibile e un management all'altezza sono i tratti chiave della capacità di un'azienda di resistere alle avversità. Il lavoro fatto *in precedenza* per identificare questi tratti è il miglior rimedio che un investitore ha contro la turbolenza, poiché è da lì che trae la fiducia necessaria per navigare tra i cali di prezzo più violenti, sapendo che non hanno nulla a che vedere con i veri valori. Prendiamo alcuni casi:

Openjobmetis – un fornitore di servizi per l'impiego, in portafoglio dall'inizio del Fondo – è scesa del -50% nel primo trimestre, con il -37% solo a marzo, mentre l'Amministratore Delegato Rosario Rasizza era ricoverato in ospedale con il Covid-19. Ma noi conoscevamo l'azienda, conoscevamo il signor Rasizza e gli altri manager. Siamo rimasti saldi e il titolo è risalito del 30% ad aprile (con l'AD completamente guarito).

Esautomotion – un produttore di macchine per il controllo numerico, che possediamo dall'IPO del 2018 – è scesa del -44% nel primo trimestre, con il -31% a marzo. Ma noi abbiamo parlato con il Presidente e principale azionista Franco Fontana, abbiamo discusso i probabili impatti su domanda e offerta e gli sforzi dell'azienda per far fronte a entrambi. Siamo rimasti a nostro agio, e il titolo è rimbalzato del 37% ad aprile.

Neodecortech – un produttore di carta d'arredo stampata e di altri materiali per l'industria dell'arredamento e della pavimentazione, che possediamo dalla sua IPO del 2017 – è scesa del -24% nel primo trimestre, con il -18% a marzo, mentre l'azienda faceva fronte a gravi disagi causati dall'operare nell'area di area Bergamo, uno delle più colpite in Lombardia. I problemi hanno incluso

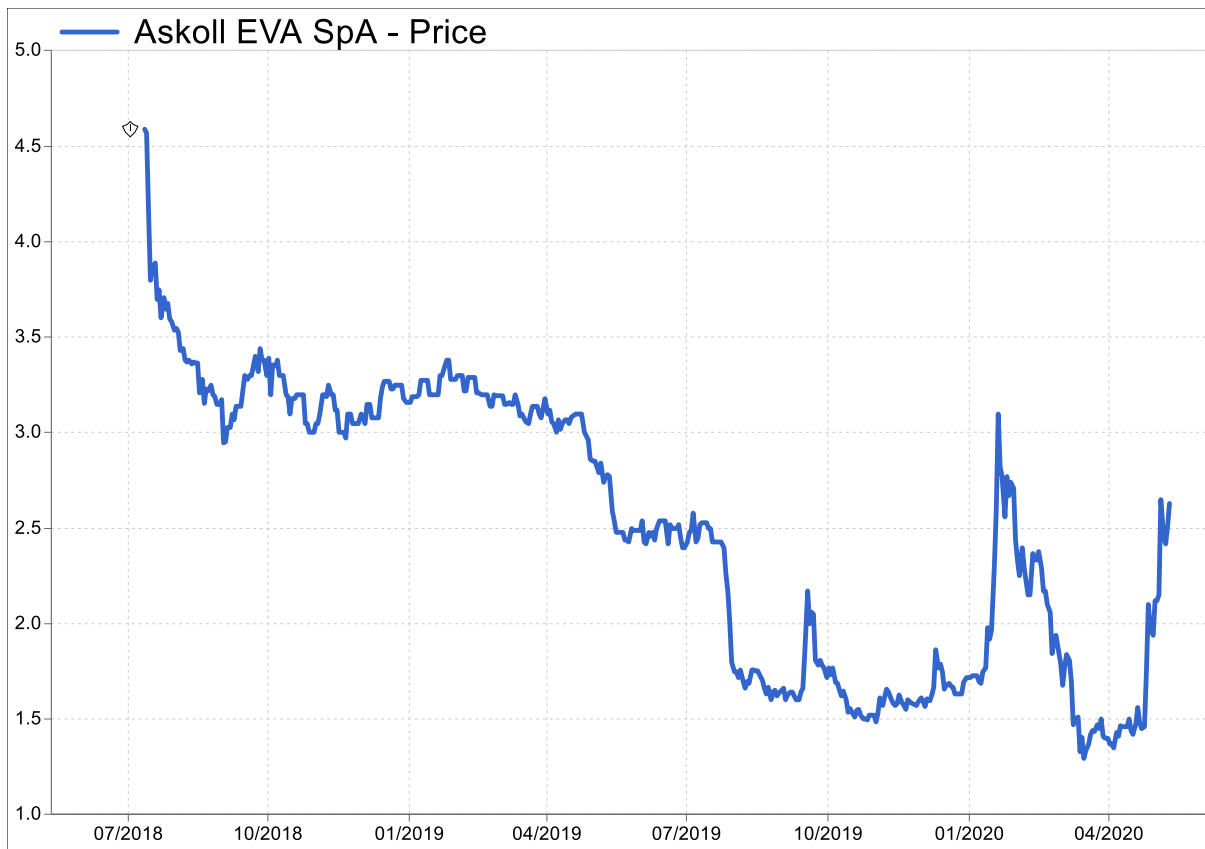
la scomparsa del suo CFO, che purtroppo ha ceduto al virus. Ma noi abbiamo parlato con l'Amministratore Delegato Luigi Cologni, l'abbiamo sentito spiegare i suoi piani per superare i tempi difficili. Abbiamo tenuto, e il titolo è risalito del 22% ad aprile.

Naturalmente, nessuna azienda può sopportare avversità permanenti. Ma le aziende forti, agili e ben gestite possono sopportare colpi più pesanti più a lungo. Come **Longino & Cardenal** – un'azienda nell'occhio della tempesta, in quanto procura cibo di alta qualità per i migliori ristoranti in Italia e in altri paesi – dove, dopo aver assicurato ampie linee di credito con le sue banche, l'AD Riccardo Uleri ha colto l'occasione del lockdown per sviluppare un [negozi online](#) che consegna i prodotti direttamente al consumatore in tutta Italia.

Una menzione speciale è dovuta a **Intred**, una società che abbiamo messo per la prima volta in evidenza insieme a Longino & Cardenal nella nostra [lettera del terzo trimestre 2018](#), e che possediamo da allora. Come Neodecortech, l'azienda opera nella Lombardia orientale, focalizzata sulle province più colpite di Bergamo e Brescia, dove fornisce servizi di comunicazione a banda larga. Quale migliore candidato, dunque, ad una posizione corta per un quant trader in vena di scatenare i suoi sofisticati algoritmi in cerca di facili prede per trarre profitto dal caos? Bene, il trader è stato colto di sorpresa, in quanto il titolo è salito del 13% nel primo trimestre, senza notizie particolari salvo che nel 2019 i ricavi sono saliti del 21% a 21 milioni di euro, l'EBIT è salito del 37% a 6 milioni con un margine EBIT del 27%, e i dividendi sono aumentati del 50%. Nonostante un marginale taglio della nostra posizione a marzo, il titolo è rimasto una delle nostre maggiori partecipazioni ed è salito di un ulteriore 32% ad aprile, cumulando un rendimento da inizio anno del 49%, che si è aggiunto ad un rendimento dell'82% nel 2019. Un altro esempio della [erronea equazione](#): economia=performance. Il quant non sa nulla di Intred e non ha mai incontrato il suo AD Daniele Peli. Noi conosciamo l'azienda e abbiamo incontrato più volte il dottor Peli.



Infine, ci piace citare **Askoll EVA**, un produttore di scooter e biciclette elettrici di cui abbiamo parlato per la prima volta nella nostra lettera del [secondo trimestre 2019](#) e che possediamo dalla sua IPO del 2018. All'inizio dell'anno, il titolo ha iniziato a soddisfare finalmente le nostre aspettative di lunga data, e lo ha fatto in modo spettacolare, passando da 1,7 euro fino a raggiungere 3,1 euro il 20 gennaio. Ma quando sono iniziate ad apparire le prime avvisaglie della crisi, il titolo è tornato rapidamente da dove era partito, e a metà marzo a toccato il minimo di 1,3 euro, chiudendo il primo trimestre in calo del 19% a 1,4. Tuttavia, per la disperazione dei momentum trader, il prezzo ha invertito il suo corso ed è salito del 51% ad aprile a 2,1 euro, in crescita del 23% da inizio anno. Durante questi mesi abbiamo avuto diverse conversazioni con l'AD Gian Franco Nanni e abbiamo aumentato la nostra posizione, abbassando il costo medio di acquisto al prezzo corrente.



L'attuale composizione settoriale del MIF è la seguente:

	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	6	12.0%
Tecnologia elettronica	2	4.9%
Industria di processo	3	14.1%
Beni di consumo non durevoli	1	2.6%
Beni di consumo durevoli	3	10.9%
Servizi Industriali	1	4.4%
Servizi commerciali	5	14.8%
Servizi al consumo	1	3.5%
Servizi tecnologici	5	14.6%
Servizi finanziari	2	3.6%
Tecnologia sanitaria	1	1.0%
Comunicazione	1	5.8%
Servizi di pubblica utilità	1	4.9%
Totale	32	97.0%
Liquidità		3.0%

Cosa succede ora?

Non lo sappiamo.

Abbiamo concluso la nostra [lettera del quarto trimestre 2019](#) con queste ultime parole famose:

Sono stati due anni impegnativi. Il 2018 è iniziato con un calo del mercato azionario globale a febbraio. Poi a maggio sono arrivate le turbolenze politiche italiane, che ci hanno accompagnato per tutto l'anno, per poi culminare in un ripido calo del mercato globale nel quarto trimestre. Abbiamo considerato questa come un'eccellente opportunità di investimento per il 2019 e abbiamo invitato i nostri investitori a superare la "prudenza stagnante" e a discernere le soleggiate prospettive che ci attendevano. Il 2019 si è in effetti rivelato un anno record per le azioni italiane.

Pensiamo ora che il 2020 sarà un altro anno positivo, soprattutto per le small cap italiane. Si vedrà se avremo di nuovo ragione.

Buon Anno.

Il 17 gennaio abbiamo oltrepassato il nostro High Watermark del 2017 e ne abbiamo goduto per una settimana, prima dell'inizio del disastro. Da allora, il 2020 è stato tutt'altro che un buon anno.

Su due cose, però, abbiamo visto bene. Una, il recupero delle small cap rispetto alle large cap, che era iniziato nel quarto trimestre dell'anno scorso dopo quasi due anni di sottoperformance, è continuato nel primo trimestre. Due, all'interno delle small cap i titoli AIM hanno recuperato molto

terreno, con l'indice AIM in calo del -13,9% nei quattro mesi, contro -22,1% per l'indice Small Cap e -24,4% per l'indice MIB. Questi movimenti relativi hanno aiutato il MIF a ripristinare la sua sovraperformance dalla data di inizio rispetto all'ETF iShares e all'indice MIB, che era stata brevemente persa nella seconda metà dell'anno scorso.

La resilienza delle small cap nella crisi di quest'anno è in netto contrasto con il calo del [quarto trimestre 2018](#), quando le small cap subirono il peso dell'irrequietezza degli investitori e i fondi azionari italiani, tra cui il nostro, registrarono pesanti rimborsi.

Non ci azzarderemo a prevedere quello che accadrà ai mercati azionari mondiali nel resto di quest'anno movimentato. Ma confermiamo la nostra chiamata sulle small cap. Molti dei nostri titoli hanno avuto forti rimbalzi ad aprile – il nostro rendimento mensile è stato del 12,1% – ma la maggior parte di essi sono ancora giù, alcuni pesantemente, rispetto ai livelli di fine anno. Se il mondo continuerà a muoversi, per quanto tentativamente, verso condizioni più normali, come fece a partire da marzo 2009 in seguito alla Grande Crisi Finanziaria, le small cap italiane saranno, come furono allora, in prima linea nella ripresa.

DISCLAIMER

Questo documento è stato preparato da Bayes Investments Limited, società registrata in Inghilterra e Galles. Bayes Investments Limited (FRN: 661233) è un Appointed Representative di New College Capital Ltd. New College Capital Ltd. (FRN 430986) è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (FCA).

Questo documento non è destinato ai clienti Retail o a qualsiasi persona fisica o giuridica residente o ubicata in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione o uso sarebbe in violazione di leggi o regolamenti. Il documento è destinato a Soggetti Rilevanti, cioè a coloro che beneficiano di una deroga ai sensi dell'articolo 4.12 del Conduct of Business Sourcebook ("COBS") della FCA, o di una deroga al FSMA (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001.

Gli investimenti sono soggetti a una serie di rischi significativi. Gli investitori dovrebbero fare riferimento al Prospetto di Atomo Sicav, che contiene i dettagli di tali rischi. Ogni performance passata contenuta nel presente documento non costituisce alcuna garanzia di risultati futuri. Il valore degli investimenti e i redditi da essi derivanti possono variare. Il capitale è a rischio. Gli investitori devono avere la capacità finanziaria e la volontà di accettare tali rischi per un periodo indeterminato di tempo, e la perdita dell'intero investimento.

Questo documento può contenere dichiarazioni, termini ed espressioni previsionali. Questi contengono alcuni rischi e incertezze che potrebbero portare a variazioni significative rispetto alle attese. Nessuna garanzia può essere data a questo riguardo. Mentre Bayes Investments Limited ha adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare che le informazioni contenute in queste pagine siano accurate e aggiornate, nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali errori o omissioni presenti in questo documento. In caso di dubbio circa la validità delle informazioni messe a disposizione in queste pagine, si consiglia di cercarne verifica e/o di contattarci.

Nulla in questo documento deve essere inteso come una promozione finanziaria ai fini della sezione 21 del Financial Services and Markets Act del 2000. Il contenuto di questo documento è fornito a scopo di informazione generale, e non costituisce un consiglio d'investimento, né un'offerta o sollecitazione ad effettuare un investimento. Inoltre, nulla in questo documento equivale a una raccomandazione personale o a un consiglio sui meriti di una qualsiasi operazione o servizio. Bayes Investments non è pertanto responsabile di fornire alcuna protezione. Si consiglia di cercare la propria consulenza legale, finanziaria e fiscale prima di agire su qualunque informazione contenuta nel presente documento. La consulenza professionale dovrebbe sempre essere ricercata prima di agire o di fare affidamento su qualsiasi informazione. Non ci assumiamo alcuna responsabilità per eventuali perdite risultanti da un affidamento sulle informazioni contenute nel nostro documento.