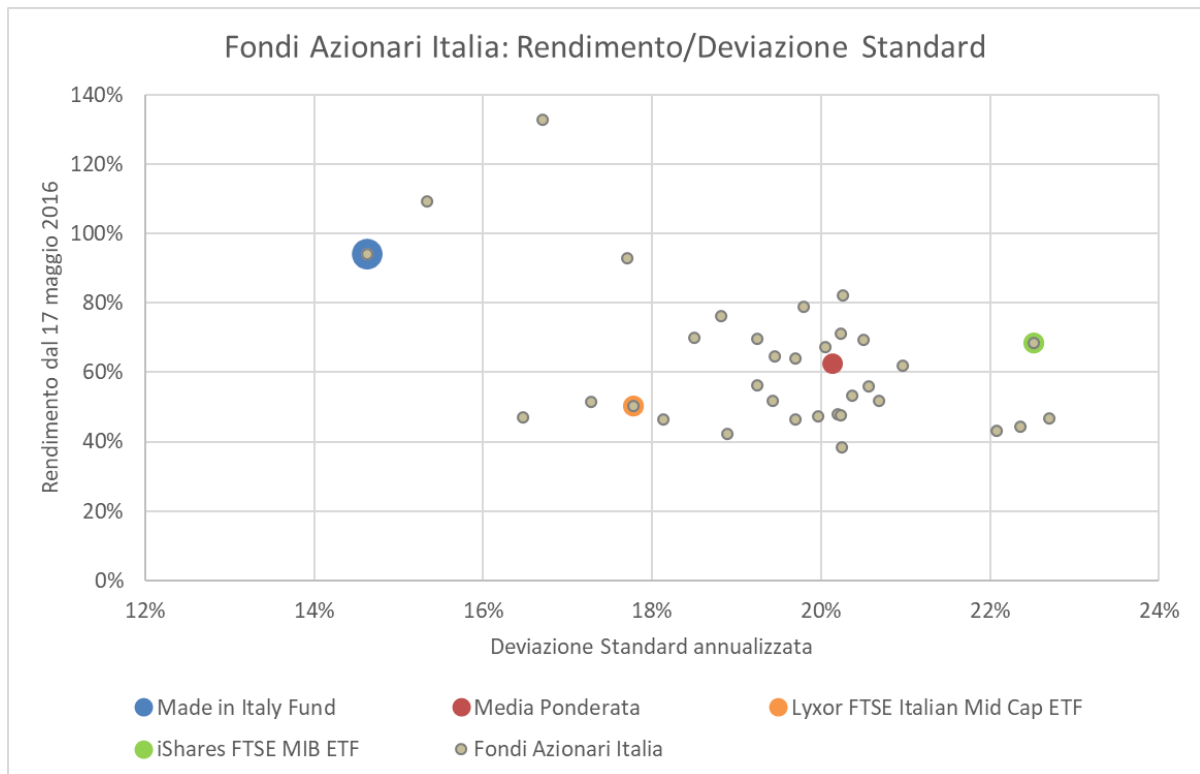


Lettera agli investitori – Primo trimestre 2022

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del -9,6% nel primo trimestre del 2022. Il rendimento dalla data di lancio del fondo (17 maggio 2016) è del 94,0%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi di amministrazione.

Il MIF è rimasto ben al di sopra dell'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è del 62,4%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è significativamente superiore a quello del 50,2% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e al 68,4% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una minore volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,6%, rispetto al 20,1% del fondo medio ponderato, al 17,8% dell'ETF Lyxor e al 22,5% dell'ETF iShares.

Primo trimestre 2022

Il nostro rendimento del -9,6% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del -9,3% per l'universo dei fondi Azionari Italia, del -12,1% per l'ETF Lyxor e del -8,2% per l'ETF iShares.

Il trimestre è stato dominato dalle conseguenze dell'invasione russa dell'Ucraina. L'anno è iniziato in tono negativo, con le crescenti tensioni al confine ucraino combinate con le preoccupazioni del mercato su inflazione e tassi di interesse. Le preoccupazioni sono rapidamente degenerare in panico quando la guerra è scoppiata alla fine di febbraio, innescando un calo diffuso e indiscriminato dei prezzi, che ha ricordato la frenetica reazione del mercato al primo scoppio della pandemia Covid esattamente due anni prima. Allora, il panico durò per circa un mese – da metà febbraio a metà marzo – mentre gli investitori facevano i conti con la possibilità di una diffusione precipitosa e incontrollata del virus su scala globale. In seguito, la caduta ha lasciato il posto a un forte rimbalzo, quando i primi segnali hanno iniziato a mostrare che le drastiche misure di lockdown adottate nella maggior parte dei paesi stavano avendo un certo effetto nel rallentare il ritmo delle infezioni (la nostra [lettera agli investitori del 1° trimestre 2020](#) ci riporta alla mente i ricordi inquietanti di quei giorni tumultuosi).

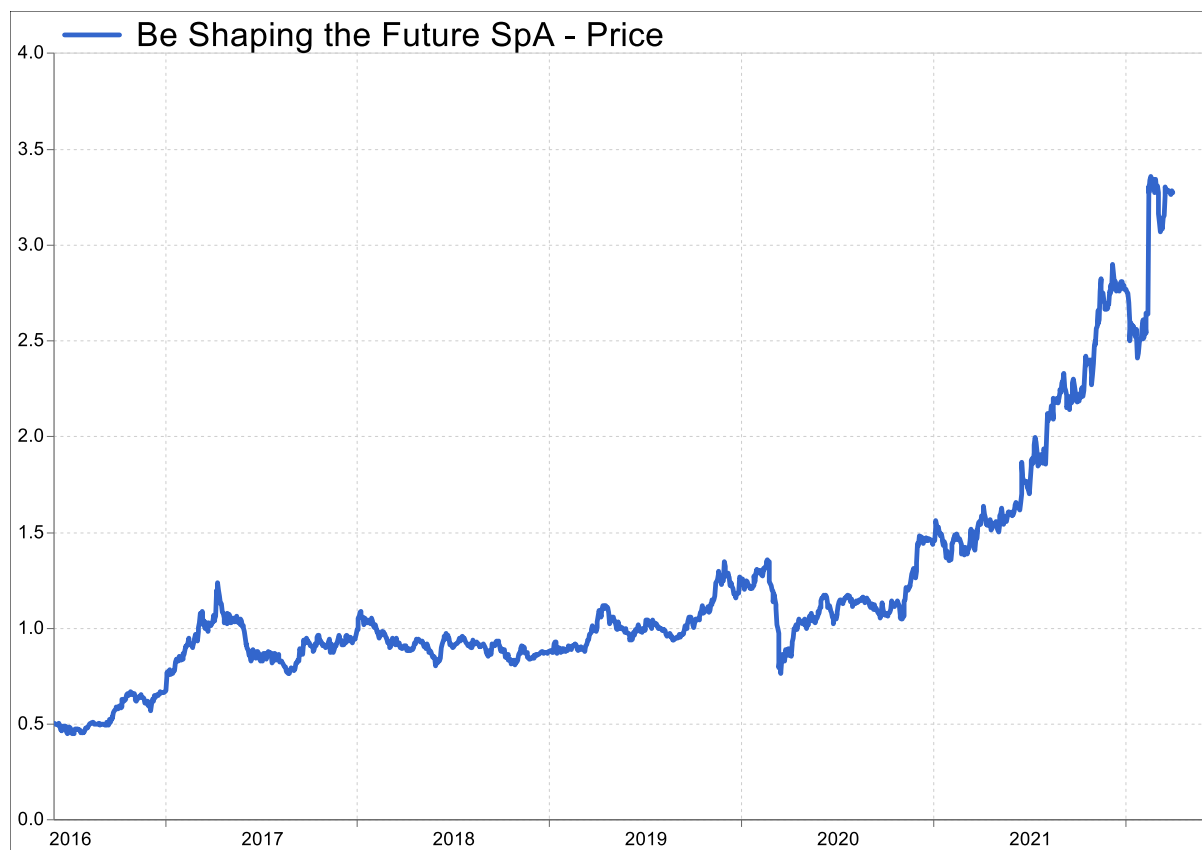
Il panico di quest'anno è stato più breve, durando otto giorni di mercato, dall'improvvisa invasione dell'Ucraina il 24 febbraio al 7 marzo. Il temibile equivalente era la possibilità ancora più spaventosa di una catastrofica escalation del conflitto nella terza guerra mondiale, con il bonus opzionale dell'annientamento nucleare. Ma la valorosa resistenza della popolazione ucraina e la risposta misurata, solidale e unita della NATO, insieme a un modicum di presunta razionalità da parte di un leader russo altrimenti fuori di testa, hanno aiutato gli investitori a ritrovare la calma e i mercati azionari a mettere in scena un parziale rimbalzo entro la fine del trimestre.

In entrambi i casi, il panico era ben fondato – sarebbe sbagliato definirlo irrazionale, anche con il beneficio del senno di poi. Ciò che è irrazionale, tuttavia, è stata la reazione impulsiva di alcuni investitori, che non hanno resistito alla tentazione di unirsi alla vendita generalizzata. Come nel 2020, noi non abbiamo partecipato, questa volta nemmeno provando a far copertura con derivati. Abbiamo piuttosto passato il tempo ad assicurarci che nessuna delle nostre aziende sarebbe stata sostanzialmente colpita dalla guerra, e che nessuno dei cali di prezzo delle loro azioni avesse una valida giustificazione. In questo siamo stati ancora una volta aiutati dalla compostezza dei nostri investitori. Alcuni di loro hanno invece colto l'opportunità di accrescere il loro investimento nel fondo, aiutandoci così ad aumentare alcune posizioni. Con il loro contributo, marzo si è concluso con un piccolo rendimento positivo per il MIF.

Tuttavia, come nel 1° trimestre 2020, il panic selling ha prevalso in questo trimestre e ha trascinato al ribasso la maggior parte dei nostri titoli, indipendentemente dal settore, dalle dimensioni o da qualsiasi altra caratteristica specifica. Ora come allora, tuttavia, sappiamo che quei cali di prezzo non sono legati al valore fondamentale delle nostre società. Se erano investimenti interessanti all'inizio dell'anno, ora sono ancora più interessanti a prezzi più bassi. La guerra ucraina è ancora in corso, ed è impossibile sapere quando e come finirà. Ma ad un certo punto finirà e, come nel 2020, i mercati si riprenderanno in anticipo.

All'inizio dell'anno, abbiamo iniziato la prevista riduzione del numero di titoli in portafoglio e abbiamo venduto tre posizioni. Una quarta vendita è avvenuta a metà febbraio, quando **Be Shaping the Future** – un fornitore di servizi di consulenza aziendale e informatica al settore finanziario – ha ricevuto un'offerta di acquisizione e delisting dai suoi azionisti di controllo e da parti correlate. L'offerta è arrivata a 3,45 euro per azione, il 31% sopra la chiusura del giorno precedente e 7 volte il

prezzo di 0,49 euro che abbiamo pagato quando abbiamo comprato il titolo per la prima volta nel giugno 2016, un mese dopo il lancio del nostro fondo. In seguito abbiamo accumulato la posizione nel tempo a un prezzo medio di 1,1 euro, realizzando così una plusvalenza del 208% più i dividendi quando abbiamo infine venduto l'intera posizione a 3,33 euro. Il titolo era raddoppiato nel primo anno dopo il nostro acquisto iniziale, ma poi ha trascorso i tre anni successivi oscillando intorno a 1 euro, prima di iniziare una salita costante nel novembre 2020 fino all'epilogo di febbraio – un ulteriore promemoria dell'importanza dell'investimento paziente.



Abbiamo sospeso le vendite previste nella seconda metà di febbraio, quando le condizioni di mercato si sono deteriorate.

Alla fine di marzo abbiamo partecipato a una nuova IPO:

[Farmacosmo](#). L'azienda gestisce un negozio online di prodotti per salute, farmacia e bellezza, con una politica di acquisti just-in-time e zero magazzino che sta avendo grande successo. Ha un valore di mercato di 90 milioni di euro e un fatturato nel 2021 di 58 milioni, con una crescita di oltre il 50% all'anno negli ultimi 5 anni. Le operazioni sono organizzate secondo tre attività principali: 1) Logistica, che si occupa di gestire fino a 12.000 ordini al giorno consegnati entro 20 ore con margini positivi; 2) Intelligence, che definisce il posizionamento competitivo e il customer journey per quasi 200.000 clienti, di cui il 74% è ricorrente, e un ticket medio di quasi 100 euro, con un alto rapporto di conversione; 3) Node, che comprende R&S, innovazione di processo e infrastruttura IT. L'azienda è orientata a continuare la sua profittevole espansione in uno spazio eCommerce sottopenetrato e in rapida evoluzione, con un'elevata generazione di cassa che beneficia di forti economie di scala. Abbiamo pagato 2,25 euro per azione.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

	Numero di	
	società	% Peso
Prodotti manifatturieri	6	13.3%
Tecnologia elettronica	2	4.1%
Industria di processo	2	3.6%
Beni di consumo non durevoli	1	2.1%
Beni di consumo durevoli	3	6.1%
Servizi Industriali	1	6.7%
Servizi commerciali	6	13.7%
Servizi al consumo	3	6.8%
Servizi tecnologici	10	23.2%
Tecnologia sanitaria	2	5.7%
Commercio al dettaglio	1	2.8%
Comunicazione	1	2.3%
Servizi finanziari	2	3.4%
Servizi di pubblica utilità	2	4.8%
Totale	42	98.6%
Warrants + liquidità		1.4%

La nostra promessa: non torneremo alla media

Il rendimento negativo di questo trimestre crea un'opportunità per gli investitori che potrebbero essersi sentiti riluttanti a comprare il MIF dopo la sua straordinaria performance del 2021. Tale esitazione deriva dall'aspettativa errata che una forte performance positiva *debba* essere seguita da una performance debole o negativa. Questo, a sua volta, deriva tipicamente dalla convinzione – fondata sulla Teoria del Mercato Efficiente – che nel lungo periodo tutti i fondi di una certa categoria avranno più o meno la stessa performance, poiché nessuno di loro può costantemente fare meglio della media. Alcuni di loro sovraperformeranno casualmente in qualsiasi periodo ma, prima o poi, torneranno alla media. Questa è la convinzione alla base di tutta l'industria dei fondi indicizzati e degli ETF: tutti i fondi sono uguali, quindi quelli più economici sono migliori.

Come i nostri lettori abituali sanno bene, crediamo che tale teoria sia profondamente sbagliata. Il Fondo Made in Italy non avrebbe ragione di esistere se un fondo indicizzato o un ETF che investe nello stesso spazio avesse un rendimento simile. Questo è il motivo per cui, fin dalla nostra [prima lettera trimestrale](#), abbiamo riportato la nostra performance rispetto all'ETF più comparabile disponibile fin dalla nascita del MIF: il Lyxor Mid Cap Fund (ITAMID). Come sappiamo, il MIF è stato costantemente al di sopra dell'ITAMID – non ogni mese, ogni trimestre o anche ogni anno, ma sicuramente nel lungo termine:

	MIF	ITAMID	ITAPIR	IPIR
17/05/16 - 31/12/21	114.6%	70.9%		
12/05/17 - 31/12/21	49.5%	34.5%	41.2%	
31/08/17 - 31/12/21	48.3%	31.8%	38.7%	33.2%

Dall'inizio del MIF nel maggio 2016 alla fine del 2021, 100 euro investiti nel MIF sono diventati 215 euro, contro 171 euro investiti nell'ITAMID. Si tratta di 44 euro in più, cioè un guadagno superiore del 62%. E questo dopo tutti i costi e le commissioni, comprese quelle di performance. E con una volatilità inferiore.

Conclusione: i fondi *non sono* tutti uguali, e i fondi passivi più economici *non* sono necessariamente la scelta più intelligente. Gli investitori ITAMID avrebbero fatto molto meglio se avessero investito nel MIF.

Lo stesso vale per gli altri due ETF comparabili – il Lyxor FTSE Italia All Cap PIR (ITAPIR) e l'iShares FTSE Italia Mid-Small Cap (IPIR) – che sono partiti dopo il nostro inizio. I rendimenti assoluti sono inferiori – la nostra performance del primo anno è stata particolarmente forte – ma la conclusione è la stessa: 100 euro investiti nel MIF dall'inizio di ITAPIR nel maggio 2017 sono diventati 150 euro, contro 141 euro investiti in ITAPIR – un guadagno superiore del 20% (da notare che ITAPIR ha fatto meglio di ITAMID nel periodo); e 100 euro investiti nel MIF dall'inizio di IPIR a fine agosto 2017 si sono trasformati in 148 euro, contro 133 euro investiti in IPIR – un guadagno superiore del 46% (IPIR era vicino a ITAMID nel periodo e dietro ITAPIR). Ancora una volta, gli investitori di ITAPIR e IPIR avrebbero fatto una scelta molto più intelligente se avessero investito nel MIF.

Mentre il MIF si avvicina al suo sesto anniversario, siamo soddisfatti della sua performance assoluta e relativa. Ma siamo giustificati ad aspettarci risultati altrettanto gratificanti nei prossimi sei anni e oltre? Oppure, come noi stessi affermiamo nel Disclaimer alla fine di questa lettera, "Ogni performance passata contenuta nel presente documento non costituisce alcuna indicazione di performance futura"?

La frase è una formula standard, inclusa, in una forma o nell'altra, praticamente in ogni pezzo di documentazione di servizi finanziari. Ma cosa significa veramente?

C'è un senso in cui è ovviamente vera: se uno strumento finanziario ha avuto un rendimento positivo in un certo periodo, non ci si dovrebbe aspettare che abbia lo stesso o un simile rendimento nel periodo successivo. O anche soltanto un rendimento positivo – ciò che sale potrebbe scendere. Davvero ovvio – quasi paternalistico.

Ma, come abbiamo appena visto, c'è un altro senso in cui è falsa: se uno strumento finanziario ha avuto un rendimento positivo in un certo periodo, è sbagliato aspettarsi che abbia un rendimento negativo nel periodo successivo. Ciò che sale *non* è *destinato* a scendere. Al contrario, benché aver ben reso in passato non sia una *garanzia* che renderà bene in futuro, ha senso considerarlo come un'*indicazione* che lo farà. Non è altro che la logica del Buy-and-Hold. Come [ha ben detto](#) Warren Buffett: "Quando possediamo porzioni di aziende eccezionali con manager eccezionali, il nostro periodo di detenzione preferito è per sempre".

Chiaramente, si tratta di un'indicazione di lungo termine: tutto può succedere in un mese, un trimestre, un anno. Ma se un titolo azionario è andato bene negli ultimi cinque anni – ha cioè avuto un rendimento significativamente superiore alla media del mercato – è giusto aspettarsi che abbia

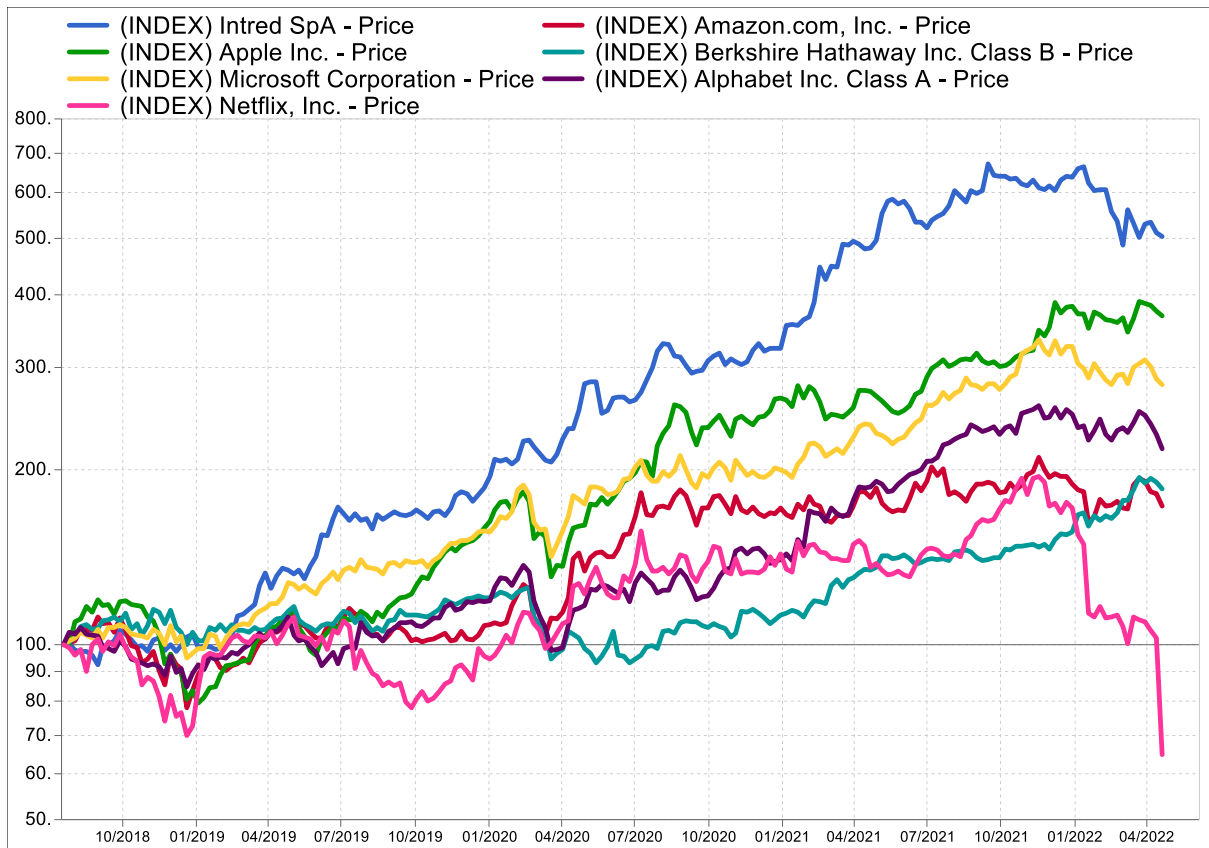
una maggiore probabilità di farlo nei prossimi cinque. Di nuovo, non c'è alcuna garanzia: i prossimi cinque anni potrebbero rivelarsi molto diversi dagli ultimi cinque, o l'attuale livello di prezzo potrebbe già riflettere la crescita futura. Ma alcuni titoli possono fare molto bene per un tempo molto lungo – pensate ad Amazon, Apple, Berkshire Hathaway. Questi sono quelli che i value investors chiamano Compounders: titoli che continuano a salire perché l'azienda continua a superare le aspettative del mercato.

Ciò che è vero per le azioni è ancora più vero per i fondi. Se un fondo è andato bene negli ultimi cinque anni – ha cioè avuto un rendimento significativamente superiore ai fondi comparabili – è giusto aspettarsi che abbia una maggiore probabilità di farlo nei prossimi cinque. Anche qui non ci sono garanzie: molte cose possono succedere in cinque anni. Ma, in linea di principio, i fondi hanno un ulteriore grado di libertà: possono uscire dai titoli che hanno raggiunto il loro potenziale di valutazione e comprare titoli più economici con un gap di valutazione più ampio. In questo senso, mentre nessuna azienda può continuare a fare bene per sempre, i fondi possono.

Almeno quelli che ci provano. I fondi passivi come ITAMID, per definizione, non lo fanno. Possiedono semplicemente tutto ciò che è incluso nell'indice che mirano a tracciare (o un ampio campione di esso). Altri fondi ci provano a metà: mirano a fare meglio dell'indice ma possiedono molti dei titoli in esso contenuti, specialmente quelli più grandi. Possono possedere più o meno di quei titoli rispetto ai fondi passivi, ma li possiedono – non perché siano investimenti interessanti ma solo perché sono nell'indice.

Non il nostro fondo. L'unica ragione per cui possediamo ogni azione del Fondo è che pensiamo che l'azienda valga molto di più del prezzo attuale, e che quindi l'azione farà bene in futuro – meglio della media del mercato – quando il suo prezzo raggiungerà il valore.

Lo facciamo in un posto speciale, fuori dai riflettori e sconosciuto alla maggior parte degli investitori – italiani compresi – e, anche per questo, ricco di gemme nascoste. Abbiamo fatto questo punto un anno fa, nella nostra [lettera del 1° trimestre 2021](#), dove abbiamo mostrato il prezzo della sconosciuta **Intred** contro le famosissime FAANG. Ecco il grafico aggiornato, con l'illustre Compounder Berkshire Hathaway inclusa:



È presto per chiamare Intred un Compounder – l'azienda è arrivata sul mercato nel luglio 2018, meno di quattro anni fa. Ma crediamo che ci siano buone possibilità che lo sia. Questo è il motivo per cui l'abbiamo tenuta nel tempo nonostante il suo potente apprezzamento e lo faremo in futuro, a meno che cambiamenti fondamentali non ci facciano rivedere le nostre prospettive. Lo stesso vale per la maggior parte delle nostre aziende, molte delle quali sono ancora più giovani di Intred. È improbabile che tutte si rivelino dei Compounders di successo a lungo termine, e le sostituiremo se e quando cambieremo idea. Siamo anche consapevoli che apprezzamenti eccessivi possono portare alcuni titoli fuori linea con i fondamentali – Netflix nel grafico qui sopra potrebbe essere un caso emblematico – e siamo pronti a sostituirli in anticipo con alternative più economiche.

Una cosa è certa però: le aziende più piccole, giovani e poco conosciute hanno una migliore possibilità di apprezzamento multiplo rispetto a società giganti, affermate e rinomate.

Quindi sì, la nostra performance passata può essere considerata un'indicazione di performance futura. Una ripetizione del rendimento dell'anno scorso è improbabile, ma il nostro impegno è di continuare a fare bene, e meglio delle alternative passive. Non torneremo alla media.

Benvenuto Thomas

In attesa di un futuro luminoso, a metà febbraio abbiamo dato il benvenuto a Thomas Götsch.

Thomas collabora con il nostro partner SCM SIM, supportando i consulenti di SCM nella relazione con gli investitori della linea PIR, anche al fine di sviluppare nuove relazioni con potenziali investitori nella linea PIR e nel Fondo Made in Italy.

Thomas ha la doppia nazionalità italiana e tedesca, una laurea (Hon) in Psychology with Management presso l'Università di Exeter e un MSc in Behavioural Economics presso la City, University of London.

Si è già messo in contatto con alcuni di voi e continuerà a parlare con tutti gli interessati.

Può essere raggiunto a thomas.goetsch@scmsim.it e tg@bayesinvestments.com.

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 indicazione di performance futura. 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.