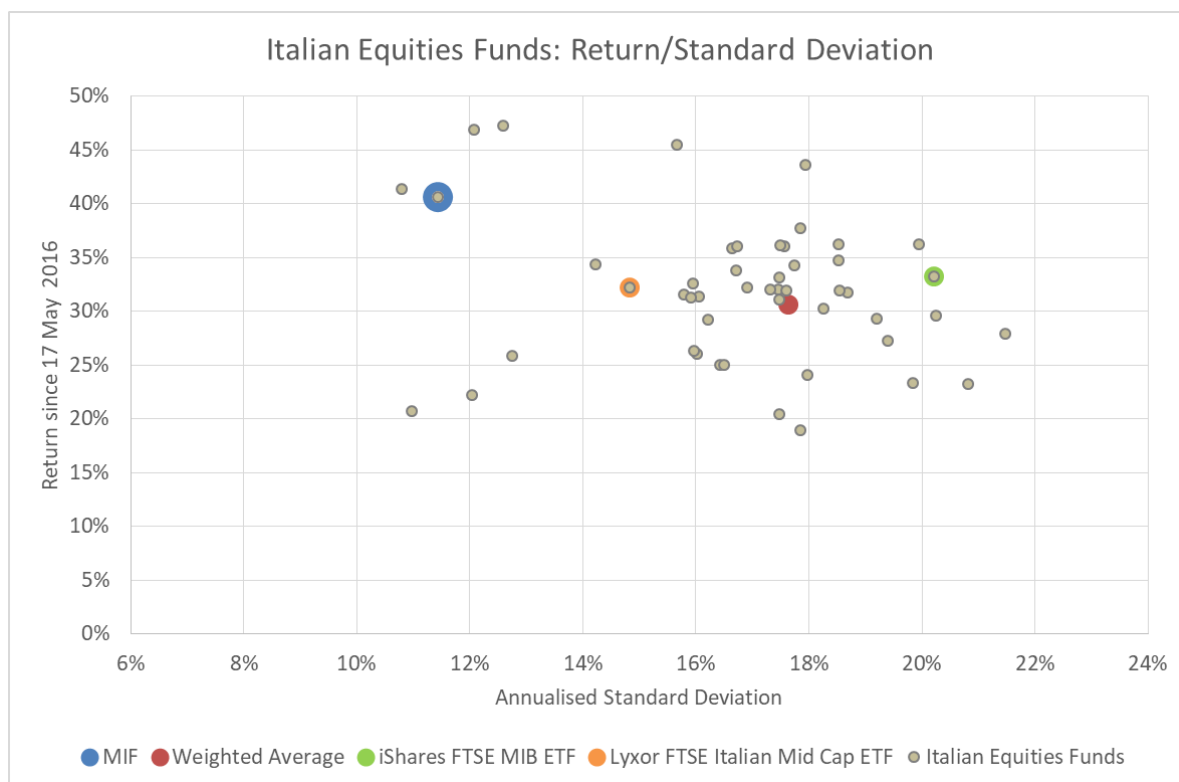


Lettera agli investitori - Secondo trimestre 2018

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) è sceso del -2,5% nel secondo trimestre del 2018. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è pari a 40,6%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Durante il trimestre, il MIF ha mantenuto il suo vantaggio rispetto all'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza è del 30,5%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF rimane ben al di sopra del rendimento del 32,2% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e del 33,2% del principale ETF 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 dell'11,4%, contro il 17,2% del fondo medio ponderato, il 14,8% dell'ETF Lyxor e 20,2% dell'ETF iShares.

Secondo trimestre 2018

Il nostro rendimento del -2,5% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato dello 0,9% per l'universo azionario italiano, dello -0,7% per l'ETF Lyxor e del -1,6% per l'ETF iShares.

Il Fondo è salito dell'1,8% ad aprile, in linea con l'indice FTSE Small Cap ma al di sotto dell'indice MIB del mercato principale, che, come già a gennaio, ha registrato un forte rialzo, terminando il mese su del 7,4%. La tendenza positiva è proseguita nella prima parte di maggio, con il Fondo che ha riacquisito il suo livello di fine anno, ma è stata bruscamente invertita a metà mese, in seguito alle tensioni attorno alla formazione del nuovo governo italiano. Di conseguenza, il Fondo ha chiuso maggio giù del -5,6%, al di sopra sia dell'indice Small Cap che dell'indice MIB, che è sceso del -7,5%. All'inizio di giugno abbiamo scritto una [nota](#) che riassume la nostra lettura degli eventi e spiega le ragioni per le quali non abbiamo cambiato la nostra prospettiva positiva. Giugno è stato un mese positivo, con il Fondo che ha guadagnato l'1,4% rispetto al -0,5% dell'indice MIB.

Tra i movimenti notevoli nel trimestre si evidenzia un ulteriore avanzamento del 19% di Reno de Medici, che si aggiunge ad un ritorno del 60% nel primo trimestre e ad un guadagno del 67% nel 2017. Reply, una nostra posizione centrale dall'inizio del Fondo, è cresciuta del 30% nel trimestre ed è su del 27% da inizio anno, in aggiunta ad un guadagno del 58% nel 2017. Cembre, un'altra posizione principale, ha guadagnato il 17%, dopo un rendimento dell'8% nel primo trimestre e un guadagno del 61% in 2017. Datalogic, il cui calo del -17% avevamo discusso nella nostra lettera del [primo trimestre 2018](#), ha registrato un forte rimbalzo nel secondo trimestre, con un aumento del 26%. Non così per gli altri titoli citati nella lettera – La Doria, Panaria, Banca Ifis e Gefran – il cui calo è continuato nel secondo trimestre. Alla fine di maggio, abbiamo aumentato sostanzialmente la nostra posizione in Panaria, prendendo un parziale profitto su Reno de Medici.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

	Number of companies	% Weight
Producer Manufacturing	7	23.0%
Electronic Technology	4	12.6%
Process Industries	4	13.1%
Consumer Non-Durables	1	3.6%
Commercial Services	4	9.9%
Distribution Services	1	3.0%
Consumer Services	2	6.4%
Technology Services	4	9.2%
Consumer Durables	2	5.4%
Finance	3	9.3%
Retail Trade	1	1.2%
Total	33	96.8%
Cash		3.2%

Primo semestre 2018 in confronto al 2017

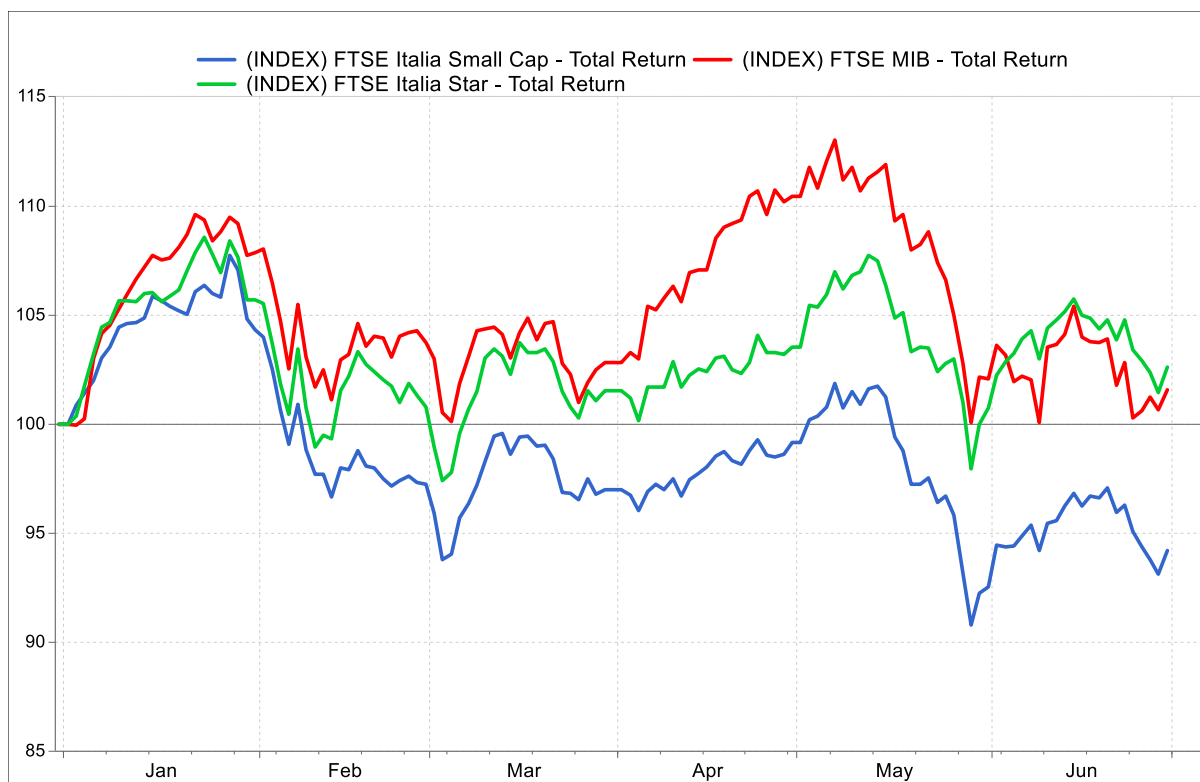
Per la prima metà dell'anno, il Fondo è sceso del -6,8%, contro lo -0,5% per il fondo medio ponderato, -2,3% per l'ETF Lyxor e +1,1% per l'ETF iShares.

Ciò è notevolmente diverso rispetto al primo semestre del 2017, quando il Fondo salì del 26,0%, contro il 12,8% per il fondo medio ponderato, il 22,3% per l'ETF Lyxor e il 9,1% per l'ETF iShares. Scrivendo di questi risultati nella nostra lettera del [secondo trimestre 2017](#), avevamo sottolineato (vedi 'Alphabeta') come essi fossero in contrasto con la teoria della finanza standard, e avevamo indicato come possibile spiegazione che la nostra performance poteva essere stata un'aberrazione di breve termine, destinata a tornare alla media a tempo debito. Chiaramente, questa non era la nostra convinzione, e non lo è tuttora. Un principio fondamentale del nostro approccio all'investimento, e la nostra spiegazione preferita, è che la teoria standard sia sbagliata e che un fondo gestito sulla base di un processo di investimento sensato possa fare costantemente bene nel corso del tempo. Il MIF ha proceduto a farlo nel terzo trimestre, che però è stato seguito da tre trimestri negativi, dove, curiosamente, la performance è stata portata giù in ciascun periodo da un mese di mezzo negativo – novembre, febbraio e maggio. Il mese di novembre ha visto un netto ribasso delle small caps italiane, con un conseguente calo del -8,6% dell'indice Small Cap e un più limitato calo del -3,5% del MIF, che ha chiuso il quarto trimestre ben al di sopra dell'indice Small Cap così come dell'indice principale MIB. Il calo di febbraio è stato più generalizzato, principalmente innescato dalle tensioni commerciali globali. Il MIF è sceso in linea con le small caps italiane, ma più dell'indice MIB, che aveva già registrato un forte rialzo a gennaio. Infine, come abbiamo appena visto, il calo di maggio è dovuto alle turbolenze attorno alle elezioni italiane, dove di nuovo il MIF ha fatto meglio dell'indice Small Cap e dell'indice MIB, che tuttavia ha registrato un altro forte rialzo in aprile.

Sia come sia, la nostra performance del primo semestre è stata deludente, sia in termini assoluti che in termini relativi. Molti dei nostri titoli sono in calo da inizio anno, dopo che la maggior parte di essi aveva fatto molto bene nel 2017. Ritorno alla media? Noi riteniamo di no. Fa parte della normale fisiologia dei mercati azionari che una forte performance possa essere seguita da una fase di ritracciamento. È in queste circostanze che il vantaggio di una conoscenza approfondita di ciascuna delle nostre società e un rapporto personale con i loro managers entra in piena luce, e ci dà fiducia nell'interpretare la crisi come una contrazione temporanea.

Da un punto di vista relativo, dopo la sottoperformance dell'anno scorso l'indice FTSE MIB è quest'anno sostanzialmente avanti rispetto all'indice Small Cap (vedi figura sotto), guidato da grandi aziende come Moncler (+51%) e Ferrari (+34%), così come da Tenaris (+21%) Poste Italiane (+21%) ed ENI (+18%). Anche l'indice FTSE STAR sta facendo relativamente bene, guidato da società che possediamo, come Reno de Medici, Reply e Cembre, così come da società più grandi che non possediamo, come Amplifon (+39%), IMA (+12 %) e BB Biotech (+8%), che hanno un peso elevato nell'indice (24% in totale). Di conseguenza, il vantaggio del nostro Fondo nei confronti dell'universo azionario italiano, che è largamente indicizzato al MIB, si è in qualche misura eroso, e abbiamo perso il primato di performance dalla data di lancio del Fondo, in particolare contro un paio di fondi che sono strettamente gestiti attorno all'indice STAR.

Riteniamo questo un fenomeno temporaneo e lo consideriamo una buona opportunità per gli investitori che condividono la nostra filosofia di investimento per avviare o aumentare la loro esposizione a un livello di NAV vantaggioso.



Fonte: Factset

Positivi e negativi

Il 17 maggio – nel bel mezzo del dramma politico italiano – il Made in Italy Fund ha completato il suo secondo anno. Con un rendimento superiore al 40% dalla data di lancio abbiamo motivo di celebrare. Ma l'anniversario è anche una buona occasione per far tesoro dell'esperienza e per riflettere sulle decisioni buone e su quelle cattive.

Guardando *ex post*, ci sono due tipi di buone decisioni di investimento: 1) Veri Positivi: Acquisti di titoli che fanno bene 2) Veri Negativi: Mancati acquisti (o vendite) di titoli che fanno male. E ci sono due tipi di decisioni sbagliate: 3) Falsi Positivi: Acquisti di titoli che fanno male 4) Falsi Negativi: mancati acquisti (o vendite) di titoli che fanno bene.

	Il titolo fa bene	Il titolo fa male
Acquisto	1. Vero Positivo	3. Falso Positivo
Mancato acquisto/Vendita	4. Falso Negativo	2. Vero Negativo

Vediamo alcuni esempi per ciascuno dei quattro quadranti:

- 1) **Veri Positivi.** C'è molto di cui essere soddisfatti nel primo quadrante. Oltre alla già citata Reno de Medici (acquistata per la prima volta a 0,33 euro, accumulata nel tempo ad un prezzo medio di 0,34, e che ha chiuso il secondo trimestre a 0,96 per un rendimento ponderato del +184% inclusi i dividendi), Reply (primo acquisto a 31 euro, media a 31,3, chiusura a 58,2, +88 %), Cembre (13,4, 15,1, 26,5, +85%) e Datalogic (15,1, 15,7, 31,7,

+107%), possiamo mettere in evidenza anche Biesse (11,5, 18,2, 33,4, +89%), El.En. (11,9, 18,1, 28,0, +93%), Gruppo MutuiOnline (7,4, 9,4, 14,2, +55%) e B&C Speakers (7,1, 9,4, 12,9, +49%). Guardando questi numeri, viene in mente una domanda naturale: perché mantenere queste azioni dopo tali forti apprezzamenti? La risposta – come abbiamo scritto nella lettera del [quarto trimestre 2017](#) – è: manteniamo una prospettiva dinamica sulle nostre valutazioni aziendali. Molti danni alla performance di lungo termine derivano dal vendere buoni titoli troppo presto.

- 2) **Veri Negativi.** In questo oscuro ma importante quadrante ci sono aziende che abbiamo studiato, valutato e in alcuni casi visitato incontrando il management, ma alla fine abbiamo deciso che la loro valutazione non giustificasse un acquisto. Tra le aziende che abbiamo giustamente evitato possiamo menzionare, tra molte altre, Orsero (10,7 euro quando ha iniziato a scambiare a febbraio 2017, chiusura del secondo trimestre a 7,5), OVS (5,0 quando abbiamo incontrato il management a novembre 2016, 2,8 alla chiusura del secondo trimestre), Safilo (7,6 all'incontro di novembre 2016, 4,5 alla chiusura del secondo trimestre) e Tesmec (0,5 all'inizio del fondo, 0,5 alla chiusura del secondo trimestre).

Tra le società che abbiamo comprato e successivamente venduto, possiamo evidenziare Sogefi, acquistata a 2 euro ad ottobre 2016, accumulata a una media di 2,3 e venduta ad agosto 2017 a 4,2 euro per un rendimento del 79%. All'epoca il nostro giudizio era che, a differenza delle azioni del primo quadrante, l'apprezzamento di Sogefi avesse portato il suo prezzo oltre un adeguato margine di sicurezza, prospettiva dinamica inclusa. La vendita è giustificata in questo caso. E abbiamo avuto ragione: il titolo ha chiuso il secondo semestre di quest'anno a 2,6 euro. Un caso precedente è stato Cairo Communication, che abbiamo acquistato a 4,6 euro alla partenza del Fondo, accumulato a 4,3 e venduto a maggio 2017 a 4,6, dopo aver riconsiderato la nostra valutazione in seguito a risultati deludenti. Il titolo ha chiuso il secondo trimestre di quest'anno a 3,4 euro.

- 3) **Falsi Positivi.** Questo è il temuto quadrante della Regola numero 1 di Warren Buffett: mai perdere. Gli investitori più accorti cercano di avere il minor numero possibile di titoli in questo quadrante. Ma anche i track record più brillanti sono destinati ad essere costellati da un numero di Falsi Positivi. Un buon investitore non è colui che non commette errori, ma colui che è in grado di riconoscerli presto e di agire di conseguenza.

Detto ciò, siamo felici di segnalare finora solo due consistenti errori nel nostro Fondo. Il primo è Esprinet, un titolo acquistato a giugno 2016 a 5,9 euro, accumulato a 6 e venduto ad ottobre 2017 a 4,9 con una perdita del 16% (abbiamo ricevuto un dividendo del 2% a maggio). In retrospettiva, l'errore è stato commesso a ottobre 2016, quando abbiamo acquistato Sesa, una società nello stesso settore – Distribuzione di tecnologie informatiche e servizi correlati – ma, a differenza di Esprinet, orientata verso il mercato enterprise a più alto valore aggiunto. Sesa ha proceduto a far bene – primo acquisto a 15,8 euro, accumulato a 20,5 e chiusura del secondo trimestre di quest'anno a 28,2 per un rendimento del +40%. Il nostro errore è stato quello di mantenere entrambi i titoli, invece di uscire da Esprinet. Un anno dopo, l'azienda, esposta al mercato di massa al dettaglio, ha subito un'erosione nel margine di profitto che, nel rivedere i nostri numeri, abbiamo giudicato essere un deterioramento permanente piuttosto che un problema temporaneo. Abbiamo quindi deciso di vendere l'intera posizione – una decisione giusta, in quanto Esprinet ha continuato a far male dopo la

nostra uscita, chiudendo il secondo trimestre di quest'anno a 3,9 euro, 21% sotto il prezzo di vendita.

Il secondo errore è stato Electro Power Systems, un produttore di sistemi a base di idrogeno per lo stoccaggio di energia. Abbiamo acquistato il titolo a ottobre 2017 a 13,1 euro e lo abbiamo venduto ad aprile di quest'anno a 10 euro per una perdita del 24%. Ciò poco dopo che la società, quotata in Francia ma con una gestione e un'impronta italiane, aveva rivelato che l'azienda francese Engie aveva acquisito una quota del 51% e che, di conseguenza, il piano annunciato in precedenza di chiedere la quotazione in Borsa Italiana era stato archiviato. Il nostro errore in questo caso è stato quello di acquistare le azioni prima di una migliore valutazione della strategia a lungo termine della società. Il titolo ha chiuso il secondo trimestre di quest'anno a 10,9 euro.

Per essere completo, questo quadrante dovrebbe contenere anche un paio di titoli che sono ancora nel Fondo ma che finora hanno avuto una performance deludente. Restare in possesso di titoli cattivi è tanto un errore quanto vendere buone azioni troppo presto. Abbiamo deciso di dare a queste società più tempo per esprimere il loro valore. Ma c'è un limite di tempo oltre il quale le sostituiremo.

- 4) **Falsi Negativi.** Infine, il quarto quadrante contiene società che abbiamo studiato e visitato, ma che alla fine abbiamo deciso di non acquistare, successivamente rimpiangendo la scelta in seguito al buon andamento del loro prezzo. Cercare di minimizzare il numero di queste società è quella che possiamo chiamare Regola numero 2, che è importante quasi quanto la Regola numero 1. Naturalmente, i Falsi Negativi sono verosimilmente più numerosi dei Falsi Positivi, soprattutto in fondi concentrati come il MIF, che mantengono non più di 30-35 posizioni. Detto ciò, non siamo contenti di un certo numero di occasioni mancate – titoli il cui prezzo abbiamo giudicato non essere abbastanza basso da includere un adeguato margine di sicurezza, ma che in seguito hanno dimostrato che la nostra valutazione era troppo conservativa. Gli esempi includono, tra le altre, ottime aziende come Prima Industrie, Retelit e Saes Getters.

In questi casi c'è una tendenza naturale a preoccuparsi di essere "in ritardo" e di togliere queste aziende dal radar. Ma è un errore. Allo stesso modo in cui la performance passata non dovrebbe in sé influenzare la decisione di mantenere un titolo, non dovrebbe nemmeno influenzare la decisione di acquistarne uno nuovo. In questo senso, un investitore "acquista" il suo portafoglio ogni giorno, ossia detiene le azioni che comprerebbe oggi al prezzo corrente. Non è mai troppo tardi per acquistare un titolo, purché la sua valutazione sia interessante, sia a causa di un calo dei prezzi che di un aggiornamento della valutazione.

Per essere completo, questo quadrante dovrebbe includere società che hanno fatto bene, ma che non siamo riusciti ad analizzare. Maggiore è il campo di scelta, maggiore sarà il numero di aziende trascurate. Non possiamo seguire tutto. Ma nel relativamente piccolo universo di small caps italiane rimpiangiamo e impariamo da ogni grande occasione persa.

Italia: Top-down e Bottom-up

Nonostante la nostra conclusione che il nuovo governo italiano non richiedesse un cambiamento delle nostre prospettive positive, evidentemente esso non ha reso più facile l'attrattiva dell'Italia da un punto di vista top-down. Ma questa sarebbe una prospettiva sbagliata da assumere per un

Value Investor, in particolare per Italia, che da anni è gravata da un'economia stagnante, un alto debito pubblico e da una situazione politica tortuosa. Tali problemi macroeconomici possono forse essere usati per giustificare la sottoperformance delle azioni italiane rispetto a quelle europee nel corso degli ultimi dieci anni. Ma, come illustrato nella nostra [lettera del terzo trimestre 2017](#), rappresentano un ostacolo intellettuale alla comprensione dell'eccezionale vantaggio derivante dall'investimento nei migliori titoli italiani small cap, come evidenziato dalla stellare performance del segmento STAR.

Gli investitori del MIF sanno ormai bene che il Fondo possiede molte società STAR, ma anche che non prende come benchmark l'indice STAR, il quale è altamente concentrato, con le prime 12 società, ciascuna con un valore di mercato di oltre un miliardo di euro, che rappresentano oltre il 60% della sua capitalizzazione di 44 miliardi. Come abbiamo visto sopra, nella prima metà dell'anno l'indice STAR ha tenuto il passo con l'indice MIB, a differenza dell'indice Small Cap e del MIF, che sono rimasti indietro.

Un'interpretazione comune di questo movimento relativo è di vederlo come un controbilanciamento alla sovraperformance delle small cap nel 2017, che a sua volta è spiegato come risultato del lancio dei fondi PIR ad inizio anno. Consideriamo questa una lettura fuorviante, basata sulla semplicistica equivalenza PIR=Small caps.

Questo è sbagliato. I fondi PIR devono detenere almeno il 70% in titoli italiani, e il 30% di questi – il 21% del totale – deve essere investito in società non-MIB. Per cominciare, questo significa che quasi la metà del patrimonio in un fondo PIR può essere investita in large caps. In secondo luogo, non-MIB non è lo stesso che small cap. Vi è un gran numero di aziende con capitale da 3 a 5 miliardi di euro – i nomi più importanti nell'indice STAR così come aziende quali Diasorin, De' Longhi, ERG, SIAS, Autogrill, Fincantieri e molte altre – che non sono né MIB né small cap. È in questi titoli più grandi e più liquidi, molto più che nelle vere e proprie small cap, che i fondi PIR hanno investito la maggior parte della loro porzione non-MIB. In terzo luogo, circa il 40% dei circa 18 miliardi di patrimonio investito in fondi PIR a giugno 2018 è in fondi bilanciati, principalmente 'a basso rischio', ossia con una prevalente componente non azionaria, e il 25% è in fondi 'flessibili', ad esposizione azionaria variabile. Ciò lascia il 35% – circa 6,3 miliardi – in fondi azionari PIR, il 21% dei quali equivale a 1,3 miliardi. Includendo la componente azionaria dei fondi PIR bilanciati e flessibili, e tenendo conto della possibilità che alcuni fondi possano aver investito oltre il minimo richiesto in azioni non-MIB, possiamo stimare il totale degli investimenti non-MIB nei fondi PIR da 2 a 3 miliardi. Assumendo generosamente che un quarto di questi sia stato investito in effettive small cap – titoli con una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo – possiamo stimare l'investimento in small cap dei fondi PIR a circa 0,6 miliardi, pari all'1,3% dei circa 46 miliardi della capitalizzazione totale delle small cap a prezzi correnti, ovvero al 4% del loro flottante medio (assumendo che questo sia pari a 1/3 delle azioni in circolazione).

Come spesso accade, quindi, l'esame dei numeri reali mostra che la dimensione di un effetto può essere molto diversa dai risultati di impressioni semplicistiche. Semmai sono i più grandi titoli a media capitalizzazione ad aver beneficiato al margine della domanda correlata ai PIR, il che potrebbe forse contribuire a spiegare le ricche valutazioni di alcuni di essi. Ma la buona performance delle small cap italiane nel 2017 – e *a fortiori* del MIF – ha avuto poco a che fare con i PIR. Lo stesso vale per la sottoperformance di quest'anno, che prevediamo possa invertirsi nel secondo semestre.

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.