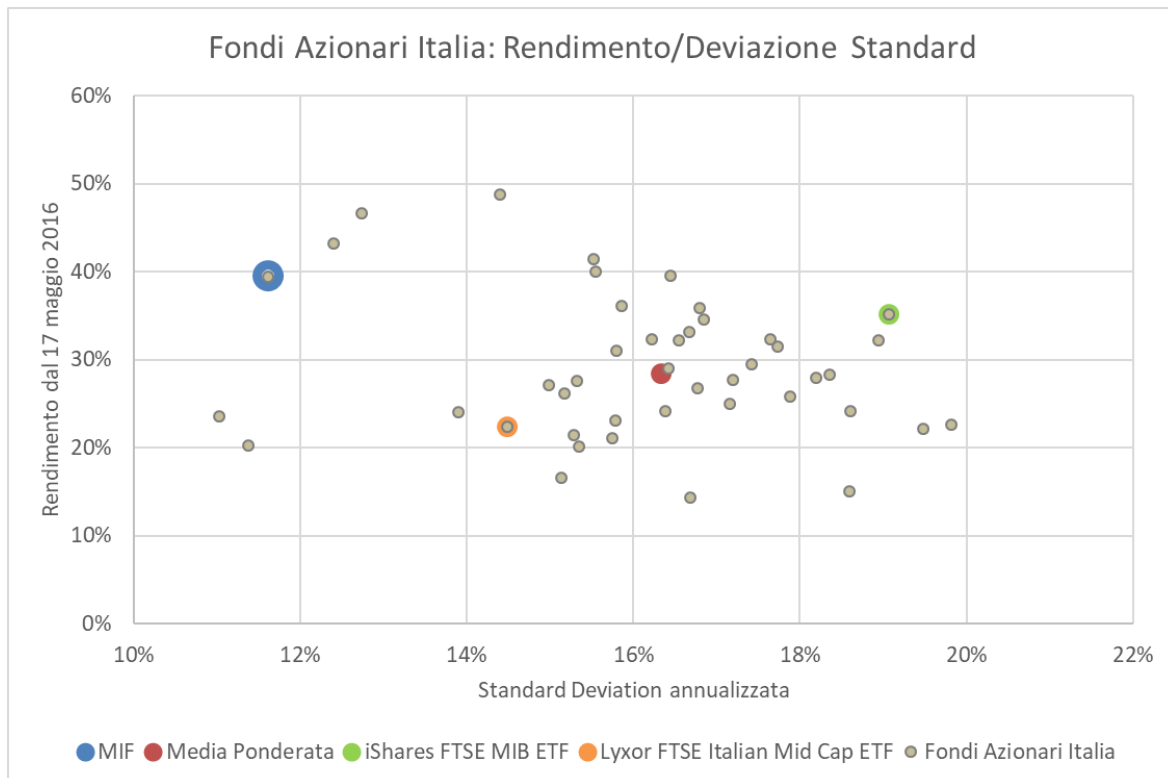


## Lettera agli investitori – Secondo Trimestre 2019

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del 2,3% nel secondo trimestre 2019. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è pari al 39,4%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutte le spese amministrative.

Durante il trimestre, il MIF ha aumentato il suo vantaggio rispetto all'universo dei fondi Azionari Italia, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è del 28,3%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è ben al di sopra del rendimento del 22,3% dell'ETF più paragonabile – il Fondo Lyxor Mid Cap – così come del rendimento del 35,2% del principale ETF Azionario Italia – 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'11,6%, contro il 16,3% del fondo medio ponderato, il 14,5 % dell'ETF Lyxor e il 19,1% dell'ETF iShares.

## Secondo trimestre 2019

Il nostro rendimento del 2,3% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato dello 0,8% per l'universo dei fondi Azionari Italia, del -1,5% per l'ETF Lyxor e del 2,3% per l'ETF iShares.

I mercati azionari hanno continuato a far bene nel secondo trimestre, nonostante un calo a maggio, rapidamente recuperato il mese successivo. Il MIF ha fatto particolarmente bene nei confronti dell'ETF Lyxor, più che recuperando la sottoperformance del primo trimestre. Nella prima metà dell'anno il nostro fondo ha avuto un rendimento del 13,3% contro il 10,6% dell'ETF Lyxor, il cui rendimento ha coinciso con quello dell'indice FTSE Small Cap.

La performance di gran lunga migliore nel secondo trimestre è arrivata da **Expert System**, il cui balzo del 30% nel primo trimestre a 1,5 euro avevamo evidenziato nella nostra [ultima lettera](#), nella quale avevamo rimarcato che sembrava che la nostra pazienza – abbiamo lo stock dall'inizio del fondo ad un costo medio di 1,96 euro – fosse sul punto di essere finalmente premiata. In effetti lo è stata, dacché il prezzo ha proceduto ad aumentare ulteriormente del 140% nel secondo trimestre a 3,6 euro, portando così il rendimento del primo semestre ad oltre il 200% ed il valore di mercato della società da 55 a 140 milioni di euro.



Il nostro senso di realizzazione si è solo tinto di una dose di rimpianto per non aver comprato di più l'anno scorso, quando il prezzo ondeggiava tra 1,4 e 1,2, scendendo alla fine dell'anno del 19%. Come ricorderete, tuttavia, non c'è stato molto spazio per acquisti nel 2018, tra mercati in calo e riscatti nel fondo. Dovremmo semmai essere contenti del fatto che Expert System sia stato uno dei pochi titoli che siamo riusciti a salvare da vendite dovute ai rimborsi. In realtà non abbiamo venduto Expert System nemmeno nel 2017, aggiungendo anzi alla posizione nonostante una caduta del

prezzo del 24% nel corso dell'anno, contro una crescita del fondo del 36%. Ne abbiamo comprato ancora quest'anno alla fine di aprile, quando il prezzo era ancora a 1,9.

Traiamo da ciò tre lezioni:

1. Quando un titolo scambia ad un ampio [margine di sicurezza](#) rispetto al suo valore intrinseco, il rischio di investimento è ridotto e la potenziale ricompensa è vasta. Prima o poi, il prezzo raggiungerà il valore. La pazienza è una virtù chiave di un value investor.
2. Un investitore deve verificare costantemente la validità di un caso di investimento. Ma se il caso resiste alla sfida, egli non deve essere influenzato da movimenti di prezzo avversi. Come afferma categoricamente Seth Klarman: [Mr. Market non sa nulla](#).
3. Come abbiamo ripetutamente sottolineato nelle nostre lettere, il Made in Italy Fund non è un fondo di paese. Non investiamo in Italia come paese. Investiamo in società italiane con una capitalizzazione di mercato inferiore al miliardo, quotate alla Borsa di Milano. Lo facciamo perché la Borsa Italiana è un buon luogo per trovare ottime aziende a valutazioni interessanti, e perché abbiamo l'esperienza e la competenza per trovarle. Il punto è ulteriormente esposto [qui](#).

Un altro buon risultato nel trimestre è arrivato da **Intred**, su del 30% a 5,1 euro. Avevamo menzionato la società nella nostra [lettera del terzo trimestre 2018](#), quando il titolo aveva chiuso a 3,1 euro, contro un prezzo iniziale di IPO di 2,3 euro a metà luglio.



Sfortunatamente, a differenza di Expert System, abbiamo dovuto vendere alcune Intred da allora per finanziare i rimborsi. Tuttavia, il titolo rimane una delle nostre posizioni più importanti.

**EdiliziAcrobatica**, menzionata lo scorso trimestre quando il prezzo del titolo era aumentato del 48%, ha continuato a salire nel secondo trimestre, crescendo di un ulteriore 21% a 5,9 euro e portando la sua performance da inizio anno a 79%. **Renenergetica**, citata nella [lettera del quarto trimestre 2018](#) con il titolo in aumento del 92%, è cresciuta nel secondo trimestre del 21% a 3,7 euro, portando il suo rendimento da inizio anno al 31%, e 145% al di sopra del suo prezzo di IPO di 1,5 euro ad agosto dell'anno scorso. **MailUp**, anch'essa menzionata lo scorso trimestre quando è salita del 36%, ha continuato a crescere del 18% questo trimestre, portando la sua performance da inizio anno al 61%.

Sul versante negativo, [Askoll EVA](#), un produttore di scooter e biciclette elettriche arrivato sul mercato a luglio dell'anno scorso a 3,5 euro per azione, è sceso del 25% a 2,4 euro. La società è stata fondata nel 2014 come parte del Gruppo Askoll, un produttore di motori elettrici per elettrodomestici e acquari. I ricavi del 2018 sono stati di 14 milioni di euro, in aumento rispetto ai 4 milioni dell'anno precedente, prevalentemente in e-scooter, la cui domanda è in rapida crescita in Europa, con 40.000 unità vendute nel 2018 (principalmente in Francia, Belgio e Paesi Bassi), contro 8.000 nel 2014. La domanda è attesa in crescita ad un tasso annuo del 30% fino al 2025. Askoll EVA è il leader di mercato in Italia, con una quota del 62%, ed è uno dei principali attori in Francia. La capitalizzazione di mercato è di 38 milioni e il flottante è 22%. L'azienda è ancora in perdita, ma dopo la nostra [visita a maggio](#) nella sede della società in provincia di Vicenza, siamo fiduciosi che il loro piano strategico di crescita, guidato dal neo-nominato Amministratore Delegato Gian Franco Nanni e dall'AD di Askoll Group Alessandro Beaupain, darà i suoi frutti a tempo debito.

Altri titoli deboli nel trimestre sono stati Emak (-21%), Panaria (-14%) e Longino e Cardenal (-12%). Nessuno dei movimenti è giustificato da ragioni sostanziali. A metà maggio abbiamo colto l'occasione per aumentare la nostra posizione in Emak.

Dopo la nostra tardiva uscita da Banca Ifis nel primo trimestre, a giugno abbiamo assunto una nuova posizione nel settore finanziario. [illimity](#) (iniziale minuscola!) è una banca interamente nuova fondata dall'Amministratore Delegato Corrado Passera, ex AD di Intesa Sanpaolo e Poste Italiane, e un ristretto numero di altri manager, tra cui Andrea Clamer, che aveva lasciato Banca Ifis da responsabile della divisione NPL ad ottobre 2017 – in sinistra coincidenza con il picco del prezzo delle azioni di Banca Ifis – per coprire la stessa posizione in illimity.

Quotata al mercato principale da aprile in seguito alla fusione tra una SPAC appositamente costituita e una banca regionale target, illimity è una banca senza retaggi e completamente digitale, specializzata in tre aree: credito alle piccole e medie imprese, Corporate NPL e Banca Diretta. Qui un link a una recente [presentazione](#).

La capitalizzazione attuale è di 500 milioni e il flottante è superiore all'80%. Il management ha piani ambiziosi: prevede un reddito netto di circa 55-70 milioni nel 2020 con un ROE del 9-10%, in crescita rispettivamente a 280 milioni e al 25% nel 2023. Riteniamo molto probabile che per allora la capitalizzazione di mercato sarà molto più alta.

## TIP

Nessun titolo nel portafoglio MIF esemplifica meglio il nostro approccio di investimento come [Tamburi Investment Partners](#), una società di investimento fondata da Giovanni Tamburi nel 2000. Il titolo è nel nostro fondo dalla partenza, quando lo abbiamo acquistato a 3,2 euro. Ha chiuso il secondo trimestre di quest'anno a 5,6. Prima del lancio del fondo, ad ottobre 2015, avevamo

presentato l'azienda al [MOI Global](#) European Investment Summit. Qui una [trascrizione](#) della presentazione.

TIP è per un fondo che investe in Italia l'equivalente di Berkshire Hathaway per un fondo basato negli Stati Uniti: una posizione stabile e una fonte di ispirazione. Tramite TIP, il MIF è esposto a primarie società la cui capitalizzazione di mercato è sopra al nostro limite – come Prysmian, Ferrari, Moncler, Amplifon, Interpump – così come a società non quotate come Eataly e Azimut-Benetti. Abbiamo un titolo in comune – **BE TSE** – e molto recentemente TIP ha investito nel veicolo di controllo di una delle nostre società, **Sesa**.

Acquistata ad una capitalizzazione di mercato di circa 500 milioni, TIP stessa ora vale circa 1 miliardo.



Avendo sovraperformato molti dei nostri titoli, TIP ha fatto meglio dello stesso MIF dalla data di partenza, e anche meglio dell'indice STAR, di cui fa parte. Anche se è sceso del 2% nella prima metà di quest'anno, il titolo è riuscito a terminare il 2018 con un *rialzo del 5%* ed è cresciuto del 56% nel 2017.

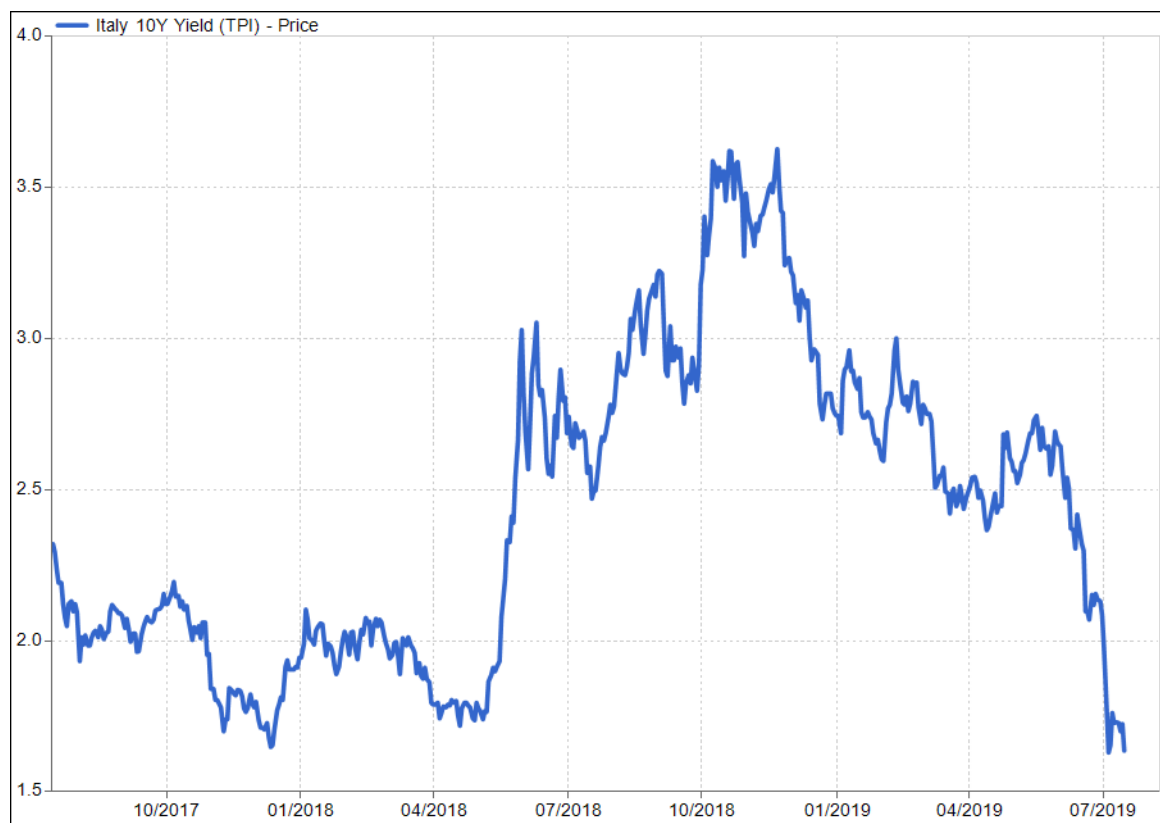
Come il MIF, TIP è essenzialmente un portafoglio di aziende, ma sotto forma di un fondo chiuso piuttosto che di un fondo comune aperto. Pertanto, mentre il NAV del MIF è semplicemente la media ponderata del prezzo delle sue partecipazioni, il prezzo di TIP è determinato da domanda e offerta delle sue azioni, in base al prezzo dei suoi titoli quotati e alla valutazione che il mercato dà dei titoli non quotati e dello sconto o premio ritenuti adeguati da applicare al totale, in considerazione delle prospettive future dell'azienda.

Come Expert System e altri top performer, TIP passerebbe del tutto inosservata da investitori che, avendo una visione fosca dell'Italia come paese, scegliessero di evitare completamente aziende italiane. Giovanni Tamburi condivide pienamente la nostra opinione che l'investimento in aziende italiane ha poco a che vedere con l'investire in Italia in quanto paese.

I lettori in italiano possono apprendere di più su Tamburi [qui](#).

## Giusto e sbagliato

È stato nel secondo trimestre dello scorso anno, ai primi di maggio, che abbiamo visto l'inizio dello psicodramma italiano seguito alla formazione del nuovo governo nazionale, come riflesso dal picco in quel mese del rendimento del BTP a 10 anni dall'1,8% a sopra il 3%.



Come ricorderete, è stata la nostra visione da allora e per tutto il periodo che, malgrado posture e agitazioni, il governo italiano e la UE avrebbero evitato di venire ai ferri corti sui piani di bilancio e alla fine avrebbero trovato un mutuo compromesso salva faccia.

Abbiamo avuto ragione, come riflesso graficamente dal rendimento a 10 anni, precipitato attraverso l'1,8% nella prima settimana di luglio fino all'1,6%, un livello raggiunto l'ultima volta a dicembre 2017. Purtroppo, aver avuto ragione non è stato sufficiente ad evitare che gli investitori rimuovessero 4,6 milioni di euro dal fondo nel corso del periodo, solo parzialmente controbilanciati da un afflusso di 2,2 milioni da parte di investitori più posati. Il deflusso netto di 2,4 milioni, combinato ad un mercato in declino, ha fatto sì che il patrimonio del fondo scendesse da 8 milioni alla fine dell'anno scorso a 4,9 milioni alla fine del primo semestre di quest'anno – un calo del 39%.

A parziale consolazione, il nostro calo è stato inferiore a quello del 58% del patrimonio dell'ETF Lyxor, da 532 milioni a 225 milioni nello stesso periodo. D'altra parte, il fondo Lyxor aveva visto il suo patrimonio esplodere da 42 milioni alla fine del 2016 a 599 milioni a fine 2017, raggiungendo un picco di 633 milioni a gennaio 2018. Come abbiamo mostrato nella nostra [lettera del quarto trimestre 2017](#), il fondo Lyxor riproduce da vicino l'indice FTSE Mid Cap, che comprende i 60 maggiori titoli dopo i 40 contenuti nell'indice FTSE MIB. Abbiamo visto nella nostra prima [lettera del primo trimestre 2017](#) che l'impennata ha coinciso con il lancio dei Piani Individuali di Risparmio (PIR).

Ma la ragione per cui la maggior parte degli investitori ha acquistato il Fondo Lyxor nel 2017 non è stata quella di includerlo in un conto PIR – infatti la sua designazione come fondo PIR-compliant è arrivata solo dopo che la maggior parte dell'aumento era già avvenuto – ma perché si aspettavano che la domanda di PIR avrebbe dato un impulso alla performance dei titoli mid cap. Dunque la susseguente deflazione del patrimonio del fondo nel 2018, che sta continuando quest'anno – l'attivo di fine anno era 281 milioni – non deve essere interpretata come se gli investitori avessero rinunciato al loro vantaggio fiscale togliendo denaro dai loro conti PIR. Infatti, mentre la raccolta PIR ha rallentato nel 2018 e si è arrestata nel 2019 dopo l'introduzione della nuova legislazione PIR, i deflussi effettivi dai conti PIR sono stati minimi. Gli investitori hanno prelevato denaro dal fondo Lyxor per lo stesso motivo per cui lo hanno fatto dal MIF: timori legati al paese. I nostri investitori sono stati relativamente più controllati nella fase discendente. Ma sarebbe stato bello se fossero stati altrettanto entusiasti nella fase ascendente del 2017, quando il nostro patrimonio ha raggiunto un picco di 11,8 milioni a settembre 2017. Esso è dunque più che raddoppiato dai 4,9 milioni di fine 2016, ma nulla rispetto all'esplosione di 14 volte del Fondo Lyxor.

Ahimè, gli investitori nel Lyxor avrebbero fatto molto meglio ad investire nel MIF. Il MIF è avanti quest'anno – 13,3% contro 10,6% – e ancor di più dal lancio del MIF: 39,4% contro 22,3%, una vasta differenza di 17,1% dopo tutti i costi (14,0% di differenza composta). Aggiungiamo che, dal [secondo trimestre 2018](#) al secondo trimestre del 2019, il MIF è tornato quasi allo stesso livello (39,4% contro 40,6%), mentre l'ETF Lyxor è ancora molto in ritardo (22,3% contro 32,2%). In altre parole, nei dodici mesi di montagne russe dal giugno 2018 al giugno 2019, il MIF è tornato al punto di partenza, mentre l'ETF Lyxor è ancora dietro del 10% (7,5% composto).

Per inciso, l'indice FTSE Small Cap ha fatto anche peggio: è cresciuto del 19,1% dalla data di partenza del MIF – meno della metà del nostro rendimento – ed è ancora 14,6% indietro rispetto al livello di giugno 2018 (10,9% composto).

I fondi non sono tutti uguali: ciò che conta per gli investitori in ultima analisi non sono i costi che essi pagano ma i rendimenti che essi ottengono al netto dei costi. Gli investitori nei PIR dovrebbero tenere questo in mente per quando saranno di nuovo in grado di aprire conti PIR – qui le nostre [tre proposte](#) per facilitare tale obiettivo.

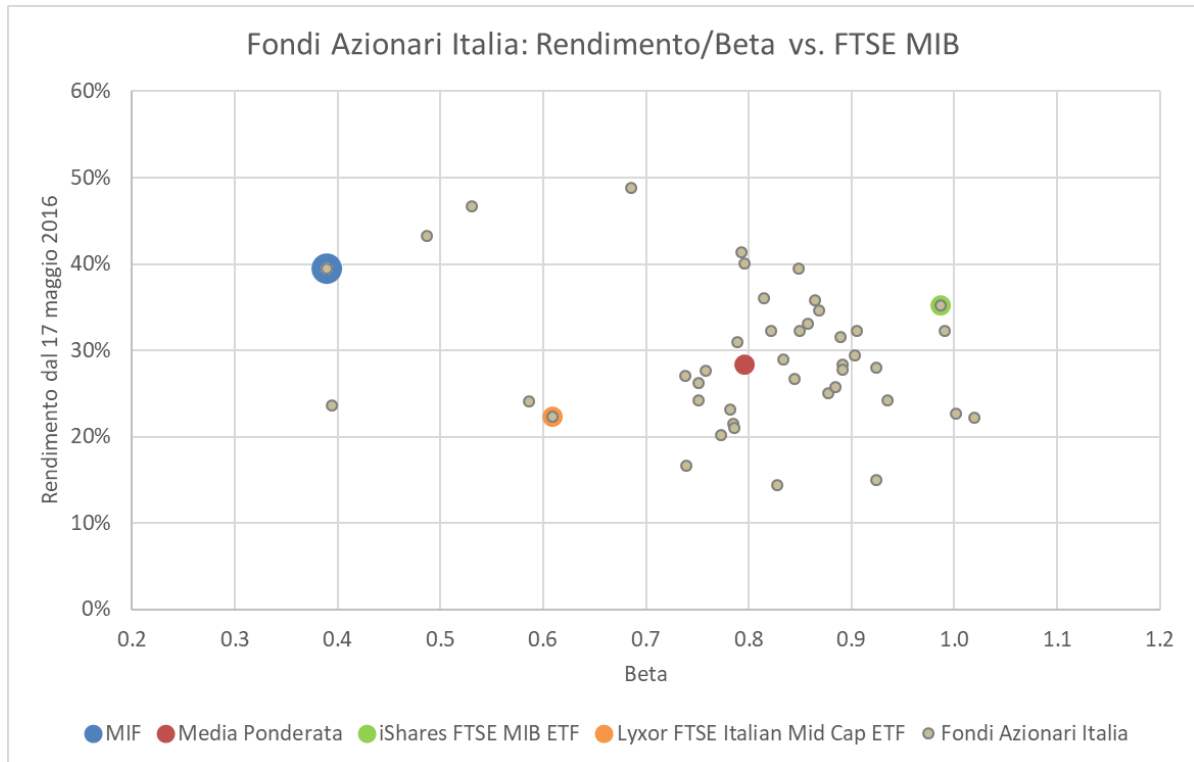
### **Tre anni, cinque stelle**

Il 17 maggio 2019 il MIF ha compiuto tre anni. Questo anniversario è stato particolarmente importante perché tre anni è il periodo minimo richiesto da Morningstar per assegnare le sue ambite stelle. Siamo stati quindi contenti – ma, dati i nostri numeri, non sorpresi – di scoprire che a giugno il MIF ha ricevuto il massimo rating di 5 Stelle, che viene automaticamente assegnato ai fondi nel decile superiore di ogni categoria – Azionari Italia nel nostro caso – ordinati per ciò che chiamano [MRAR](#) (Morningstar Risk Adjusted Return) .

È stato per noi un momento di orgoglio e un gradito riconoscimento del nostro impegno.

Siamo stati più che sorpresi, quindi, di scoprire che a luglio – i calcoli sono fatti all'inizio di ogni mese – le nostre stelle sono scese a tre. Ad un esame più attento, ci siamo resi conto che i MRAR sono molto sensibili a variazioni mensili. Giugno 2016 è stato un mese particolarmente positivo per il MIF rispetto agli altri fondi: avevamo appena iniziato ad investire e avevamo mantenuto una larga quantità di liquidità in vista del referendum sulla Brexit del 23 giugno, mentre a giugno 2019 eravamo leggermente sotto la media.

Tale sensibilità non è un buon attestato della robustezza del MRAR. Il suo aggiustamento per il rischio è rudimentale: corregge solamente i rendimenti in accesso alla liquidità per un coefficiente di avversione al rischio, senza prendere in considerazione né la deviazione standard dei rendimenti né il beta del fondo rispetto ad un appropriato benchmark di mercato. Come sapete, la deviazione standard del MIF è inferiore rispetto agli altri fondi. Altrettanto lo è il suo beta rispetto all'indice MIB, che è stato costantemente attorno a 0,4:



Pertanto, lo Sharpe ratio del MIF – il rendimento in eccesso alla liquidità annualizzato diviso per la deviazione standard annualizzata – è elevato, così come il suo Alfa – il rendimento in eccesso alla liquidità annualizzato, meno il beta per il rendimento annualizzato del benchmark. Entrambe le misure sono molto più stabili del MRAR.

Noi riteniamo che nessuno di questi numeri sia una misura affidabile del rischio di investimento. Per noi il rischio è il pericolo di una perdita permanente di capitale, che pensiamo sia minimo per investitori posati e a lungo termine nel nostro fondo. Elaboriamo sull'argomento in questa [presentazione](#).

Quindi lo lasciamo qui. Siate pronti a vedere il nostro rating Morningstar saltare di mese in mese, e focalizzatevi invece, come facciamo noi, sul nostro portafoglio di ottime società.



## 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.