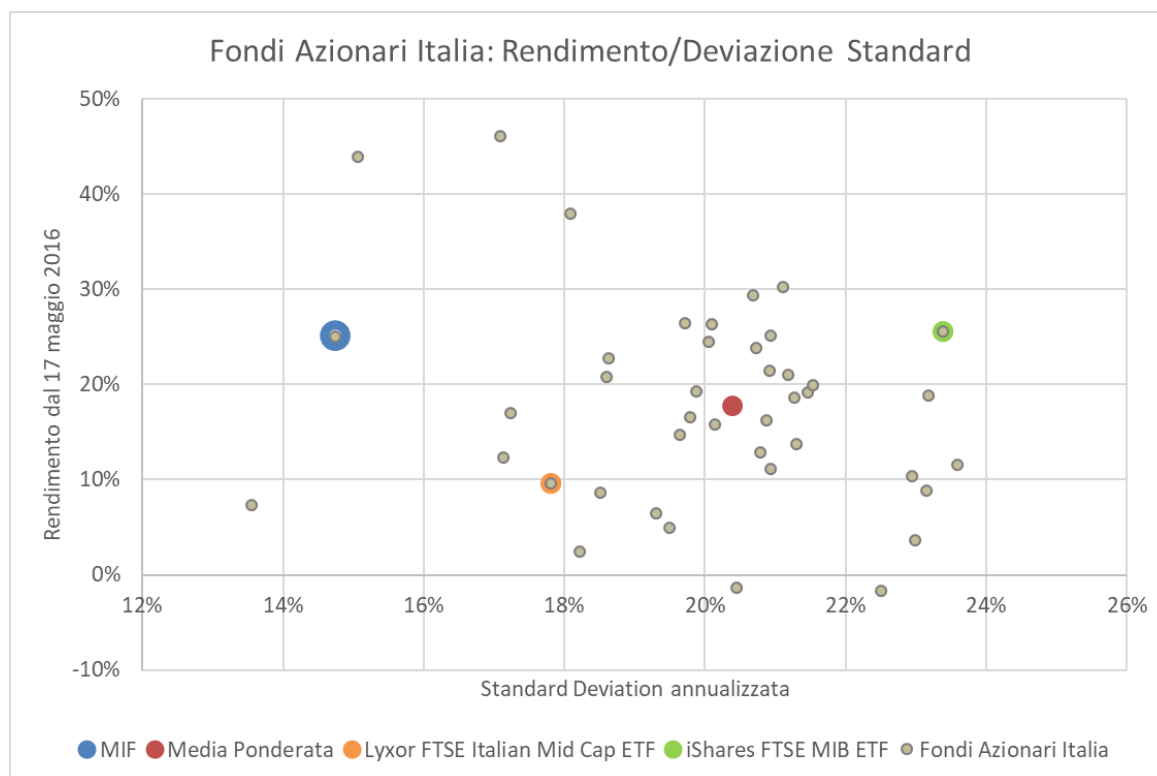


Lettera agli investitori – Secondo trimestre 2020

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del 17,3% nel secondo trimestre del 2020. Il rendimento dalla data di lancio (17 maggio 2016) è del 25,0%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Nel corso del trimestre, il MIF ha aumentato il proprio vantaggio sull'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è di 17,7%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è ben al di sopra del rendimento di 9,7 % dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e circa alla pari con il rendimento del 25,5% 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 di 14,7%, rispetto al 20,4% del fondo medio ponderato, il 17,8% dell'ETF Lyxor e il 23,4% dell'ETF iShares.

Secondo trimestre 2020

Il nostro rendimento del 17,3% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del 14,2% per l'universo dei fondi azionari Italia, il 14,0% per l'ETF Lyxor e il 14,7% per l'ETF iShares.

Nel primo semestre dell'anno, il MIF è in calo del -13,5%, contro il -16,7% del fondo medio ponderato, il -17,8% per l'ETF Lyxor e il -16,6% per l'ETF iShares.

Dopo la poderosa avanzata di aprile – documentata nella nostra lettera del [primo trimestre](#) – il recupero del Fondo dai minimi di metà marzo è proseguito a maggio e giugno, anche se a un ritmo più lento. La performance è stata in linea con il mercato principale a maggio, ma al di sotto a giugno, con le large cap che hanno recuperato parte del divario di performance rispetto alle small cap e alle azioni AIM registrato nei due trimestri precedenti.

Abbiamo continuato a vedere forti rimbalzi in molte delle nostre posizioni – in particolare quelle che avevano visto i cali più pesanti nel primo trimestre. **Openjobmetis** ha proseguito il recupero dalla caduta del -50% nel primo trimestre, chiudendo il secondo su del 47%. **Landi Renzo**, che era scesa del -51% nel primo trimestre, è salita del 42% a maggio e del 43% nel trimestre. **Expert System**, in calo del -29% nel primo trimestre, è salita del 39% nel secondo. **EdiliziAcrobatica**, giù del -35% nel primo trimestre, ha avuto un rimbalzo del 32% nel secondo. **Reno De Medici**, in calo del -33% nel primo trimestre, è salita del 31% nel secondo.

Alcune azioni che erano scese meno o erano addirittura salite nel primo trimestre sono ora in territorio positivo da inizio anno. **Intred** è salita di un altro 25% nel secondo trimestre dopo aver avanzato del 13% nel primo trimestre, e ha chiuso il primo semestre con un aumento del 41%. **Renergetica**, salita del 2% nel primo trimestre, è avanzata del 30% nel secondo ed è su del 32% rispetto al livello di fine anno. **SeSa**, che era scesa del -17% nel primo trimestre, è rimbalzata del 36% nel secondo e ha chiuso il primo semestre in aumento del 13%. **Askoll EVA**, in calo del -19% nel primo trimestre, è salita del 36% nel secondo ed è su del 10% da inizio anno. **MailUp**, scesa del -12% nel primo trimestre, ha guadagnato il 25% nel secondo ed è su dell'11% a metà anno. Inoltre, due delle tre IPO a cui abbiamo partecipato nel quarto trimestre dello scorso anno – **Websolute** e **Doox** – e una delle tre in cui abbiamo investito nel terzo trimestre – **Pattern** – erano al di sopra del prezzo di IPO a fine trimestre, rispettivamente del 16%, 8% e 17%. Circa il 30% del nostro Fondo è investito in questi otto titoli.

La maggior parte degli altri titoli in portafoglio ha avuto una performance positiva nel trimestre e prevediamo che la loro ripresa continuerà nella seconda parte dell'anno.

Durante il trimestre abbiamo ridotto il peso di alcuni dei nostri titoli più performanti per aumentare le posizioni, tra le altre, in Askoll EVA, EdiliziAcrobatica, Openjobmetis e Landi Renzo.

A giugno abbiamo partecipato a due nuove IPO:

[Sebino](#), un fornitore di sistemi di protezione antincendio e di sicurezza. La società ha una capitalizzazione di mercato di 31 milioni di euro, 40 milioni di ricavi e 6,4 milioni di EBITDA. L'IPO è stato eseguito ad un prezzo di 2 euro per azione. Il titolo ha chiuso il trimestre a 2,6.

[Cy4Gate](#), un fornitore di servizi di cyber intelligence e di sicurezza informatica. La società ha una capitalizzazione di mercato di 64 milioni, 7 milioni di ricavi e 3 milioni di EBITDA, entrambi previsti in rapida crescita nei prossimi anni. Il prezzo dell'IPO è stato di 3,15 euro per azione. Il titolo ha chiuso il trimestre a 3,95.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

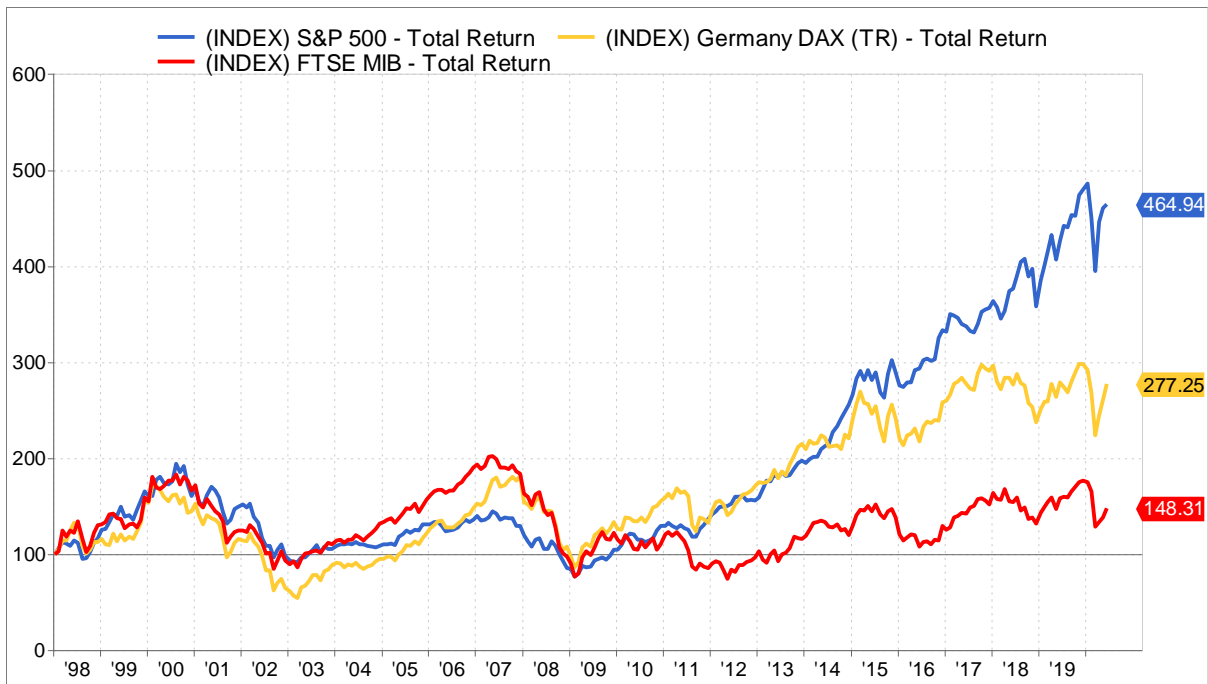
	Numero di	
	società	% Peso
Prodotti manifatturieri	6	13.6%
Tecnologia elettronica	2	4.3%
Industria di processo	3	12.9%
Beni di consumo non durevoli	1	2.5%
Beni di consumo durevoli	2	8.6%
Servizi Industriali	1	6.3%
Servizi commerciali	6	17.7%
Servizi al consumo	1	3.2%
Servizi tecnologici	6	15.6%
Servizi finanziari	1	3.1%
Tecnologia sanitaria	1	0.8%
Comunicazione	1	5.4%
Servizi di pubblica utilità	1	4.2%
Totale	32	98.0%
Liquidità		2.0%

Stelle americane e stelle italiane

Il mondo ha continuato a recuperare condizioni più normali per tutto il secondo trimestre, e i mercati azionari globali hanno riflettuto il movimento. Le azioni italiane hanno performato sostanzialmente in linea con il resto dell'Europa, con l'indice MIB in crescita del 15%, dimezzando la perdita del primo trimestre e portando a -16% la performance del primo semestre, contro il -12% dell'indice STOXX Europe 600.

Le azioni tedesche sono state le migliori in Europa nel secondo trimestre, con l'indice DAX in crescita del 24%, che, unito al calo del -25% nel primo trimestre, ha portato la performance del primo semestre a -7%. La performance semestrale ha quasi eguagliato quella delle azioni statunitensi, dove l'indice S&P 500 è salito del 21% nel trimestre, recuperando così la maggior parte del calo del -20% nel primo trimestre e terminando il primo semestre a -3% rispetto a fine anno. L'indice NASDAQ ha fatto ancora meglio, registrando un progresso del 31% nel trimestre, trainato da Apple (+45%), Microsoft (+29%), Amazon (+42%), Google Alphabet (+22%), Facebook (+36%) e, ancora più spettacolarmente, da Tesla (+106%). Ciò ha cancellato la perdita del -14% del primo trimestre e ha portato l'indice a un massimo storico, 13% al di sopra del suo livello di fine anno.

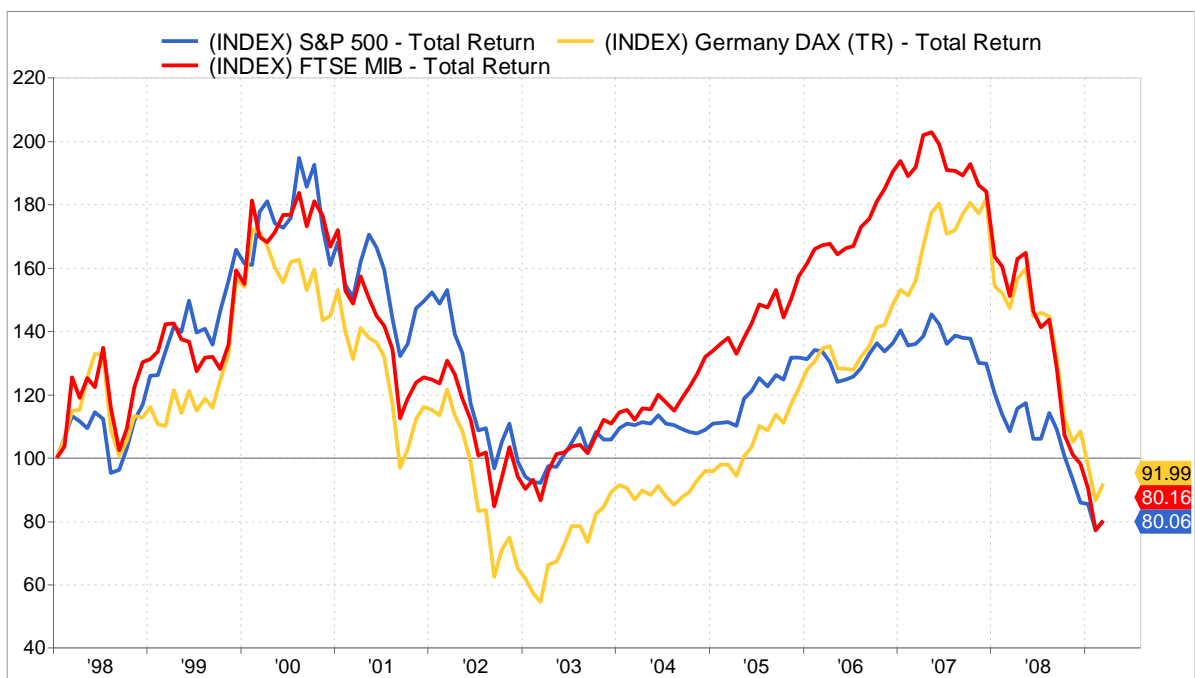
Guardare i rendimenti in una prospettiva di così breve termine sarebbe di per sé insignificante, se non per il fatto che riflette una tendenza di ben più lungo termine. Ciò si può vedere nel grafico seguente, che mostra il Rendimento Totale dei tre principali indici di mercato per Italia, Germania e Stati Uniti dal 1998 (la performance dell'S&P è in euro, ma vederla in dollari USA farebbe poca differenza su un periodo di tempo così lungo).



Fonte: Factset

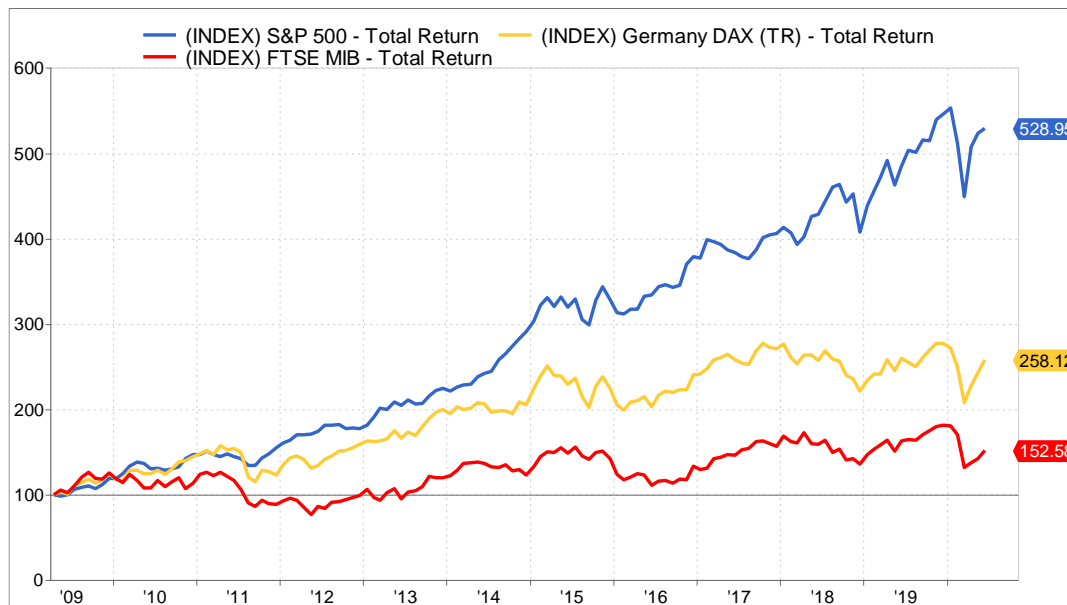
La superiore performance delle azioni statunitensi balza agli occhi: 100 euro investiti all'inizio del periodo nell'S&P 500 si sarebbero trasformati in 465 euro alla fine del primo semestre 2020, rispetto a 277 euro se investiti nel DAX tedesco e solamente 148 euro se investiti nel MIB italiano.

Un esame più attento, tuttavia, mostra un quadro più complesso. Si noti che i tre indici si trovavano praticamente allo stesso posto nel punto minimo della crisi finanziaria globale a marzo 2009, con le azioni italiane che avevano anche sovraperformato per gran parte del periodo. Uno zoom-in rende il confronto più chiaro, e ci dà un doloroso ricordo delle montagne russe degli anni 2000:



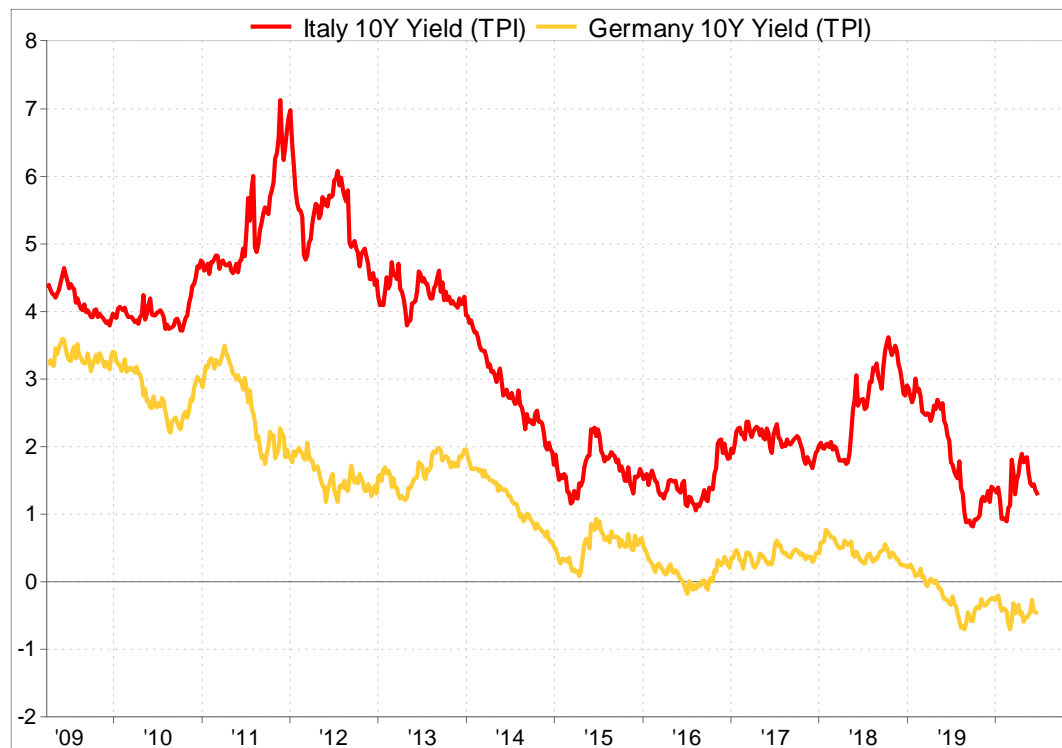
Fonte: Factset

Il predominio delle azioni statunitensi è iniziato ad emergere dopo tale svolta. Il DAX ha mantenuto il passo fino alla prima metà del 2011 e, in misura minore, sino alla fine del 2013, mentre la sottoperformance del MIB è iniziata prima nel 2010 e si è intensificata nella seconda metà del 2011.



Fonte: Factset

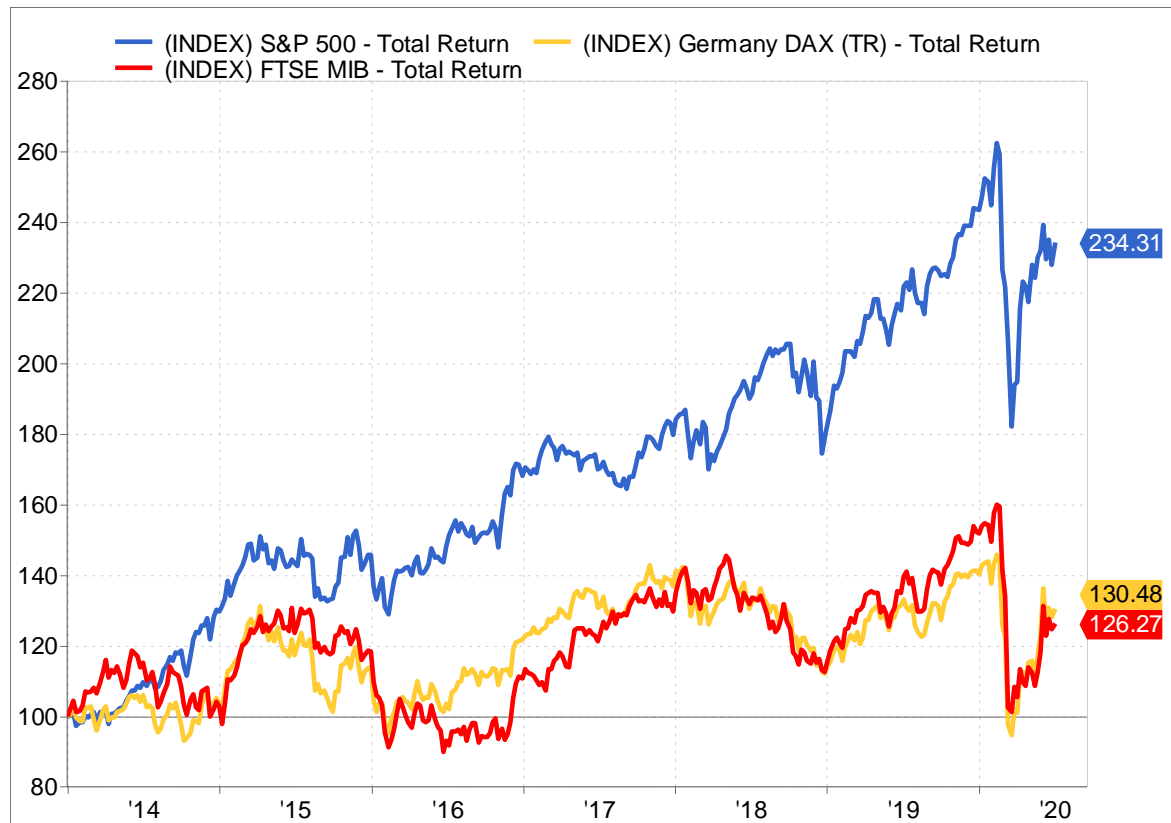
Ciò ha coinciso con l'inasprimento della crisi del debito sovrano europeo, che era iniziata nel 2010 e nell'autunno del 2011 aveva coinvolto l'Italia, provocando un picco dei rendimenti dei BTP italiani – con il decennale balzato al 7% e uno spread del 5% aperto rispetto all'equivalente Bund tedesco – e alla caduta finale dell'ultimo governo Berlusconi.



Fonte: Factset

I governi successivi sono riusciti a disinnescare il rischio di un default sovrano e a ridurre lo spread al di sotto dell'1% nel 2015, per poi mantenerlo entro il 2% fino al 2018, quando – [come ricorderete](#) – un nuovo picco al 3% è seguito alla nomina del governo 5Stelle-Lega. Anche questo è stato alla fine riassorbito nel 2019, con il Bund decennale che si è spinto in territorio negativo. Lo spread è ora tornato ben al di sotto del 2%.

Un ribasamento del grafico all'inizio del 2014 evidenzia il periodo di massima performance degli Stati Uniti e rivela la sostanziale equivalenza dei rendimenti azionari italiani e tedeschi da allora:

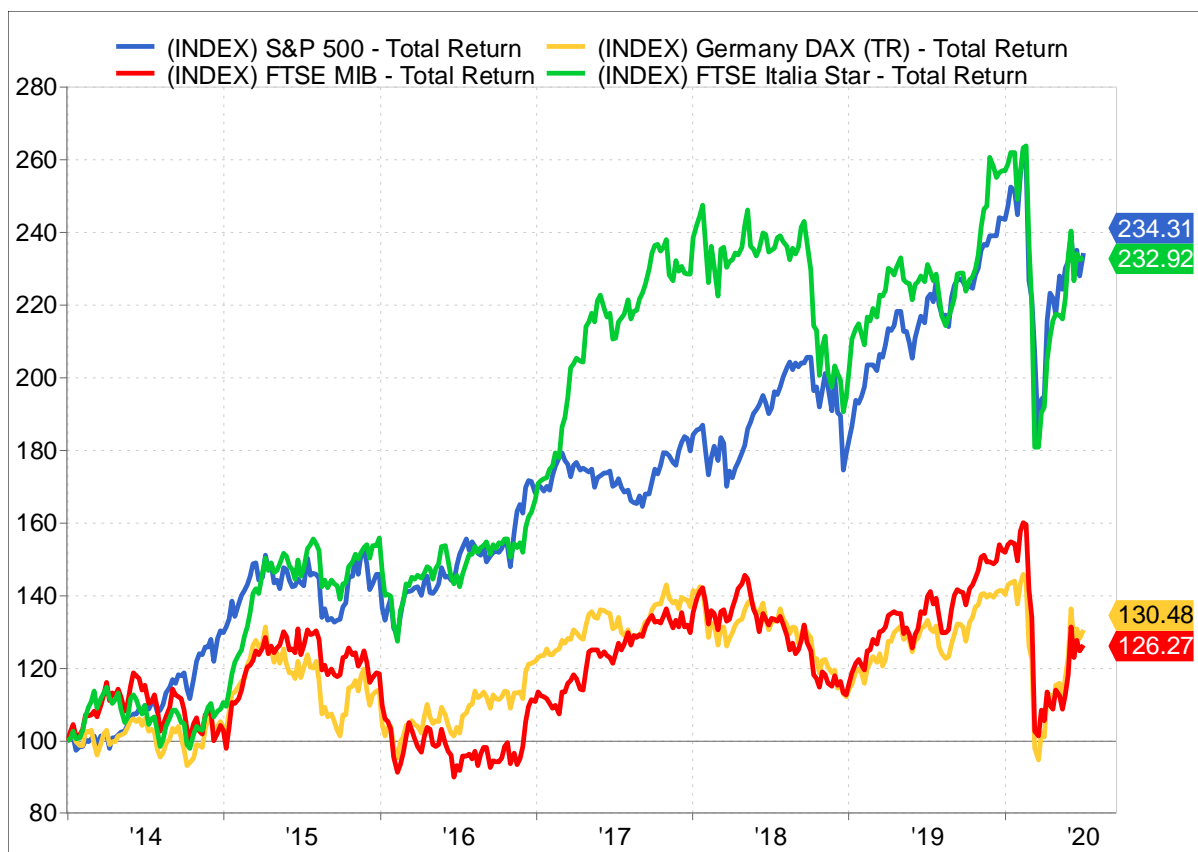


Fonte: Factset

Il quadro non cambia molto sostituendo il DAX con l'indice STOXX Europe 600 o con un qualsiasi altro indice dei paesi principali: il mercato azionario statunitense è stata una destinazione di investimento senza pari in anni recenti e gli annunci di fine sua leadership in nome del un ritorno alla media sono stati finora solennemente delusi. Di conseguenza, le azioni statunitensi ora pesano fino a due terzi delle azioni [mondiali](#).

Non è questo il posto per commentare le prospettive del mercato azionario americano nei mesi e gli anni a venire. Ma è il posto giusto per evidenziare il fatto che *si può* ottenere un quadro diverso se si cambia prospettiva, e invece di cercare paesi si cercano [spazi](#) di investimento.

Così facendo ci si espone a risultati inattesi. Come quello che, nello stesso periodo in cui gli Stati Uniti hanno imposto la propria supremazia sugli altri paesi, il segmento STAR della Borsa Italiana ha prodotto un rendimento totale inauditamente identico:



Fonte: Factset

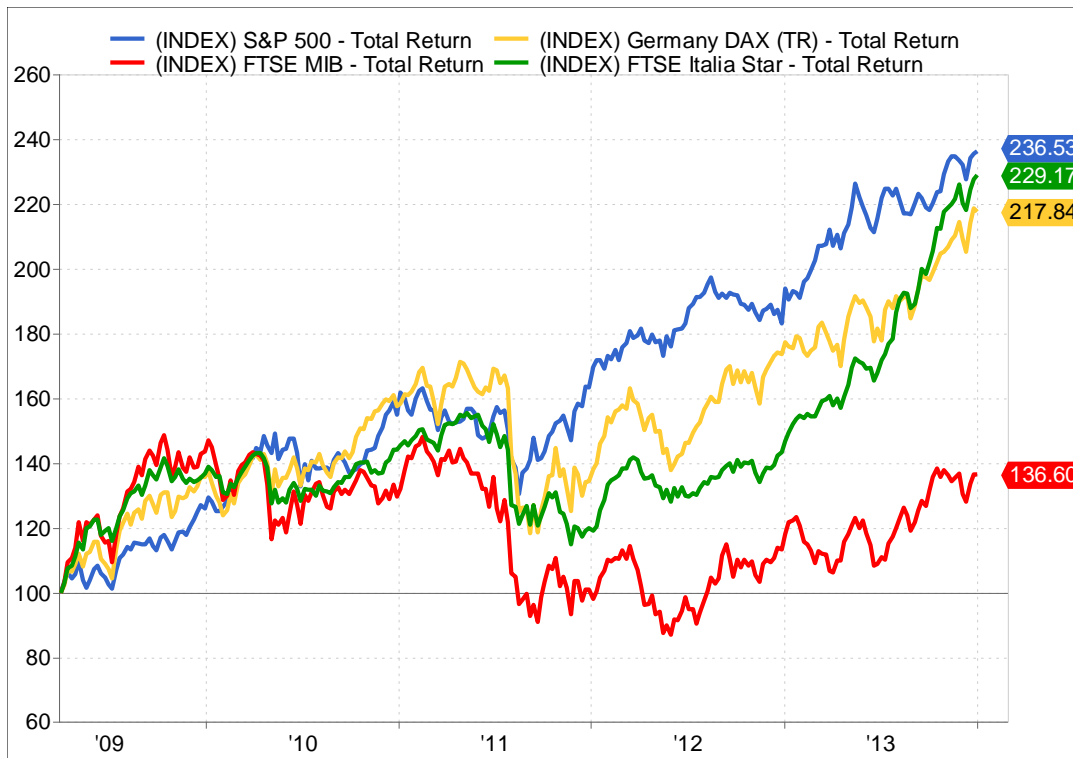
I nostri lettori abituali hanno familiarità con questo punto, che abbiamo sottolineato ripetutamente fin dalla nostra prima [lettera trimestrale](#). È la *raison d'être* del Made in Italy Fund: l'universo delle small cap italiane è un buon terreno di caccia per investimenti attraenti. Ma rimane nascosto agli investitori fin quando non sono preparati a ribaltare la loro prospettiva e a comprendere che non si comprano paesi – si comprano aziende.

Quindi lo diciamo ancora una volta: il modo migliore per guardare alle azioni italiane non è dal punto di vista top-down di paese, ma da una prospettiva bottom-up di azienda.

Le large cap italiane: Non male come sembrano

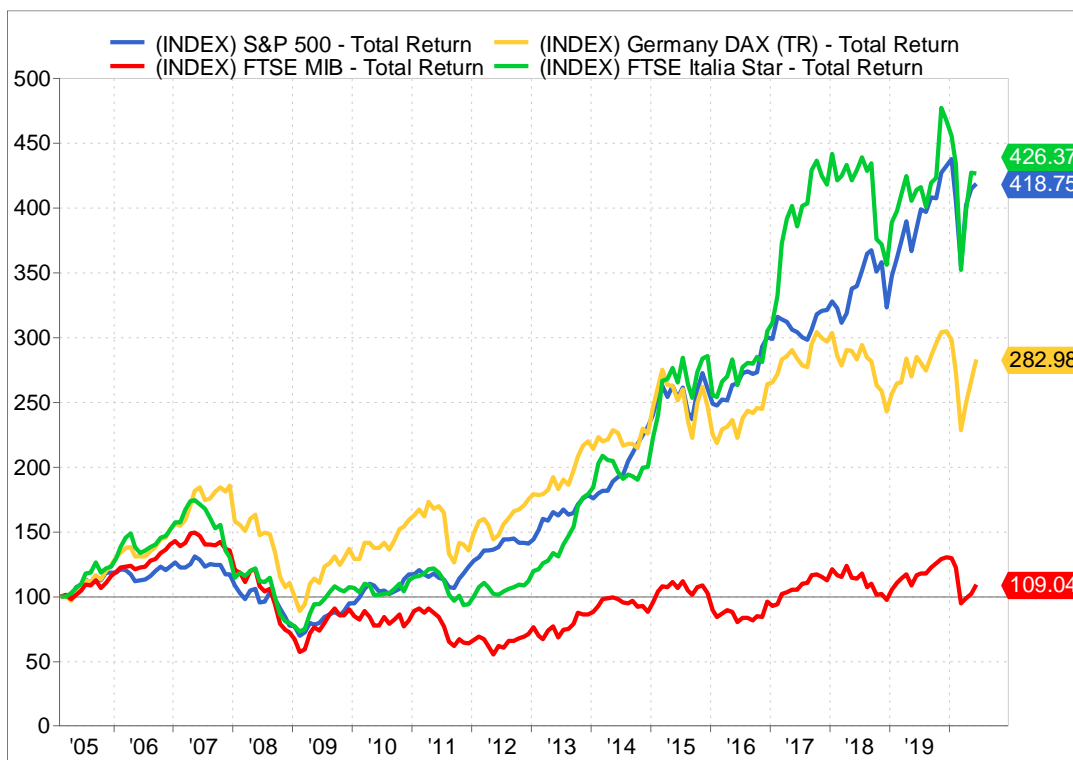
Detto ciò, tuttavia, vogliamo sottolineare l'altra evidenza che emerge da uno sguardo più attento ai grafici: quella che a prima vista sembra una sottoperformance cronica dell'indice MIB può essere in realtà circoscritta a un periodo specifico – dal 2010 al 2013 – in cui l'Italia è stata coinvolta nella crisi del debito europeo. Prima di allora, il MIB aveva performato in linea o meglio degli altri indici, e da lì in poi è stato in linea con il DAX e il resto d'Europa dietro gli Stati Uniti. In effetti, [ricorderete](#) che l'anno scorso l'Italia è stata uno dei mercati azionari più performanti al mondo, ben davanti all'Europa e anche agli Stati Uniti.

Uno zoom-in sul periodo da marzo 2009 alla fine del 2013 rende il nostro punto ancora più chiaro. Ma mostra anche che la sottoperformance si è limitata all'indice MIB e non ha incluso il segmento STAR, che ha continuato a performare in linea con gli Stati Uniti e la Germania:



Fonte: Factset

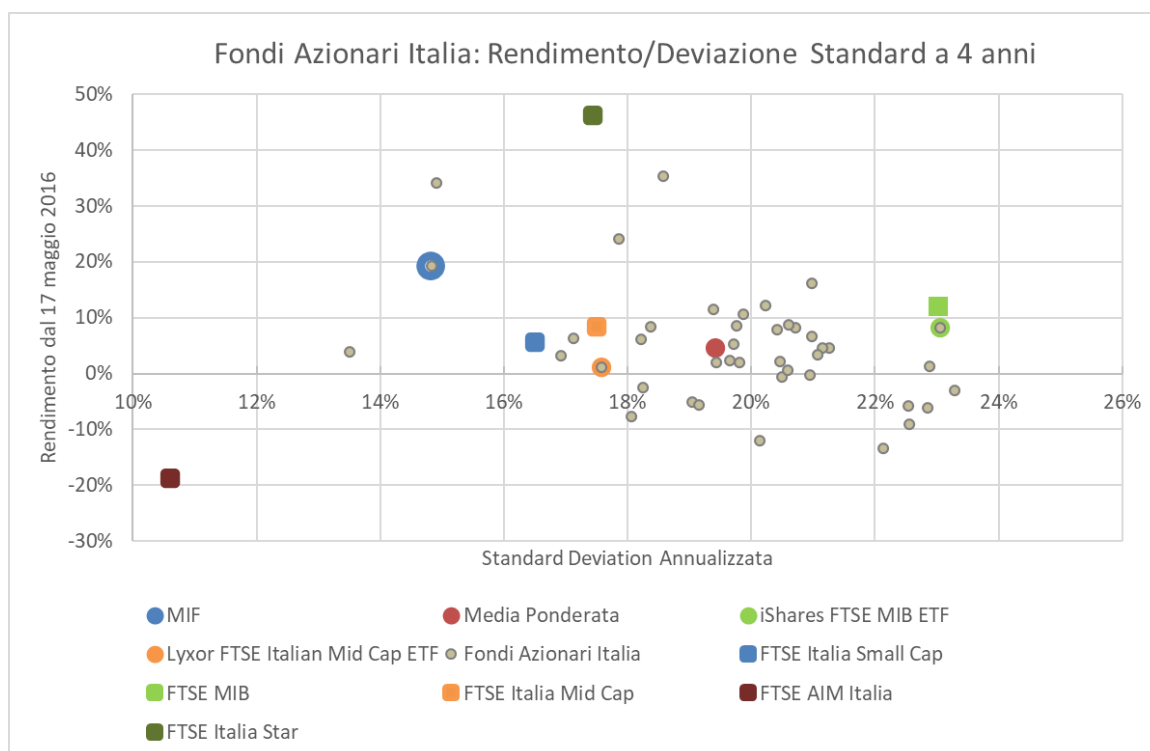
Un ultimo grafico mostra che la parità tra l'S&P 500 e il segmento STAR si è mantenuta su un periodo molto più lungo (il primo dato dell'indice STAR Total Return su Factset è il 1° febbraio 2005):



Fonte: Factset

Il nostro quarto anniversario

Investire nelle migliori aziende del fertile universo delle small cap italiane è quello che ci siamo prefissati di fare nel nostro Fondo sin dalla sua nascita nel maggio 2016. Il nostro quarto anniversario è arrivato a metà trimestre, mentre le azioni globali si stavano riprendendo dai minimi di metà marzo. Questa è la nostra foto di compleanno, malconcia ma orgogliosa:



E questi sono i numeri, inclusi cinque indici di mercato, rappresentati da quadrati nel grafico:

17/05/2016 -15/05/2020	Standard	
	Rendimento Totale	Deviazione Annualizzata
MIF	19.2%	14.8%
Media Ponderata	4.6%	19.4%
Lyxor FTSE Italian Mid Cap ETF	1.1%	17.6%
iShares FTSE MIB ETF	8.2%	23.1%
FTSE Italia Small Cap	5.7%	16.5%
FTSE MIB	11.8%	23.0%
FTSE Italia Mid Cap	8.4%	17.5%
FTSE AIM Italia	-18.7%	10.6%
FTSE Italia Star	46.3%	17.4%

Il nostro obiettivo sin dall'inizio è stato quello di ottenere un buon rendimento per i nostri investitori, superiore al rendimento medio degli altri fondi nell'universo Azionario Italia – in particolare degli ETF Lyxor e iShares – nonché dei principali indici di mercato.

Siamo lieti di dire che abbiamo fatto bene. Al giro di boa del quarto anno abbiamo un Rendimento Totale significativamente più alto e una deviazione standard molto più bassa rispetto alla maggior parte dei nostri concorrenti. Siamo molto più avanti del fondo azionario italiano medio e, ancora di più, dell'ETF a noi più comparabile. Siamo anche davanti agli indici di mercato più comparabili: l'indice Small Cap, l'indice Mid Cap (che l'ETF Lyxor traccia) e, ancora più notevolmente, l'indice AIM. Inoltre, nonostante la rilevante sottoperformance delle mid e small cap rispetto alle large cap dal 2018 in poi, documentata nella nostra lettera del terzo [trimestre 2019](#), siamo anche davanti all'ETF iShares e all'indice MIB che esso traccia.

La nostra unica delusione è che non siamo stati in grado di tenere il passo con l'indice STAR. I componenti più importanti di questo indice altamente concentrato – Amplifon, BB Biotech, IMA, Interpump – hanno fatto molto bene in questi quattro anni, ma sono troppo grandi per il nostro mandato di investire il nostro fondo in piccole aziende, che definiamo come società con una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo di euro. Abbiamo o abbiamo avuto società STAR nel fondo – Reply, TIP, SeSa, MutuiOnline, Datalogic, Banca IFIS, FILA, El.En. e molte altre – ma i nostri investimenti non hanno a che fare con il loro essere parte dell'indice STAR.

Con il senno di poi, dobbiamo riconoscere che un focus su capitalizzazioni più grandi avrebbe beneficiato la nostra performance, come lo ha fatto per quei pochi fondi che vengono investiti attorno all'indice STAR e che quindi mostrano rendimenti migliori. Ma noi rimaniamo fedeli al nostro mandato: vogliamo investire nelle Amplifon di domani. Negli ultimi due anni, le small cap e soprattutto le azioni AIM hanno avuto vita difficile rispetto alle large cap. Ma questo è per noi un ulteriore motivo di attrazione, e la ragione per cui abbiamo aumentato la nostra esposizione a capitalizzazioni più piccole e partecipato a diverse IPO di nuove società principalmente quotate su AIM. Prevediamo che il recupero delle small cap che abbiamo visto negli ultimi trimestri continuerà nei trimestri e negli anni a venire, favorito anche dal rinnovato interesse per gli investimenti PIR. Questo dovrebbe aiutare il nostro fondo a raggiungere l'indice STAR.

La nostra iniziativa di pubbliche relazioni

Nel lanciare il Made in Italy Fund quattro anni fa avevamo due obiettivi:

1. Dare agli investitori globali un'esposizione a una sacca di valore attraente ma relativamente sconosciuta, piena di società interessanti che spesso rimangono nascoste sotto i colpi d'ascia di allocazioni top-down di paese.
2. Offrire agli investitori italiani un modo efficace per combinare investimenti intelligenti con una dose di sano [patriottismo](#) e di partecipare alle storie di successo del loro paese. Queste sono per lo più rappresentate da piccole aziende che trovano poco o nessun spazio nei principali fondi investiti attorno all'indice MIB, e che hanno più bisogno di risorse per finanziare la loro crescita.

È con questo secondo obiettivo in mente che abbiamo recentemente lanciato una campagna di relazioni pubbliche in Italia, con il supporto di [The Van Group](#) e [L45](#). Gli articoli, le interviste e le iniziative collegate sono elencate nella pagina [Media](#) del nostro sito web.

L'obiettivo vitale nel nostro quinto anno appena iniziato è quello di attrarre investimenti nel Made in Italy Fund. Speriamo di meritare, mantenere e suscitare il vostro interesse.

Disclaimer

Questo documento è stato redatto da Bayes Investments Ltd, registrata in Inghilterra e Galles. Bayes Investments Ltd è un rappresentante nominato di New College Capital Ltd.. New College Capital (FRN 430986) è autorizzato e regolamentato dalla Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito.

Il presente documento non è destinato ai clienti al dettaglio o a qualsiasi persona o entità residente o residente in alcuna giurisdizione in cui tale distribuzione o utilizzo sia in contrasto con la legge o la regolamentazione. Il presente documento è destinato alle persone pertinenti, vale a dire a coloro che beneficiano di un'esenzione ai sensi dell'articolo 4.12 del contabilità aziendale ("COBS" della FCA), o di un'esenzione ai sensi dell'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 Atomo Sicav, che contiene i dettagli di questi rischi. Qualsiasi performance passata contenuta nel presente documento non è un'indicazione delle prestazioni future. Il valore degli investimenti e del reddito da essi derivante può variare. Gli investitori dovrebbero avere la capacità finanziaria e la volontà di accettare tali rischi per un periodo di tempo indefinito 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 aspettative. A questo proposito non è possibile fornire alcuna garanzia. Sebbene Bayes Investments Ltd abbia adottato tutte le misure ragionevoli per garantire che le informazioni contenute in queste pagine siano accurate e aggiornate, non è possibile accettare alcuna responsabilità per eventuali errori o omissioni che figurano in questo documento. In caso di dubbi sulla validità delle informazioni rese disponibili all'interno di queste pagine, è necessario richiedere la verifica e/o contattarci.

Nulla in questo documento è inteso a costituire una promozione finanziaria ai fini della sezione 21 del Financial Services and Markets Act 2000. Il contenuto di questo documento è fornito solo a scopo informativo generale e non è una consulenza di investimento. Inoltre, nulla su questo documento equivale a una raccomandazione personale o consigli sul merito di qualsiasi transazione o servizio. Bayes Investments Ltd non è quindi responsabile di fornire protezione e si dovrebbe chiedere la propria consulenza legale, di investimento e fiscale prima di agire su qualsiasi cosa contenuta in questo documento.

La consulenza professionale deve sempre essere ricercata prima di agire o fare affidamento su qualsiasi informazione e non ci assumiamo alcuna responsabilità per eventuali perdite che possono derivare dalla dipendenza dalle informazioni contenute nel nostro documento.