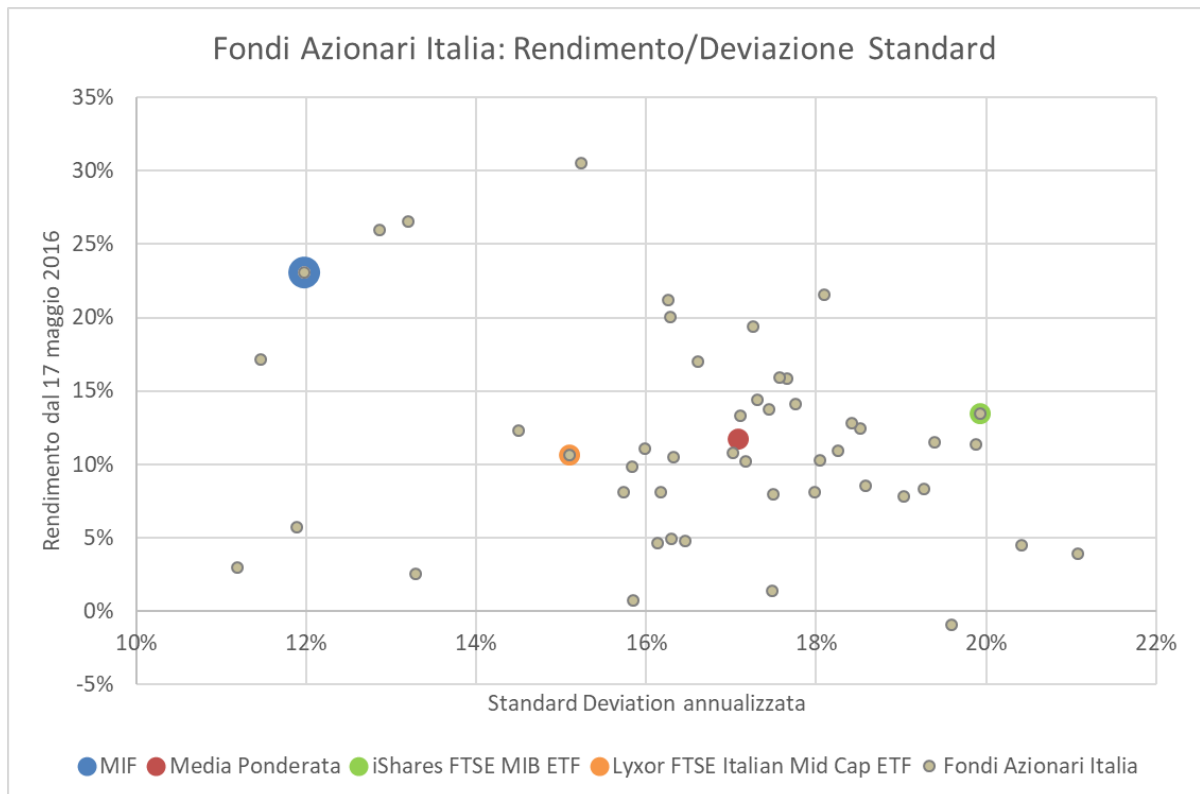


## Lettera agli investitori - Quarto trimestre 2018

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) è sceso del -13,6% nel quarto trimestre del 2018. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è del 23,1%. 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 dell'11,7%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è ben al di sopra del rendimento del 10,6% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e 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 12,0%, contro il 17,1% del fondo medio ponderato, il 15,1% dell'ETF Lyxor e il 19,9% dell'ETF iShares.

## Quarto trimestre 2018

Il nostro rendimento del -13,6% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del -13,0% dell'universo azionario italiano, del -15,5% dell'ETF Lyxor e del -11,4% dell'ETF iShares.

Nell'intero anno, il MIF è sceso del -18,4%, contro il -15,3% del fondo medio ponderato, il -18,3% dell'ETF Lyxor e il -13,9% dell'ETF iShares.

Il quarto trimestre è stato orrendo per i mercati azionari mondiali: l'S&P 500 giù del -14% e il Nasdaq -18% negli Stati Uniti, il Nikkei -17% in Giappone, l'Euro Stoxx -13%, lo Shenzhen in Cina -12%. L'indice italiano MIB è andato leggermente meglio, in calo del -11%, ma l'indice FTSE Italia Small Cap ha registrato un duro colpo, giù del -16%, e ancora più forte è stata la discesa del -18% dell'indice FTSE STAR.

Il calo maggiore si è verificato ad ottobre, guidato dai temi ricorrenti che hanno afflitto i mercati durante tutto l'anno: l'indebolimento dell'economia globale, la stretta della politica monetaria americana e le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il movimento è stata esacerbato in Italia dalla situazione di stallo tra il governo e l'UE in merito alle previsioni di deficit di bilancio per il 2019, che abbiamo discusso nella nostra lettera del [terzo trimestre](#). Alla fine del mese, tuttavia, l'indice MIB è sceso sostanzialmente in linea con gli altri mercati. Gli indici Small Cap e STAR, invece, sono stati più duramente colpiti, e il MIF con loro. I mercati sono rimasti deboli a novembre, ma alcuni dei nostri titoli hanno registrato significativi rimbalzi. Questo movimento relativo si è esteso a dicembre, quando la contrazione del mercato globale è ripresa, ma il MIF è riuscito a finire il mese invariato.

A fine anno il governo italiano e l'Unione europea hanno raggiunto la sorta di compromesso che avevamo previsto giusto [all'inizio](#) della triste storia. E anche se il percorso è stato molto più contorto di quanto ci aspettassimo, la volatilità che l'ha accompagnato ha avuto molto più a che fare con il calo del mercato globale che con le specificità dell'impasse italiano (anche se 'l'incertezza italiana' è stata buttata nel grande calderone delle 'preoccupazioni globali'). Infatti, come abbiamo visto, le azioni italiane sono diminuite un po' meno degli altri mercati nel trimestre. Sono state le small cap, tuttavia, a sopportare il peso del malcontento degli investitori per i garbugli della politica italiana, scendendo notevolmente di più rispetto alle loro omologhe dell'area Euro – l'indice Euro STOXX Small Cap è sceso del -13%, in linea con l'indice Euro STOXX. Come abbiamo sostenuto all'inizio del trimestre nella nostra [nota](#) del 5 novembre, non c'è una spiegazione fondamentale per un calo così ampio e indiscriminato. Alla fine, l'unica consolazione è che il MIF sia riuscito a contenere la perdita trimestrale vicino alla media dell'area Euro.

Durante il trimestre abbiamo inserito tre nuove posizioni, due delle quali nuovi IPO, e siamo usciti da quattro posizioni, tre delle quali titoli più grandi e più liquidi, che hanno finito per essere inevitabilmente catturati nel vortice di ottobre-novembre. La nostra maggiore esposizione alle IPO nella seconda metà del 2018 ci ha in effetti aiutato a mitigare l'impatto del calo del quarto trimestre, poiché tali titoli sono stati in gran parte risparmiati dalle pressioni di vendita generalizzata che hanno colpito le loro controparti più liquide. Ad esempio, le due società menzionate nella lettera del terzo trimestre hanno visto il loro prezzo scendere meno della media: Longino & Cardenal ha chiuso l'anno a 4,35 euro, in calo del -10% nel trimestre ma ben al di sopra del suo prezzo di IPO a luglio di 3,6 euro; Intred ha chiuso a 3,1 euro, in calo di meno del -2% nel trimestre e anch'essa ben al di sopra del suo prezzo di IPO a luglio di 2,3 euro. Ma di gran lunga il più grande contributo alla nostra performance è venuto da Renergetica, una società che abbiamo comprato a 1,5 euro per azione al suo IPO di agosto e che ha chiuso l'anno a 2,8, su del +92% nel trimestre.

[Renergetica](#) opera nel campo delle energie rinnovabili, in qualità di sviluppatore di progetto, Independent Power Producer, Asset Manager e Industrial Engineer per impianti di energia rinnovabile, sistemi di generazione di energia ibridi e soluzioni di immagazzinamento dell'energia. All'IPO, in cui ha raccolto 2 milioni di euro, la società aveva un valore di mercato di 11 milioni, con ricavi di circa 6 milioni, un margine di EBITDA del 30%, un ROE del 30%, e un flottante di circa il 18%. I ricavi sono attesi in crescita a un tasso annuo del 25%-30% nei prossimi anni, man mano che la società espande la sua attività non solo in Italia e Cile, dove è già presente, ma anche negli Stati Uniti, in Colombia, in Africa e altrove, con rendimenti di scala che forniscono un'ulteriore espansione dei margini.

La composizione settoriale del Fondo alla fine dell'anno era la seguente:

	Number of companies	% Weight
Producer Manufacturing	7	17.6%
Electronic Technology	2	6.1%
Process Industries	5	16.7%
Consumer Non-Durables	1	3.4%
Consumer Durables	3	8.9%
Industrial Services	1	1.5%
Commercial Services	5	12.2%
Distribution Services	1	2.6%
Consumer Services	1	3.1%
Technology Services	5	9.8%
Finance	3	6.5%
Communications	1	2.8%
Utilities	1	7.9%
<b>Total</b>	<b>36</b>	<b>99.0%</b>
Cash		1.0%

### **Il nostro principio fondamentale**

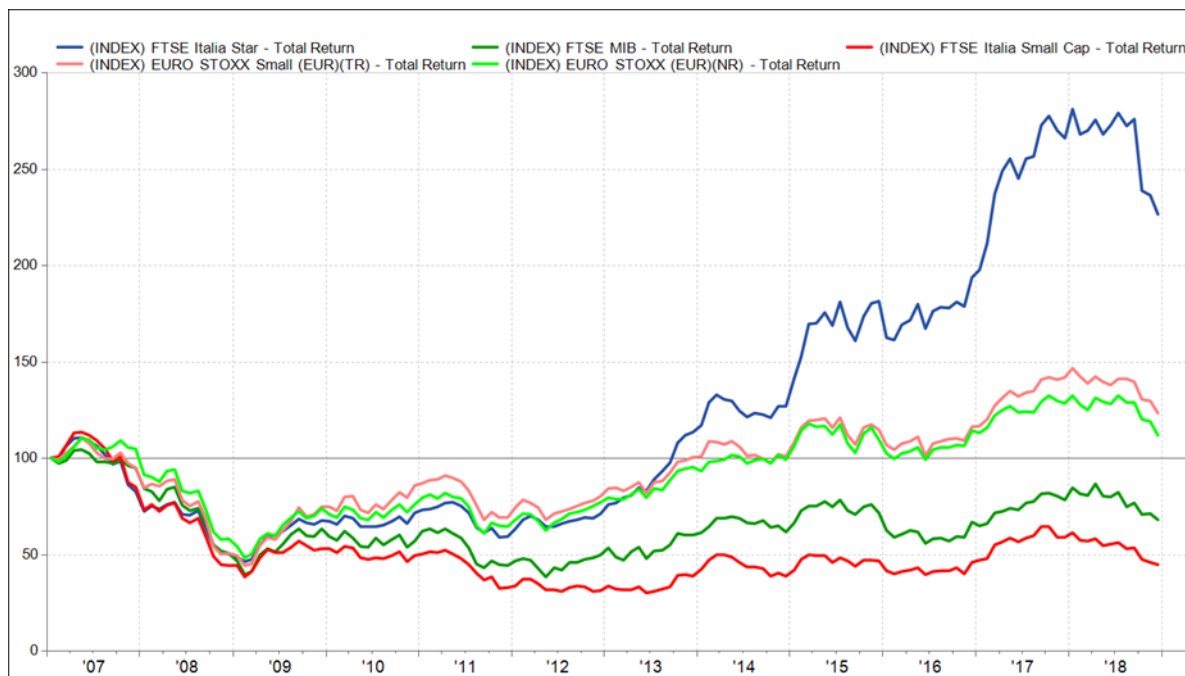
La performance di Renergetica incarna il principio più importante alla base della gestione del Fondo Made in Italy:

Le small cap italiane possono essere adeguatamente apprezzate solo in una prospettiva bottom-up.

Gli eventi politici, i fattori macroeconomici e la volatilità del mercato hanno e continueranno ad avere un'influenza transitoria sulla dinamica dei prezzi. Ma le valutazioni fondamentali delle aziende più redditizie, in più rapida crescita e meglio gestite finiranno per prevalere. Di conseguenza, crediamo che, ignorando il rumore di fondo, mantenere posizioni significative in queste aziende, indipendentemente dalle loro dimensioni o peso nell'indice, sia la chiave del successo di lungo termine.

Non c'è migliore immagine per illustrare questo punto che la performance dell'indice FTSE Italia STAR, alla quale ci siamo riferiti più volte sin dalla nostra [prima lettera](#) nel primo trimestre 2017. Come mostrato nel grafico sottostante, la sovraperformance del segmento STAR nei confronti delle

large e small cap italiane, così come delle loro controparti dell'area Euro, è stata ampia, si è verificata attraverso una varietà di condizioni economiche e politiche e precede lungamente l'introduzione dei fondi PIR nel 2017. Come abbiamo sostenuto ripetutamente nelle nostre lettere trimestrali, tale sovraperformance non implica una sopravvalutazione, ma riflette migliori fondamentali. Quindi crediamo che sia destinata a continuare anche in futuro.



## Il punto della situazione

Come abbiamo visto, dal suo avvio a maggio 2016 sino alla fine del 2018 il MIF ha reso due volte quanto la media ponderata dei fondi azionari italiani, 2,2 volte quanto l'ETF Lyxor e quasi 10 punti percentuali in più rispetto all'ETF iShares.

Come spiegato nella nostra [lettera del quarto trimestre 2017](#), preferiamo confrontare la nostra performance a strumenti di investimento reali piuttosto che ad indici non investibili. A titolo di riferimento, tuttavia, notiamo che il MIF ha reso tre volte quanto il suo indice più comparabile, il FTSE Italia Small Cap, e 7 punti percentuali in più dell'indice MIB (da notare la differenza di 2,5% tra il rendimento teorico dell'indice MIB e il rendimento effettivo dell'ETF iShares). Il MIF è molto più avanti anche rispetto all'indice Euro STOXX – che, è interessante notare, è rimasto dietro all'indice MIB nel periodo – oltre che all'indice Euro STOXX Small Cap, che ha invece sovraperformato la sua controparte large cap e ha fatto molto meglio dell'indice italiano Small Cap.

	Italian Equities Funds MIF Class A	Lyxor FTSE Italia Mid Cap PIR (DR) UCITS ETF	iShares FTSE MIB UCITS ETF EUR (Acc)	FTSE Italia Small Cap	FTSE MIB	FTSE Italia Star	Euro Stoxx	Euro Stoxx Small Cap
17/05/2016 - 31/12/2018	23.1%	11.7%	10.6%	13.5%	7.7%	16.0%	31.7%	10.5%

La nostra legittima gratificazione è attenuata dal fatto che il MIF è ancora indietro rispetto all'indice STAR. Come abbiamo detto più volte, il MIF è gestito con un obiettivo di rendimento assoluto, slegato da qualsiasi benchmark. In particolare, l'indice STAR è molto concentrato – i primi dieci titoli rappresentano il 60% del suo valore di mercato – e i nomi principali superano di gran lunga la nostra soglia di un miliardo di capitalizzazione. Sono aziende di successo – Amplifon, Interpump, IMA – che hanno fatto molto bene nel corso degli anni e dalla data di nascita del MIF. Ma il nostro fondo è orientato alle storie di successo di domani e crediamo che, a tempo debito e con le giuste scelte, la sua performance eccederà anche quella dell'indice STAR.

### **Commissioni di performance**

Il nostro obiettivo di rendimento assoluto si riflette nella struttura delle nostre commissioni di performance. Il Fondo paga una commissione di performance del 15% solo se il suo rendimento annuale è superiore al 4% e il NAV di fine anno è superiore all'High Watermark – il livello al quale è stata pagata l'ultima commissione di performance. Ciò significa che, a differenza del 2016 e del 2017, non ci sarà alcuna commissione di performance nel 2018.

Le commissioni di performance sono un argomento controverso, senza una soluzione ottimale o generalmente condivisa. Alcuni investitori si rifiutano di pagarle e acquistano solo fondi a commissioni fisse. D'altro canto, altri investitori non badano ad acquistare fondi che pagano commissioni di performance mensili senza High Watermark. La soluzione del MIF è, pensiamo, una buona via di mezzo tra l'esigenza di soddisfare l'obiettivo finale dell'investitore – un rendimento positivo – e quella di premiare il successo del gestore che lo ottiene.

Una comune alternativa alla nostra soluzione è una commissione di performance calcolata sul rendimento del fondo relativo ad un appropriato benchmark, tipicamente un indice che rispecchia al meglio l'universo d'investimento all'interno del quale il gestore fa le sue scelte. Nel nostro caso, questo sarebbe l'[indice FTSE Italia Small Cap](#), o anche uno degli indici PIR di recente introduzione. Se avessimo adottato una tale soluzione in partenza, gli investitori avrebbero comunque pagato una commissione di performance nel 2016 e 2017, poiché in entrambi gli anni il rendimento del MIF ha superato l'indice, ma la commissione sarebbe stata inferiore, in quanto applicata al rendimento relativo piuttosto che a quello assoluto (sebbene la percentuale della commissione sarebbe stata probabilmente più alta, tipicamente del 20% o del 25%). In contrasto, tuttavia, gli investitori avrebbero pagato una commissione di performance anche nel 2018, in quanto il rendimento del MIF del -18,4% è stato ben superiore al rendimento dell'indice del -24,1%.

La nostra soluzione, centrata sul rendimento assoluto, si basa sul presupposto che gli investitori preferiscano condividere una parte più alta di un rendimento positivo piuttosto che aggravare la pena di un rendimento negativo pagando su di esso una commissione di performance. Inoltre, il nostro orizzonte annuale e l'High Watermark assicurano che gli investitori stiano ricompensando un genuino successo piuttosto che amplificando il costo della volatilità di mercato.

### **Copertura**

Non è un segreto che, pur esaltando le virtù della serenità a lungo termine, anche il più tenace Value Investor farebbe volentieri a meno di fasi di mercato in rapida discesa.

Il MIF è di norma pienamente investito e non fa market timing. Ma si riserva la possibilità di utilizzare futures e altri contratti derivati allo scopo di coprire il rischio di mercato. Questa non è un'opzione da usare alla leggera, e finora non l'abbiamo mai fatto. Guardando al 2018, tuttavia, ci sono stati casi in cui sarebbe stata una buona idea. Ma ovviamente il senno di poi è una cosa meravigliosa. Il primo caso è stato a febbraio, con il primo calo del mercato globale, che ha causato una discesa del tutto sconnessa e per noi imprevedibile di molti dei nostri titoli. Il secondo è stato a maggio, quando, dopo aver recuperato il livello di fine anno 2017 nella prima metà del mese, il MIF è stato nuovamente messo sotto pressione dal primo periodo di tensioni politiche, dopo che le elezioni di marzo avevano portato alla formazione del governo Lega/5Stelle. In quelle due settimane siamo stati vicini a premere il grilletto di copertura e abbiamo preso in considerazione l'acquisto di credit default swap. Ma alla fine abbiamo desistito e abbiamo spiegato perché nella nostra [nota del 4 giugno](#). In effetti, a fine luglio il MIF è risalito di nuovo vicino al suo livello di fine anno. Il terzo caso, tuttavia, è stato ad agosto, quando il secondo periodo di tensioni politiche ha provocato un aumento dei tassi sui BTP e un altro brusco calo dell'indice MIB. Questa volta il MIF è riuscito ad ammorbidire il colpo, scendendo della metà rispetto al MIB. Nel corso del mese, siamo diventati anche più fiduciosi sul fatto che, come avevamo scritto nel nostro Factsheet di agosto: "Settembre vedrà una risoluzione di incertezza con la legge finanziaria presentata a fine mese. Il nostro scenario centrale è che un accettabile compromesso verrà raggiunto." In effetti settembre è stato un mese positivo e ha permesso al MIF di finire il trimestre con un piccolo rendimento positivo. Si è trattato però di una breve pausa, poiché il terzo atto del dramma politico italiano è iniziato nell'ultimo giorno del trimestre. Ancora una volta siamo stati tentati a premere il grilletto di copertura, ma di nuovo abbiamo abbandonato il proposito, spiegandone il motivo nella nostra lettera del terzo trimestre. E qui compare una doppia ironia. Alla fine abbiamo avuto ragione: il governo italiano ha raggiunto l'atteso compromesso con l'UE ed è riuscito ad evitare le sanzioni, e il mercato italiano ha perso meno degli altri nel trimestre. Ma una copertura all'inizio di ottobre ci avrebbe fatto molto bene! Si chiama [Eterogenesi dei fini](#).

Ci riserverà il 2019 momenti altrettanto elettrizzanti? Speriamo proprio di no.

## **Buon anno nuovo**

Ci uniamo al resto della comunità degli investitori (e al resto del genere umano) nel dire addio al 2018.

Dopo grossi cali di borsa, viene in mente l'osservazione controintuitiva di Warren Buffett: non dobbiamo temerli ma accoglierli, in quanto, come risparmiatori, siamo acquirenti netti di azioni nel corso del tempo, e ogni calo ci offre l'opportunità di investire di più a prezzi inferiori.

È sicuramente ciò che sentiamo riguardo al MIF. Sebbene siamo riusciti a limitare il danno, alcuni dei nostri titoli preferiti hanno subito violenti ribassi: grandi aziende come Datalogic, El.En., Biesse, Banca Ifis e La Doria hanno perso più del 50% nell'anno. Se erano interessanti all'inizio del 2018, ora hanno un prezzo decisamente economico.

Dopo il 2018, la saggezza suggerirebbe prudenza nel nuovo anno. Ma, come dice una famosa canzone:

*Troppo spesso la saggezza è solo la prudenza più stagnante  
E quasi sempre dietro la collina è il sole  
(Mogol-Battisti, La collina dei ciliegi)*

## 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.