

# **FONDERSEL VALUE SELECTION**

FONDO APERTO ARMONIZZATO DI TIPO FLESSIBILE

**RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2023**

## **INDICE**

### **SEZIONE GENERALE**

La Società di Gestione.....	3
Il Depositario.....	4
La Società di Revisione.....	4
Soggetti che procedono al collocamento.....	4
Nota illustrativa.....	5
Forma e contenuto della Relazione Semestrale di gestione.....	7

### **DATI PATRIMONIALI**

Stato Patrimoniale.....	9
Principali titoli in portafoglio.....	11

## **LA SOCIETÀ DI GESTIONE**

L'ERSEL ASSET MANAGEMENT – SGR S.p.A., è stata costituita con la denominazione di SOGERSEL S.p.A. in data 27 maggio 1983 a Torino; l'attuale denominazione sociale è stata assunta in seguito alla delibera dell'assemblea straordinaria della società del 15 Dicembre 1999 omologata dal Tribunale di Torino in data 14 gennaio 2000. Con efficacia 1 Ottobre 2010 la società ha incorporato la Ersel Hedge S.G.R. S.p.A., società di gestione dei fondi speculativi del gruppo.

La Società è iscritta alla C.C.I.A.A. di Torino al n. 04428430013, REA n. 631925 e all'Albo delle Società di Gestione del Risparmio, tenuto presso la Banca d'Italia, con il n. 1 di matricola.

La Società ha sede in Torino, Piazza Solferino n. 11.

Il capitale sociale, di Euro 15.000.000, è totalmente posseduto dall'Ersel S.p.A. (socio unico), la Società è soggetta a direzione e coordinamento da parte dell'Ersel S.p.A.

L'ERSEL ASSET MANAGEMENT - SGR S.p.A. (già Sogersel S.p.A.) ha istituito i seguenti Fondi Comuni d'Investimento attivi:

- Fondi aperti armonizzati: Fondersel, Fondersel Internazionale ESG, Fondersel Euro, Fondersel Short Term Asset, Fondersel Value Selection, Fondersel Orizzonte 25, Fondersel Orizzonte 26.
- Fondi Chiusi Immobiliari Riservati ad investitori qualificati: Palatino R.E. ed Alisia R.E.
- Fondi Speculativi Puri: Hedgersel e Global Investment Fund.
- Fondi Chiusi di Private Equity: Ersel Investment Club (in liquidazione), Equiter Infrastructure II.
- Fondo di Fondi Speculativi (in liquidazione): Global Alpha Fund.

Gli organi sociali sono così composti:

### **CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Guido Giubergia	Presidente
Marco Covelli	Consigliere Esecutivo
Alberto Pettiti	Consigliere Esecutivo
Dario Brandolini	Consigliere Esecutivo
Vera Palea	Consigliere Indipendente
Aldo Gallo	Consigliere Indipendente

### **COLLEGIO SINDACALE**

Marina Mottura	Presidente
Alberto Bava	Sindaco effettivo
Alessandro Pedretti	Sindaco effettivo
Emanuela Mottura	Sindaco supplente
Giulio Prando	Sindaco supplente

## **IL DEPOSITARIO**

Il Depositario dei Fondi Comuni d'Investimento, cui spetta il controllo formale sul Fondo a norma delle disposizioni di legge, è State Street Bank International GmbH Succursale Italia, con sede legale in via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milano.

Il Depositario può conferire, sotto la propria responsabilità e previo assenso della Società di Gestione, incarichi a sub-depositari, nonché utilizzare sempre sotto la propria responsabilità, il servizio della Monte Titoli S.p.A., Clearstream, e la gestione centralizzata di titoli in deposito presso la Banca d'Italia.

Al Depositario è stata inoltre affidata l'attività di calcolo NAV, matching e Transfer Agency.

## **LA SOCIETÀ DI REVISIONE**

EY S.p.A.

## **SOGGETTI CHE PROCEDONO AL COLLOCAMENTO**

Il collocamento delle quote dei fondi viene effettuato per il tramite di Online SIM S.p.A., la quale si avvale altresì di numerosi sub-collocatori, tra i quali, il principale, risulta Ersel S.p.A.

## NOTA ILLUSTRATIVA

### SCENARIO GLOBALE

#### Stati Uniti

I dati pubblicati alla chiusura del primo semestre indicano un rallentamento dell'inflazione, contrastato tuttavia - nonostante il proseguimento del regime di politica monetaria restrittivo - dalla tenuta dei consumi e del mercato del lavoro.

Durante i primi tre mesi dell'anno, l'economia americana ha visto il PIL crescere del 2% trimestre su trimestre. I consumi sono rimasti piuttosto resilienti, soprattutto sui servizi, sostenuti dalla robustezza del mercato del lavoro. A fronte di tale tenuta, il calo dell'inflazione, a febbraio ancora al 5,5% sul *core*, è stato inferiore alle attese nonostante la contrazione del settore manifatturiero e il raffreddamento dei prezzi sui beni, riportando nuovi timori di stretta monetaria. A marzo, tuttavia, la crisi delle banche regionali seguita al fallimento della Silicon Valley Bank ha riavvolto le aspettative mettendo in dubbio il proseguimento del ciclo di *tightening*. Nella seconda metà del semestre, le tensioni sul sistema bancario si sono allentate, permettendo alle banche centrali di proseguire con il proprio mandato. L'inflazione ha continuato a scendere sul dato *headline* beneficiando del contributo degli effetti base, mentre il dato *core* ha incontrato nuove resistenze assestandosi a maggio al 5,3%, in un contesto in cui il mercato del lavoro ha continuato a tenere e i servizi hanno rallentato solo marginalmente. La Federal Reserve, pur mantenendo un approccio restrittivo, ha dapprima ridotto l'entità dei rialzi da 50 a 25 *basis points* e allentato poi il ritmo di *tightening*, confermando la pausa attesa per il meeting di giugno. La Banca Centrale ha assunto un approccio sempre più *data dependent* per valutare la consistenza dell'impatto sull'economia della politica monetaria e dell'inasprimento dei *lending standards* provocato dai fallimenti delle banche regionali.

Al 30 giugno il tasso di policy ha raggiunto la forbice 5,0-5,25% da 0-0,25% di marzo 2022.

#### Europa

Nel primo trimestre il PIL ha visto un leggero rallentamento, -0,1% trimestre su trimestre, tuttavia i consumi, seppur in calo, sono rimasti piuttosto resilienti, soprattutto sui servizi, supportati da un mercato del lavoro con tasso di disoccupazione ai minimi storici.

Nonostante il conflitto tra Russia ed Ucraina sia proseguito senza far pensare che una soluzione potesse essere raggiunta, l'inflazione è scesa sul dato *headline* beneficiando del calo dei prezzi dell'energia, mentre la *core* ha invece continuato a salire arrivando a marzo al 5,7%.

Le fragilità emerse a marzo sul sistema bancario statunitense hanno portato ad una crisi di fiducia su Credit Suisse, che è stata rilevata dalla rivale UBS, attraverso un'operazione sponsorizzata dalla banca nazionale svizzera, per arginare gli effetti della crisi. Nel secondo trimestre sono rientrate le tensioni sul settore bancario e, dopo essersi stabilizzata, l'inflazione *core* è scesa moderatamente arrivando al 5,4% di giugno.

La Banca Centrale Europea, in sintonia con la Federal Reserve, ha mantenuto un approccio restrittivo, riducendo l'entità dei rialzi da 50 a 25 bps dal meeting di maggio, escludendo però l'opzione di una pausa e annunciando l'interruzione dei reinvestimenti dell'APP (Asset Purchase Programme) dal mese di luglio.

La Banca Centrale ha adottato un approccio *data dependent* per valutare la risposta dell'economia alla politica monetaria avendo al 30 giugno portato i tassi di policy al 4% partendo dallo 0% di luglio 2022.

#### Paesi Emergenti, Asia e Giappone

Nel primo trimestre anche nella gran parte dei mercati Emergenti l'inflazione è scesa beneficiando del calo dei prezzi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste tuttavia alte in America Latina ed EMEA EM (Europe, Middle East and Africa) portando ad un inasprimento della politica monetaria che ha pesato sull'attività e sui mercati del lavoro. In Asia, nei primi mesi dell'anno, il forte ritorno dei contagi ha rallentato le riaperture, impattando negativamente sulla domanda, mentre un ciclo di rialzi più misurato ha portato ad un maggior consumo di riserve valutarie. Nel secondo trimestre, i dati di crescita del 1Q23 sorprendono in tutta l'area ad esclusione della Cina, per effetto di temi idiosincratici come i raccolti eccezionali in Brasile, la resilienza straordinaria dei consumi in Messico, le ottime esportazioni in India e le scorte in Polonia. Un tema comune per

molte delle economie emergenti, così come per gli stessi sviluppati, è una bassa leva del settore privato a servizio del debito, insieme con un risparmio in eccesso elevato (anche se in calo). Per quanto riguarda invece l'Asia, si è riscontrata una netta differenza tra i paesi esposti alla tecnologia e alla debolezza del ciclo, come Corea e Taiwan, e quelli invece aiutati da esportazioni non tecnologiche come India e Malesia. Le banche centrali sono rimaste vigili mantenendo tuttavia lo spazio necessario per poter continuare a inasprire la politica monetaria, fermo restando che il ciclo economico statunitense probabilmente continuerà a rappresentare il fulcro su cui ruoteranno i tassi globali. Il primo gruppo di mercati emergenti a ridurre la pressione della politica monetaria potrebbero essere probabilmente quelli in cui i cicli di inasprimento sono stati più aggressivi, come è evidente dal rallentamento della crescita e da una netta inversione di tendenza dell'inflazione sottostante.

In Giappone, nonostante il termine del mandato di Kuroda e la nomina di Ueda come governatore della banca centrale, la BOJ (Bank Of Japan) ha continuato a mantenere una politica monetaria decisamente espansiva e il controllo sulla curva dei rendimenti, portando ad un ulteriore deprezzamento dello Yen.

## **MERCATI OBBLIGAZIONARI**

Durante i primi sei mesi dell'anno i mercati obbligazionari sono stati caratterizzati da una volatilità molto alta sui tassi, se prendiamo a riferimento l'indice "Move" di Merrill Lynch, ci sono pochi episodi nell'ultimo ventennio che si avvicinano a quello che stiamo vivendo.

Il decennale americano ha chiuso il semestre in area 3,8%, dal 3,9% di inizio anno, dopo essere arrivato al 4% a inizio marzo e sceso a 3,3% durante la crisi delle banche regionali. Andamento simile sul decennale tedesco che, dopo essere sceso 60 bps a metà gennaio dal 2,6% di fine 2022, ha raggiunto l'area 2,7% a inizio marzo per poi ritornare al 2,1% a seguito delle tensioni sul sistema bancario e chiudere il semestre al 2,4%.

Le curve di tasso, nonostante il temporaneo irrigidimento seguito al default di Silicon Valley Bank, hanno incrementato significativamente la loro inversione; il segmento 2-10 sulla curva USA è passato da -55 bps di inizio anno a oltre -100 bps a fine giugno, mentre sulla curva tedesca da -26 basis points circa -80 basis points. Come è facile intuire da questi numeri, abbiamo assistito ad un semestre piuttosto unico: bisogna tornare a prima degli anni '80 per avere paragoni rispetto all'entità di questi movimenti. Le banche centrali hanno rallentato il ritmo dei rialzi da 50 a 25 *basis points* per meeting, mantenendo tuttavia un approccio restrittivo. La Federal Reserve ha aggiunto nel corso del semestre 75 *basis points*, mentre la Banca Centrale Europea 150 *basis points*. Sul credito abbiamo avuto un semestre positivo, soprattutto sui segmenti a più alto beta. Il credito subordinato, tuttavia, ha accumulato a fine marzo un ritardo rilevante sugli altri segmenti, riportandosi a fine semestre in prossimità dei livelli di fine 2022. Siamo partiti a gennaio con valutazioni piuttosto attraenti sull'Investment Grade, con il *Credit Default Swap Main* europeo che stazionava in area 90 *basis points* di spread e il Xover, l'indice utilizzato per coprire il rischio sull'investimento in obbligazioni *high yield* in Europa, era in area 470 *basis points* di *spread*. A fine giugno, il primo è sceso a 70 *basis points* e il secondo a 400 *basis points* di *spread*, prezzando uno scenario di *soft landing* o quantomeno una resilienza lato crescita superiore alle attese.

## **ANDAMENTO DEL FONDO FONDERSEL VALUE SELECTION**

Nel semestre conclusosi il 30 giugno 2023, *Fondersel Value Selection* ha fatto registrare un risultato negativo pari a -2,82%. Nel corso del periodo, sia i fattori "value" che "small cap" hanno performato peggio dei rispettivi indici di mercato in quasi tutte le geografie (con l'eccezione dei paesi emergenti e del Giappone).

Essendo *Fondersel Value Selection* fortemente esposto a questi fattori, il rendimento sul semestre ne ha quindi risentito negativamente. Tutti i fondi hanno comunque generato un risultato positivo, con rendimenti minori per quelli più esposti alle risorse naturali (dopo un ottimo 2022) e rendimenti più elevati per le strategie dedicate all'Europa (*Magallanes Value*), Giappone (*Longchamp Dalton*) e paesi Emergenti (*Skagen Kon-Tiki*). Il paniere di singoli titoli ha generato un risultato positivo in aggregato e a livello settoriale buoni numeri da tutti i settori ad eccezione degli energetici e farmaceutici. La strategia di copertura sistematica in futures ha invece contribuito negativamente, eliminando parte dei guadagni generati dalla stessa nel corso dell'anno precedente. Nel periodo è stata inoltre iniziata una copertura in opzioni sul mercato statunitense per proteggere il portafoglio dal rischio di rallentamento economico e sopravvalutazione dei corsi azionari. Tuttavia, anche questa strategia ha per ora (la scadenza dei contratti è fissata per la fine del 2023) impattato negativamente sul risultato. Durante il semestre si è preso profitto su alcune posizioni legate al mondo energetico, come *International Seaway*, *Valaris*, *Subsea7*, *Japan Petroleum Exploration* ed *Exmar* (quest'ultima soggetta ad una Offerta Pubblica di Acquisto) mentre si è incrementato il peso di alcune società legate al mondo del gas naturale (*Golar*) e del settore aurifero, inserendo in portafoglio *Eldorado Gold*. Inoltre, sono uscite dal portafoglio *Arytza* (consumi di

base), *Andritz* (industriale) e *Grifols* (farmaceutico) mentre il peso del fondo *CS Global Value Fund* è stato più che dimezzato, per finanziare un incremento di peso sull'area asiatica (tramite i fondi *Dalton Japan* e *Hermes Asia*, entrambi già in portafoglio). Infine, è stato incrementato il peso del settore farmaceutico, tramite co-investimenti su alcuni titoli recentemente inseriti in portafoglio dal gestore Cobas: *Teva Pharma*, *Organanon &Co* (entrambe impegnate nel settore dei farmaci generici) e *Fresenius SE* (holding company con businesses principali in ospedali, centri di dialisi e farmaci generici). Con questi acquisti il peso del settore è più che raddoppiato, ora a circa il 6% degli attivi e dovrebbe offrire una certa protezione sia di fronte ad un contesto inflazionistico, sia di fronte ad una recessione. Nel complesso il portafoglio continua ad avere una marcata rappresentazione nei settori materie prime (oro, cemento, acciaio, chimici, ecc...) ed energetici. Oltre a questi, il portafoglio ha una buona rappresentazione di società industriali, beni di consumo (sia ciclici che non), telecomunicazioni e farmaceutici. Continuano invece ad essere scarsamente rappresentati i settori finanziario, tecnologico, beni di pubblica utilità ed immobiliare. 20% circa degli investimenti sono effettuati tramite posizioni in singole azioni mentre più del 70% è allocato tramite fondi UCITS. In termini geografici il 35% circa degli investimenti sono in società europee, il 30% americane e il restante 25% resta diviso tra Asia (Giappone, Hong Kong) e paesi emergenti (Cina, India, e altri paesi emergenti).

Nel corso degli ultimi due semestri, la Società di gestione, in coerenza con le logiche riportate nella policy che disciplina le modalità di esercizio dei diritti di intervento e di voto inerenti gli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti, non ha partecipato ad assemblee per gli azionisti per conto del Fondo.

## **FORMA E CONTENUTO DELLA RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE**

La relazione semestrale del Fondo si compone di una situazione patrimoniale e di una nota illustrativa (riportata nella sezione generale) ed è stata redatta conformemente agli schemi stabiliti dal Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive integrazioni, in attuazione del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come da ultimo modificato dal decreto del 18 aprile 2016, n. 71 di recepimento della direttiva 2014/91/UE e del decreto-legge del 14 febbraio 2016 n.18.

La relazione semestrale è redatta in unità di Euro, senza cifre decimali.

Torino, 25 luglio 2023

## **IL FONDO**

Fondersel Value Selection - Fondo comune di investimento mobiliare di tipo aperto - è stato istituito dalla Ersel Asset Management SGR S.p.A. in data 18 dicembre 2019. L'attività del Fondo ha avuto inizio in data 19 marzo 2020.

Fondersel Value Selection è un Fondo di tipo "flessibile" ad accumulazione dei proventi. Pertanto, i proventi incassati e le plusvalenze realizzate non vengono distribuiti, ma sono automaticamente reinvestiti incrementando il patrimonio netto del Fondo.

La Società attua una politica di investimento volta a perseguire una composizione del portafoglio diversificata e flessibile in vari strumenti finanziari e depositi bancari acquistabili sia in euro sia in valuta estera. In relazione alle previsioni della SGR riguardanti la situazione economica e l'andamento dei mercati finanziari, l'esposizione del fondo risulta variabile nel tempo con possibilità, nel rispetto dei limiti previsti dal presente Regolamento, di elevata concentrazione degli investimenti nelle varie classi di attività finanziarie.

In relazione alle finalità del fondo non è possibile individuare un benchmark rappresentativo della politica di investimento del fondo.

## **SPESE ED ONERI A CARICO DEL FONDO**

Sono a carico del Fondo:

- Il compenso riconosciuto alla Ersel Asset Management SGR S.p.A. per la gestione, pari all'1,6% annuo del patrimonio netto del Fondo, è calcolato quotidianamente e liquidato alla fine di ogni trimestre.
- La commissione di incentivo annua è pari al 10% della performance assoluta registrata dal Fondo. La commissione di incentivo viene calcolata e rateizzata quotidianamente sul valore complessivo netto del Fondo e prelevata, quando dovuta, dalle disponibilità del Fondo entro cinque giorni lavorativi dall'ultima valorizzazione di ciascun anno solare.
- Le spese dovute al Depositario per le incombenze ad essa attribuite dalla legge.
- Gli onorari riconosciuti alla società di revisione EY S.p.A.
- Gli oneri fiscali di legge.
- Le spese per il contributo di vigilanza dovuto alla Consob.
- Gli oneri di intermediazione inerenti la compravendita degli strumenti finanziari.
- Le spese di pubblicazione dei prospetti e l'informativa al pubblico.

## **RISCATTO DELLE QUOTE**

Le quote del Fondo possono essere riscattate in qualsiasi tempo, tranne nei giorni di chiusura delle Borse Valori nazionali e nei giorni di festività nazionali italiane, e salvo i casi di sospensione previsti dalla legge.

La Società provvede a determinare l'ammontare da rimborsare in base al valore unitario della quota del giorno di riferimento che è quello in cui viene ricevuta dalla Società la richiesta di rimborso.

## **DESTINAZIONE DEL RISULTATO D'ESERCIZIO**

Come stabilito dal Regolamento, il risultato d'esercizio non viene distribuito, ma automaticamente reinvestito ad incremento del patrimonio netto del Fondo.

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/23

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/23		Situazione al 30/12/22	
	Valore Complessivo	Percentuale totale attività	Valore Complessivo	Percentuale totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>53.121.504</b>	<b>93,40</b>	<b>53.992.228</b>	<b>94,05</b>
A1. Titoli di debito				
<i>A1.1 Titoli di Stato</i>				
<i>A1.2 Altri</i>				
A2. Titoli di capitale	11.667.353	20,51	12.780.592	22,26
A3. Parti di O.I.C.R.	41.454.151	72,89	41.211.636	71,79
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>7.988</b>	<b>0,01</b>	<b>8.166</b>	<b>0,01</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	7.988	0,01	8.166	0,01
B3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>4.054.819</b>	<b>7,13</b>	<b>1.191.849</b>	<b>2,08</b>
C1. Margini presso organismi di comp. e garanzia	3.950.786	6,95	1.191.849	2,08
C2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati	104.033	0,18		
C3. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>-309.602</b>	<b>-0,55</b>	<b>2.194.017</b>	<b>3,83</b>
F1. Liquidità disponibile	308.718	0,54	2.218.965	3,87
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			54.533	0,10
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-618.320	-1,09	-79.481	-0,14
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>8.263</b>	<b>0,01</b>	<b>16.128</b>	<b>0,03</b>
G1. Ratei attivi	133		417	
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	8.130	0,01	15.711	0,03
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>56.882.972</b>	<b>100,00</b>	<b>57.402.388</b>	<b>100,00</b>

**SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/23**

<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>	<b>Situazione al 30/06/23</b>	<b>Situazione al 30/12/22</b>
	Valore Complessivo	Valore Complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>		
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>		
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>932.021</b>	
L1. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati	932.021	
L2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati		
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>242.248</b>	<b>247.409</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	238.085	238.242
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	4.163	9.167
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>1.174.269</b>	<b>247.409</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>55.708.703</b>	<b>57.154.979</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>322.173,330</b>	<b>321.226,392</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>172,915</b>	<b>177,927</b>

<b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO</b>	
Quote emesse	11.132,307
Quote rimborsate	10.185,369

## Elenco dei principali titoli in portafoglio

La tabella seguente riporta i principali titoli detenuti dal Fondo alla data di chiusura del semestre

Descrizione titoli	Valuta di denominazione	Valore complessivo	Percentuale sul totale attività
AZVALOR LUX SICAV INTERNATIO	EUR	9.682.002	17,02
COBAS LUX GL.FND-PA EUR	EUR	6.348.093	11,16
CONTRARIUS GLOBAL EQUITY 08.07.2020	USD	6.156.114	10,82
FD HR ASIA EX-JP E-F-A EURO	EUR	4.237.242	7,45
MAGALLANES VALUE EUROPN EQ-I	EUR	3.467.844	6,10
COBAS SELECCION FI-BEURACC	EUR	3.030.829	5,33
COB LX SIC-COB INTERNA-PAEUR	EUR	2.629.217	4,62
LONGCHAMP DALT JP LG OU-I1UH	EUR	1.909.161	3,36
GOLAR LNG LTD (US) USD	USD	1.763.534	3,10
CONTRARIUS GLOBAL EQUITY 04.03.22	USD	1.413.748	2,49
CS LUX GLOBL VALUE EQ-IBEUR	EUR	1.373.381	2,42
SKAGEN KON-TIKI-B EUR	EUR	1.206.521	2,12
KINROSS GOLD CORP USD	USD	585.866	1,03
KOSMOS ENERGY (US) USD	USD	576.489	1,01
FRESENIUS SE & CO KGAA	EUR	570.825	1,01
CURRYS PLC (LN) GBP	GBP	567.336	1,00
MAIRE TECNIMONT POST RAGGR.	EUR	523.920	0,92
NEW GOLD INC USD	USD	509.807	0,90
ELDORADO GOLD CORP (US) USD	USD	462.878	0,81
TECNICAS REUNIDAS SA ESP	EUR	457.506	0,80
HEIDELBERG MATERIALS (GR) EUR	EUR	451.200	0,79
NASPERS LTD-N SHS ADR (US) USD	USD	449.261	0,79
ORGANON & CO (US) USD	USD	438.707	0,77
TULLOW OIL PLC (LN) GBP	GBP	427.808	0,75
BABCOCK INTL GROUP PLC (LN) GBP	GBP	418.481	0,73
TEVA PHARMACEUTICAL ADR USD	USD	400.312	0,70
RENAULT SA FFR	EUR	385.800	0,68
BUZZI SPA (MI) EUR	EUR	367.040	0,65
EQUINOX GOLD (US) USD	USD	327.443	0,57
PORSCHE AUTOMOBIL HLDG PFD DEM	EUR	303.380	0,53
ARCELORMITTAL (NA) EUR	EUR	299.160	0,53
SAMSUNG ELECTRO-REGS GDR PFD USD	USD	261.228	0,46
GEPARK LTD (US) USD	USD	254.335	0,45
DANAOS CORP (US) USD	USD	238.754	0,42
BW OFFSHORE LTD (NO) NOK	USD	224.152	0,40
PANORO ENERGY ASA (NO) NOK	USD	202.353	0,35
CIR	EUR	189.250	0,33
OAO GAZPROM-SPON ADR (LN) USD	USD	7.988	0,01
BW ENERGY LTD (NO) NOK	USD	6.666	0,01
PETRONOR E&P ASA (NO) NOK	USD	3.861	0,01
<b>TOTALE</b>		<b>53.129.492</b>	<b>93,40</b>
<b>TOTALE ALTRI</b>			
<b>TOTALE PORTAFOGLIO</b>		<b>53.129.492</b>	<b>93,40</b>