

# **HEDGERSEL**

**FIA RISERVATO MOBILIARE APERTO**

**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..... | 6 |

### **DATI PATRIMONIALI**

|   |    |
|---|----|
| Stato Patrimoniale.....   | 8  |
| Principali titoli in portafoglio.....   | 10 |
| Operazioni di vendita allo scoperto .....                                     | 11 |
| Informativa inerente l'utilizzo di prestito titoli e totate return swap ..... | 12 |

## **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, 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.

Alla Banca Depositaria è stato 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 HEDGERSEL**

Nel corso del primo semestre del 2023 Hedgersel ha fatto registrare un rendimento negativo pari a -1,76%.

I primi sei mesi di quest'anno, così come gli ultimi del precedente esercizio, sono stati caratterizzati dall'approccio aggressivo delle Banche Centrali; atteggiamento giustificato dal tentativo di contrastare livelli di inflazione che, seppur in rallentamento, rimangono ben sopra agli obiettivi di politica monetaria. Uno dei primi effetti collaterali di queste politiche si è manifestato nel corso del mese di marzo, con il fallimento della Silicon Valley Bank negli Stati Uniti, che ha poi coinvolto tutto il settore delle banche regionali americane. Nonostante questo, i mercati stanno ancora prezzando uno scenario in cui le banche centrali riusciranno a riportare l'inflazione a livelli più prossimi ai target, rallentando le economie in maniera graduale, senza generare una recessione profonda: il così detto scenario di "*soft landing*".

In questo scenario di incertezza sul grado di rallentamento delle economie e sul livello che raggiungeranno i tassi di interesse, il mercato delle acquisizioni e fusioni ha fatto registrare un brusco rallentamento nel numero di operazioni annunciate, ma ancora di più nel loro valore complessivo. La maggior parte degli annunci ha visto coinvolte società di medie dimensioni, mentre i "*mega deal*" sono stati pochi. Il settore più rappresentato è stato quello *dell'health care*, seguito dai finanziari e dalla tecnologia. Il livello medio degli spread delle operazioni annunciate è poco rappresentativo a causa di una loro significativa dispersione. Questo è dovuto all'alto livello di incertezza sul comportamento dei regolatori, compresa una divergenza di vedute fra i regolatori globali, il

tentativo di bloccare alcuni *deal* in modo inatteso e dalla chiusura di operazioni ritenute più sicure a fronte dell'allungamento di quelle più rischiose.

Sulle operazioni di *relative value* continuano a non esserci grandi spunti, inoltre il mercato guidato da variabili macro non favorisce questo tipo di investimento e gli *spread* vengono guidati più dai flussi che da notizie specifiche. Le operazioni di *special situations* invece beneficiano della riduzione di volatilità del mercato e molti operatori sono tornati ad analizzare alcuni *catalyst* che erano stati messi da parte durante il 2022. Solo una volta che le numerose incertezze sull'economia globale diminuiranno e il livello dei tassi di interesse si stabilizzerà si potrà assistere ad una ripresa del mercato delle operazioni straordinarie e in particolare delle fusioni e acquisizioni.

## **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**

Hedgersel - Fondo comune di investimento mobiliare alternativo italiano riservato aperto di tipo speculativo-istituito dalla Ersel Hedge SGR S.p.A. in data 30 agosto 2002 ed autorizzato dalla Banca d'Italia in data 19 giugno 2003, ha iniziato l'operatività il 1° Luglio 2003. Con delibera del 19/06/2014 è stata approvata una revisione del regolamento con introduzione di una nuova classe di quote (Classe B) a distribuzione dei proventi che in data 01/12/2014 ha incominciato ad operare affiancandosi alla classe preesistente (Classe A) ad accumulazione dei proventi.

La Classe B, con valore quota del 15 febbraio 2023, è stata integralmente rimborsata.

Scopo del Fondo è l'investimento collettivo in strumenti finanziari volto al conseguimento di performance caratterizzate da contenuti livelli di volatilità e di correlazione con l'andamento generale dei mercati finanziari.

La Società attua una politica d'investimento finalizzata a combinare opportunamente più strategie di gestione. Le principali strategie implementate nella gestione del Fondo sono:

- Strategie "Event Driven", che comportano, tendenzialmente, l'assunzione di posizioni aventi ad oggetto titoli di società coinvolte in operazioni straordinarie.
- Strategie "Market Neutral", che comportano la combinazione di posizioni in acquisto su strumenti finanziari ritenuti sottovalutati con posizioni in vendita su strumenti finanziari ritenuti sopravvalutati, neutralizzando l'esposizione nei confronti del mercato stesso attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati di copertura.
- Strategie "Equity Hedge", che comportano l'assunzione di posizioni in acquisto di strumenti finanziari ritenuti sottovalutati e di vendita allo scoperto di strumenti finanziari ritenuti sopravvalutati, riducendo sensibilmente, ma non eliminando del tutto, il rischio di esposizione ai mercati finanziari.

Ai fini dell'implementazione della politica di investimento risultano privilegiati gli investimenti in strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati di paesi aderenti alla UE e dei paesi OCSE non aderenti alla UE, con maggiore enfasi su quelli italiani, europei e nordamericani.

La politica di investimento delle attività del Fondo è finalizzata al conseguimento di performance assolute e pertanto non è previsto un benchmark di riferimento.

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

Ai sensi del Regolamento di Gestione, sono a carico del Fondo:

- la provvigione di gestione, pari all'1,5% su base annua, calcolata e accertata ogni Giorno di Valutazione sul Valore Complessivo del Fondo e liquidata trimestralmente.
- una provvigione aggiuntiva a favore della SGR pari al 20% della differenza positiva tra il valore della quota del Fondo nel giorno di valutazione e il valore massimo assunto dalla quota in uno qualsiasi dei giorni di valutazione precedenti, moltiplicata per il numero delle quote in circolazione. La commissione di gestione aggiuntiva viene calcolata e accertata in ogni giorno di valutazione e prelevata, quando dovuta, dalle disponibilità del Fondo entro cinque giorni successivi al giorno di calcolo relativo all'ultima valorizzazione di ciascun trimestre solare.
- Le spese dovute al Depositario per le incombenze ad esso attribuite dalla legge.
- Gli oneri di intermediazione e le commissioni inerenti la compravendita degli strumenti finanziari.
- Gli onorari riconosciuti alla società di revisione EY S.p.A.
- Le spese di pubblicazione del valore unitario della quota.
- Gli interessi passivi connessi all'accensione di prestiti.
- Gli oneri fiscali di legge.

## **RISCATTO DELLE QUOTE**

Il riscatto delle quote può avvenire con cadenza quindicinale, previo un periodo di preavviso di 5 giorni, secondo le modalità e le tempistiche previste dal regolamento del Fondo.

## **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<br>Complessivo  | Percentuale<br>totale attività | Valore<br>Complessivo  | Percentuale<br>totale attività |
| <b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>                             | <b>163.740.832</b>     | <b>63,06</b>                   | <b>244.399.565</b>     | <b>69,49</b>                   |
| A1. Titoli di debito   | 67.249.402             | 25,91                          | 117.881.236            | 33,52                          |
| A1.1 Titoli di Stato   | 31.377.265             | 12,09                          | 73.746.037             | 20,97                          |
| A1.2 Altri   | 35.872.137             | 13,82                          | 44.135.199             | 12,55                          |
| A2. Titoli di capitale   | 96.491.430             | 37,15                          | 126.518.329            | 35,97                          |
| A3. Parti di O.I.C.R.  |                        |                                |                        |                                |
| <b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>                         | <b>2.903.757</b>       | <b>1,12</b>                    | <b>2.944.385</b>       | <b>0,84</b>                    |
| B1. Titoli di debito   | 2.903.757              | 1,12                           | 2.941.184              | 0,84                           |
| B2. Titoli di capitale   |                        |                                | 3.201                  |                                |
| B3. Parti di O.I.C.R.  |                        |                                |                        |                                |
| <b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>                            | <b>4.057.164</b>       | <b>1,56</b>                    | <b>8.656.851</b>       | <b>2,46</b>                    |
| C1. Margini presso organismi di comp. e garanzia                   | 679.209                | 0,26                           | 1.165.772              | 0,33                           |
| C2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati         | 3.093                  |                                |                        |                                |
| C3. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati     | 3.374.862              | 1,30                           | 7.491.079              | 2,13                           |
| <b>D. DEPOSITI BANCARI</b>   |                        |                                |                        |                                |
| D1. A vista  |                        |                                |                        |                                |
| D2. Altri  |                        |                                |                        |                                |
| <b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E<br/>OPERAZIONI ASSIMILATE</b> |                        |                                |                        |                                |
| <b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>                            | <b>72.050.282</b>      | <b>27,75</b>                   | <b>80.665.401</b>      | <b>22,93</b>                   |
| F1. Liquidità disponibile  | 71.960.311             | 27,72                          | 80.369.260             | 22,85                          |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare               | 183.357                | 0,07                           | 296.141                | 0,08                           |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare                 | -93.386                | -0,04                          |                        |                                |
| <b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>  | <b>16.883.498</b>      | <b>6,51</b>                    | <b>15.053.270</b>      | <b>4,28</b>                    |
| G1. Ratei attivi   | 949.856                | 0,37                           | 831.240                | 0,24                           |
| G2. Risparmio d'imposta  |                        |                                |                        |                                |
| G3. Altre  | 15.933.642             | 6,14                           | 14.222.030             | 4,04                           |
| <b>TOTALE ATTIVITA'</b>  | <b>259.635.533</b>     | <b>100,00</b>                  | <b>351.719.472</b>     | <b>100,00</b>                  |

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30/06/23

| PASSIVITÀ E NETTO   | Situazione al 30/06/23 | Situazione al 30/12/22 |
|---|------------------------|------------------------|
|   | Valore Complessivo     | Valore Complessivo     |
| <b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>                                | <b>30.784.425</b>      | <b>53.002.229</b>      |
| <b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b> |                        |                        |
| <b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>                         | <b>9.838.333</b>       | <b>10.445.564</b>      |
| L1. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati      | 34.969                 |                        |
| L2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati  | 9.803.364              | 10.445.564             |
| <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>30.311.057</b>      | <b>29.897.175</b>      |
| N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati               | 1.102.734              | 1.640.017              |
| N2. Debiti di imposta   |                        |                        |
| N3. Altre   | 220.138                | 57.522                 |
| N4. Vendite allo scoperto                                       | 28.988.185             | 28.199.636             |
| <b>TOTALE PASSIVITA'</b>  | <b>70.933.815</b>      | <b>93.344.968</b>      |
| <b>CLASSE A</b>   |                        |                        |
| <b>Valore Complessivo Netto della Classe</b>                    | <b>188.701.718</b>     | <b>255.127.170</b>     |
| <b>Numero delle quote in circolazione</b>                       | <b>220,191116</b>      | <b>292,473691</b>      |
| <b>Valore unitario delle quote</b>                              | <b>856.990,605</b>     | <b>872.310,162</b>     |
| <b>CLASSE B</b>   |                        |                        |
| <b>Valore Complessivo Netto della Classe</b>                    |                        | <b>3.247.334</b>       |
| <b>Numero delle quote in circolazione</b>                       |                        | <b>4,507522</b>        |
| <b>Valore unitario delle quote</b>                              |                        | <b>720.508,986</b>     |
| <b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO</b>                     | <b>CLASSE A</b>        | <b>CLASSE B</b>        |
| Quote emesse  | 1,490955               | -                      |
| Quote rimborsate  | 73,773530              | 4,507522               |

**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 |
|---------------------------------------|-------------------------|--------------------|---------------------------------|
| SPAIN EUR 10/23 ZCB                   | EUR                     | 9.767.165          | 3,76                            |
| BOT 14/09/23 A                        | EUR                     | 9.765.786          | 3,76                            |
| KABEL DEUTSCHLAND HOLDINGS AG         | EUR                     | 8.670.000          | 3,34                            |
| FRANCIA EUR 08/23 ZCB                 | EUR                     | 6.976.970          | 2,69                            |
| OSRAM LICHT AG DEM                    | EUR                     | 5.601.793          | 2,16                            |
| CHRISTIAN DIOR FFR                    | EUR                     | 5.251.167          | 2,02                            |
| FRANCIA EUR 11/23 ZCB                 | EUR                     | 4.867.344          | 1,88                            |
| UNIPOL POST RAGGRUPPAMENTO            | EUR                     | 4.479.814          | 1,73                            |
| EXOR NV (NA) EUR                      | EUR                     | 4.436.858          | 1,71                            |
| DANIELI & C. RISP.NC                  | EUR                     | 4.375.689          | 1,69                            |
| DUFREY GROUP CHF                      | GBP                     | 4.241.145          | 1,63                            |
| TELECOM ITALIA-RSP (MI) EUR           | EUR                     | 3.390.046          | 1,30                            |
| BIOTEST AG-VORZUGSAKT (GR) EUR        | EUR                     | 2.970.368          | 1,14                            |
| ORDINA NV (NA) EUR                    | EUR                     | 2.948.400          | 1,13                            |
| SIRIUS MINERALS USD 05/27 5% CV       | USD                     | 2.903.757          | 1,12                            |
| HORIZON THERAPEUTICS (US) USD         | USD                     | 2.828.138          | 1,09                            |
| SIXT AG PRIV.DEM                      | EUR                     | 2.649.200          | 1,02                            |
| WILLIS TOWERS (US) USD                | USD                     | 2.590.283          | 1,00                            |
| ACTIVISION BLIZZARD (US) USD          | USD                     | 2.318.056          | 0,89                            |
| PORSCHE AG PREF                       | EUR                     | 2.166.938          | 0,84                            |
| VOLKSWAGEN EUR 07/23 0%               | EUR                     | 1.998.260          | 0,77                            |
| HEICO CORP-CLASS A (US) USD           | USD                     | 1.997.525          | 0,77                            |
| VERIZON EUR 03/24 1,625%              | EUR                     | 1.968.320          | 0,76                            |
| BANCO BPM EUR 09/30 MCP CALL 25       | EUR                     | 1.956.520          | 0,75                            |
| DRESDNER USD 06/31 8,151% CALL 29     | USD                     | 1.954.683          | 0,75                            |
| BCPE EUR 07/24 1%                     | EUR                     | 1.936.580          | 0,74                            |
| TRITON INTL (US) USD                  | USD                     | 1.907.882          | 0,73                            |
| NATIONAL INSTRUMENTS (US) USD         | USD                     | 1.894.042          | 0,73                            |
| FOCUS FINANCIAL PARTN (US) USD        | USD                     | 1.881.407          | 0,73                            |
| B.CO SABADELL EUR 04/31 MCP CALL 26   | EUR                     | 1.837.500          | 0,71                            |
| GAMENET EUR 07/25 5,125% CALL 22      | EUR                     | 1.822.266          | 0,70                            |
| NEWS CORP-CL.A USD                    | USD                     | 1.787.351          | 0,69                            |
| UNITED GROUP EUR 07/24 4,875% CALL 20 | EUR                     | 1.782.216          | 0,69                            |
| KBC ANCORA (BB) EUR                   | EUR                     | 1.571.756          | 0,61                            |
| TOWER SEMICONDUCTOR (US) USD          | USD                     | 1.444.399          | 0,56                            |
| HIGHLAND EUR 11/23 0% CALL 23         | EUR                     | 1.429.410          | 0,55                            |
| AUTOSTRATE IT EUR 06/24 5,875%        | EUR                     | 1.421.980          | 0,55                            |
| OPDENERGY HOLDINGS (SM) EUR           | EUR                     | 1.401.400          | 0,54                            |
| RED ELECTRICA EUR 01/07/23 2,125%     | EUR                     | 1.400.000          | 0,54                            |
| TELECOM EUR 01/24 3,625%              | EUR                     | 1.386.000          | 0,53                            |
| DELIVERY HERO EUR 04/26 1% CV         | EUR                     | 1.370.931          | 0,53                            |
| INWIT (MI)                            | EUR                     | 1.340.880          | 0,52                            |
| THE SWATCH GROUP AG-B CHF             | GBP                     | 1.337.516          | 0,51                            |
| VMWARE INC USD                        | USD                     | 1.317.048          | 0,51                            |
| LAGARDERE EUR 06/24 1,625% CALL 24    | EUR                     | 1.277.055          | 0,49                            |
| LAGARDERE EUR 10/26 2,125% CALL 26    | EUR                     | 1.270.542          | 0,49                            |
| LIFE STORAGE (US) USD                 | USD                     | 1.218.698          | 0,47                            |
| NUVASIVE INC (US) USD                 | USD                     | 1.143.629          | 0,44                            |
| LIBERTY MEDIA CORP A(US) USD          | USD                     | 1.116.256          | 0,43                            |
| STICHTING AK EUR PERP STEP CPN        | EUR                     | 1.047.096          | 0,40                            |
| <b>TOTALE</b>                         |                         | <b>140.418.065</b> | <b>54,09</b>                    |
| <b>TOTALE ALTRI</b>                   |                         | <b>26.226.524</b>  | <b>10,10</b>                    |
| <b>TOTALE PORTAFOGLIO</b>             |                         | <b>166.644.589</b> | <b>64,19</b>                    |

**Elenco delle principali operazioni di vendita allo scoperto**

La tabella seguente riporta le vendite allo scoperto realizzate dal Fondo alla data di chiusura del semestre:

| Descrizione titoli                  | Valuta di denominazione | Valore complessivo | Percentuale sul totale passività |
|-------------------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------------------|
| AON PLC-CLASS A (US) USD            | USD                     | 4.113.289          | 5,81                             |
| DANIELI & C.                        | USD                     | 4.089.900          | 5,77                             |
| UNIPOLSAI AZ.RAGGRUPPATE            | USD                     | 3.693.290          | 5,22                             |
| CARNIVAL CORP.USD                   | USD                     | 3.020.393          | 4,26                             |
| HEICO CORP (US) USD                 | USD                     | 2.116.954          | 2,98                             |
| NEWS CORP C.B USD                   | USD                     | 1.776.788          | 2,50                             |
| THE SWATCH GROUP AG CHF             | USD                     | 1.258.883          | 1,77                             |
| GLOBUS MEDICAL-A (US) USD           | USD                     | 1.227.910          | 1,73                             |
| EXTRA SPACE (US) USD                | USD                     | 1.210.992          | 1,71                             |
| LIBERTY MEDIA (US) USD              | USD                     | 1.148.589          | 1,62                             |
| CHEVRON CORP.USD                    | USD                     | 1.003.376          | 1,41                             |
| BROADCOM (US) USD                   | USD                     | 1.001.798          | 1,41                             |
| PIAGGIO & C. S.P.A. (MI) EUR        | USD                     | 874.000            | 1,23                             |
| LIBERTY BROADBAND-A (US) USD        | USD                     | 659.179            | 0,93                             |
| KBC GROUPE SA FRB                   | USD                     | 520.948            | 0,73                             |
| LIBERTY MEDIA COR-SIR (US) USD      | USD                     | 434.400            | 0,61                             |
| GROUPE BRUXELLES LAMBERT BEF        | USD                     | 353.584            | 0,50                             |
| BROOKFIELD INFRASTR-A (US) USD      | USD                     | 261.114            | 0,37                             |
| SCHINDLER HOLDING-PAR (SW) CHF      | USD                     | 174.023            | 0,24                             |
| TELECOM ITALIA SPA (MI) EUR         | USD                     | 34.582             | 0,05                             |
| IVECO GROUP NV (MI) EUR             | USD                     | 14.193             | 0,02                             |
| AON PLC-CLASS A (US) USD            | USD                     | 4.113.289          | 5,81                             |
| DANIELI & C.                        | USD                     | 4.089.900          | 5,77                             |
| UNIPOLSAI AZ.RAGGRUPPATE            | USD                     | 3.693.290          | 5,22                             |
| CARNIVAL CORP.USD                   | USD                     | 3.020.393          | 4,26                             |
| HEICO CORP (US) USD                 | USD                     | 2.116.954          | 2,98                             |
| NEWS CORP C.B USD                   | USD                     | 1.776.788          | 2,50                             |
| THE SWATCH GROUP AG CHF             | USD                     | 1.258.883          | 1,77                             |
| GLOBUS MEDICAL-A (US) USD           | USD                     | 1.227.910          | 1,73                             |
| EXTRA SPACE (US) USD                | USD                     | 1.210.992          | 1,71                             |
| LIBERTY MEDIA (US) USD              | USD                     | 1.148.589          | 1,62                             |
| CHEVRON CORP.USD                    | USD                     | 1.003.376          | 1,41                             |
| BROADCOM (US) USD                   | USD                     | 1.001.798          | 1,41                             |
| <b>TOTALE</b>                       |                         | <b>28.988.185</b>  | <b>40,87</b>                     |
| <b>TOTALE ALTRI</b>                 |                         |                    |                                  |
| <b>TOTALE VENDITE ALLO SCOPERTO</b> |                         | <b>28.988.185</b>  | <b>40,87</b>                     |

**INFORMATIVA INERENTE L'UTILIZZO DI PRESTITO TITOLI**

Nel corso dell'esercizio il fondo ha fatto ricorso ad operazioni di prestito titoli passivo (SFT) di seguito rendicontate e ad operazioni di *synthetic equity swap* che non rientrano nella definizione di *total return swap* (TRS) e pertanto risultano escluse dalla rendicontazione

**Sez. I. Dati Globali****I.1 OPERAZIONI DI CONCESSIONE IN PRESTITO TITOLI**

Nel corso dell'esercizio il fondo non ha fatto ricorso ad operazioni di concessione di titoli in prestito.

**I.2 ATTIVITA' IMPEGNATE NELLE OPERAZIONI DI SFT E TRS**

| <b>ATTIVITÀ IMPEGNATE</b>                              | <b>Importo</b> | <b>% su patrimonio</b> |
|--|----------------|------------------------|
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: |                |                        |
| Prestito titoli  |                |                        |
| - Titoli dati in prestito                              |                |                        |
| - Titoli ricevuti in prestito                          | 28.988.185     | 15,36                  |
| Pronti contro termine                                  |                |                        |
| - Pronti contro termine attivi                         |                |                        |
| - Pronti contro termine passivi                        |                |                        |
| Repurchase transaction                                 |                |                        |
| - Acquisto con patto di rivendita                      |                |                        |
| - Vendita con patto di riacquisto                      |                |                        |
| Total return swap                                      |                |                        |
| - Total return receiver                                | 57.501.749     | 30.47                  |
| - Total return payer                                   | 61.213.066     | 32.44                  |

**Sez. II. DATI RELATIVI ALLA CONCENTRAZIONE****II.1 EMITTENTI DELLE GARANZIE REALI RICEVUTE PER OPERAZIONI DI SFT e TRS**

Ai sensi del contratto di Prime Brokerage stipulato con la controparte delle operazioni di prestito titoli e TRS, il fondo scambia garanzie a fronte dell'esposizione netta delle operazioni attive con il Prime Broker. Considerando che le operazioni di finanziamento realizzate dal fondo eccedono quelle di impiego, il fondo non riceve garanzie dal Prime Broker, e si limita a corrispondere al Prime Broker garanzie a fronte dell'esposizione netta in essere presso tale controparte.

**II.2 CONTROPARTI DELLE OPERAZIONI DI SFT E TRS**

Tutte le operazioni di prestito titoli e TRS realizzate dal fondo sono state stipulate con il Prime Broker UBS Limited di Londra.

| CONTROPARTI DELLE OPERAZIONI DI SFT E TRS              | ATTIVITÀ IMPEGNATE |                 |
|--|--------------------|-----------------|
|  | Importo            | % su patrimonio |
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: |                    |                 |
| Prestito titoli:                                       |                    |                 |
| - UBS Limited Londra                                   | 28.988.185         | 15,36           |
| Pronti contro termine                                  |                    |                 |
| Repurchase transaction                                 |                    |                 |
| Total return swap:                                     |                    |                 |
| - UBS Limited Londra                                   | 118.314.545        | 62,70           |
| - BNP Paribas  | 400.269            | 0,21            |

**Sez. III DATI AGGREGATI PER CIASCUN TIPO DI SFT E TRS****III.I TIPO E QUALITÀ DELLE GARANZIE REALI**

Le garanzie corrisposte al Prime Broker sono iscritte sugli asset in deposito presso tale controparte. Le garanzie sono iscritte in primis sulle giacenze di cassa e qualora il saldo liquido non dovesse risultare sufficiente a garantire le operazioni attive con il Prime Broker, le garanzie sarebbero iscritte sui titoli subdepositati presso tale controparte.

Al 30/06/2022 il saldo di cassa presso il Prime Broker eccede il controvalore delle garanzie richieste a fronte delle operazioni di SFT e TRS.

| TIPO E QUALITÀ DELLE GARANZIE REALI                   | PRESTITO TITOLI                    |               | TRS      |      |
|---|------------------------------------|---------------|----------|------|
|   | Ricevute                           | Date          | Ricevute | Date |
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023 | (Valore corrente: in % sul totale) |               |          |      |
| Titoli di Stato                                       |                                    |               |          |      |
| - Fino a <i>Investment Grade</i>                      |                                    |               |          |      |
| - Non <i>Investment Grade</i>                         |                                    |               |          |      |
| - Senza Rating  |                                    |               |          |      |
| Altri titoli di debito                                |                                    |               |          |      |
| - Fino a <i>Investment Grade</i>                      |                                    |               |          |      |
| - Non <i>Investment Grade</i>                         |                                    |               |          |      |
| - Senza Rating  |                                    |               |          |      |
| Titoli di capitale                                    |                                    |               |          |      |
| Altri Strumenti Finanziari                            |                                    |               |          |      |
| Liquidità   |                                    | 100,00        |          |      |
| <b>TOTALE</b>   |                                    | <b>100,00</b> |          |      |

**III.2 SCADENZA DELLE GARANZIE REALI**

| SCADENZA DELLE GARANZIE REALI                          | PRESTITO TITOLI                    |               | TRS      |      |
|--|------------------------------------|---------------|----------|------|
|  | Ricevute                           | Date          | Ricevute | Date |
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: | (Valore corrente: in % sul totale) |               |          |      |
| Meno di un giorno                                      |                                    | 100,00        |          |      |
| Da un giorno ad una settimana                          |                                    |               |          |      |
| Da una settimana ad un mese                            |                                    |               |          |      |
| Da uno a tre mesi                                      |                                    |               |          |      |
| Da tre mesi ad un anno                                 |                                    |               |          |      |
| Oltre un anno  |                                    |               |          |      |
| Scadenza aperta  |                                    |               |          |      |
| <b>TOTALE</b>  |                                    | <b>100,00</b> |          |      |

**III.3 VALUTA DELLE GARANZIE REALI**

| VALUTA DELLE GARANZIE REALI                            | PRESTITO TITOLI                    |               | TRS      |      |
|--|------------------------------------|---------------|----------|------|
|  | Ricevute                           | Date          | Ricevute | Date |
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: | (Valore corrente: in % sul totale) |               |          |      |
| Euro   |                                    | 100,00        |          |      |
| Dollaro USA  |                                    |               |          |      |
| Yen giapponese   |                                    |               |          |      |
| Sterlina britannica                                    |                                    |               |          |      |
| Franco Svizzero  |                                    |               |          |      |
| <b>TOTALE</b>  |                                    | <b>100,00</b> |          |      |

**III.4 SCADENZA DELLE OPERAZIONI**

| SCADENZA DELLE OPERAZIONI                              | PRESTITO TITOLI                    |                 | TRS      |       |
|--|------------------------------------|-----------------|----------|-------|
|  | Titoli dati                        | Titoli ricevuti | Receiver | Payer |
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: | (Valore corrente: in % sul totale) |                 |          |       |
| Meno di un giorno                                      |                                    |                 |          |       |
| Da un giorno ad una settimana                          |                                    |                 |          |       |
| Da una settimana ad un mese                            |                                    |                 |          |       |
| Da uno a tre mesi                                      |                                    |                 |          |       |
| Da tre mesi ad un anno                                 |                                    |                 |          |       |
| Oltre un anno  |                                    | 100,00          |          |       |
| Scadenza aperta  |                                    |                 |          |       |
| <b>TOTALE</b>  |                                    | <b>100,00</b>   |          |       |

**III.5 PAESE DI ORIGINE DELLE CONTROPARTI DELLE OPERAZIONI**

| <b>PAESE DELLE CONTROPARTI</b>                         | <b>Prestito titoli</b>             | <b>Pronti contro termine</b> | <b>Repurchase transactions</b> | <b>TRS</b> |
|--|------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|------------|
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: | (Valore corrente: in % sul totale) |                              |                                |            |
| Italia   | 100,00                             |                              |                                |            |
| Francia  |                                    |                              |                                |            |
| Germania   |                                    |                              |                                |            |
| Regno Unito  |                                    |                              |                                |            |
| Svizzera   |                                    |                              |                                |            |
| Stati Uniti  |                                    |                              |                                |            |
| Giappone   |                                    |                              |                                |            |
| <b>TOTALE</b>  | <b>100,00</b>                      |                              |                                |            |

**III.6 REGOLAMENTO E COMPENSAZIONE DELLE OPERAZIONI**

| <b>REGOLAMENTO E COMPENSAZIONE</b>                     | <b>Prestito titoli</b>             | <b>Pronti contro termine</b> | <b>Repurchase transactions</b> | <b>TRS</b> |
|--|------------------------------------|------------------------------|--------------------------------|------------|
| Valore corrente dei contratti in essere al 30/06/2023: | (Valore corrente: in % sul totale) |                              |                                |            |
| - Bilaterale   | 100,00                             |                              |                                |            |
| - Trilaterale  |                                    |                              |                                |            |
| - Controparte Centrale                                 |                                    |                              |                                |            |
| - Altro  |                                    |                              |                                |            |
| <b>TOTALE</b>  | <b>100,00</b>                      |                              |                                |            |

**Sez. IV DATI SUL RIUTILIZZO DELLE GARANZIE REALI**

Ai sensi del contratto di Prime Brokerage stipulato con la controparte delle operazioni di prestito titoli e TRS, il fondo scambia garanzie a fronte dell'esposizione netta delle operazioni attive con il Prime Broker. Considerando che le operazioni di finanziamento realizzate dal fondo eccedono quelle di impiego, il fondo non riceve garanzie dal Prime Broker, e si limita a corrispondere al Prime Broker garanzie a fronte dell'esposizione netta in essere presso tale controparte.

**Sez. V CUSTODIA DELLE GARANZIE REALI****V.1 CUSTODIA DELLE GARANZIE REALI RICEVUTE**

Ai sensi del contratto di Prime Brokerage stipulato con la controparte delle operazioni di prestito titoli e TRS, il fondo scambia garanzie a fronte dell'esposizione netta delle operazioni attive con il Prime Broker. Considerando che le operazioni di finanziamento realizzate dal fondo eccedono quelle di impiego, il fondo non riceve garanzie dal Prime Broker, e si limita a corrispondere al Prime Broker garanzie a fronte dell'esposizione netta in essere presso tale controparte.

**V.2 CUSTODIA DELLE GARANZIE REALI CONCESSE**

| <b>CUSTODIA DELLE GARANZIE REALI CONCESSE</b> | <b>Valore corrente<br/>(in % sul totale)</b> |
|---|--|
| Contratti in essere al 30/06/2023:            |  |
| - Conti separati                              |  |
| - Conti collettivi                            | 100,00                                       |
| <b>TOTALE</b>                                 | <b>100,00</b>                                |

**Sez. VI DATI SULLA RIPARTIZIONE DEI RENDIMENTI**

| <b>RIPARTIZIONE RENDIMENTI</b>    | <b>OICR</b>      |               | <b>Proventi di<br/>altre parti</b> |
|-----------------------------------|------------------|---------------|------------------------------------|
|                                   | <b>Proventi*</b> | <b>Oneri*</b> |                                    |
| :                                 |                  |               |                                    |
| Prestito titoli                   |                  |               |                                    |
| - Titoli dati in prestito         |                  |               |                                    |
| - Titoli ricevuti in prestito     |                  | 536           | **                                 |
| Pronti contro termine             |                  |               |                                    |
| - Pronti contro termine attivi    |                  |               |                                    |
| - Pronti contro termine passivi   |                  |               |                                    |
| Repurchase transaction            |                  |               |                                    |
| - Acquisto con patto di rivendita |                  |               |                                    |
| - Vendita con patto di riacquisto |                  |               |                                    |
| Total return swap                 |                  |               |                                    |
| - Total return receiver           | 3.442            |               |                                    |
| - Total return payer              | -8.146           |               |                                    |

\* Dati in migliaia di Euro

\*\* Non si rilevano proventi a favore di altre parti o del gestore: gli oneri sostenuti a fronte dell'operatività di prestito titoli sono stati corrisposti interamente alla controparte UBS Limited di Londra.