



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

Fideuram Master Selection

Relazione semestrale
al 28 giugno 2024

Società di gestione:

Fideuram ISPB Asset Management SGR S.p.A.

Depositario: State Street Bank International GmbH –
Succursale Italia

Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

PREFAZIONE

Il presente fascicolo riguarda le relazioni semestrali al 28 giugno 2024 dei Comparti dei Fondi appresso indicati ed è redatto in conformità alle istruzioni dell'Organo di Vigilanza (Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivo aggiornamento del 16 novembre 2022).

Esso è costituito da due sezioni:

1. Nella prima sezione vengono riportate le informazioni comuni a tutti i Comparti ed in particolare la nota illustrativa della relazione semestrale – parte comune.
2. Nella seconda sezione sono riportate per ogni singolo Comparto la nota illustrativa della relazione semestrale – parte specifica, il prospetto contabile relativo alla situazione patrimoniale e l'elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio dei Fondi:

Fideuram Master Selection Equity Global	Comparto ad accumulazione dei proventi della categoria Assogestioni "Azionari USA"
Fideuram Master Selection Equity Global Emerging Markets	Comparto ad accumulazione dei proventi della categoria Assogestioni "Azionari Paesi Emergenti"
Fideuram Master Selection Balanced	Comparto ad accumulazione dei proventi della categoria Assogestioni "Bilanciati"

INDICE

NOTIZIE SULLA SOCIETÀ DI GESTIONE, SUL DEPOSITARIO E SULLA SOCIETÀ DI REVISIONE	5
SEZIONE PRIMA - parte comune	7
RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI.....	7
NOTE ILLUSTRATIVE ALLE RELAZIONI DI GESTIONE	11
SEZIONE SECONDA - parte specifica	15
FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL	15
FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL EMERGING MARKETS.....	21
FIDEURAM MASTER SELECTION BALANCED.....	27

NOTIZIE SULLA SOCIETÀ DI GESTIONE, SUL DEPOSITARIO E SULLA SOCIETÀ DI REVISIONE

SOCIETÀ DI GESTIONE

La Società Fideuram ISPB Asset Management SGR S.p.A. è iscritta all'Albo delle Società di Gestione del Risparmio, tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA.

La Società ha sede legale in Milano, via Melchiorre Gioia 22.

Sito Internet: www.fideuramispsgr.it

La durata della SGR è fissata sino al 31.12.2050, mentre l'esercizio sociale si chiude il 31 dicembre di ogni anno.

Il capitale sociale sottoscritto e interamente versato è di euro 25.870.000,00 ed è posseduto al 99,5% da Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking S.p.A., a sua volta controllata al 100% dal Gruppo bancario Intesa Sanpaolo che svolge l'attività di direzione e coordinamento, e al 0,5% da Banca Finnat S.p.A.

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

	Carica
Claudio Sozzini	Presidente *
Marco Ventoruzzo	Vice Presidente *
Davide Elli	Amministratore Delegato
Antonella Carù	Consigliere Indipendente
Andrea Panozzo	Consigliere Indipendente
Barbara Poggiali	Consigliere Indipendente
Giuseppe Redaelli	Consigliere Indipendente

*Consigliere Indipendente

COLLEGIO SINDACALE

	Carica
Carlo Giuseppe Angelini	Presidente
Marco Antonio Modesto Dell'Acqua	Sindaco Effettivo
Mauro Nicola	Sindaco Effettivo
Rosanna Romagnoli	Sindaco Supplente
Francesca Monti	Sindaco Supplente

DIREZIONE GENERALE

Davide Elli	Direttore Generale
-------------	--------------------

DEPOSITARIO

Il Depositario dei Fondi è "State Street Bank International GmbH - Succursale Italia" (di seguito, il "Depositario"), via Ferrante Aporti 10, Milano, iscritta al n. 5757 dell'Albo delle Banche tenuto dalla Banca d'Italia e aderente al Fondo di Protezione dei Depositi dell'associazione delle banche tedesche.

Il Depositario adempie agli obblighi di custodia degli strumenti finanziari ad esso affidati e alla verifica della proprietà nonché alla tenuta delle registrazioni degli altri beni. Il Depositario detiene altresì le disponibilità liquide del Fondo e, nell'esercizio delle proprie funzioni:

- accerta la legittimità delle operazioni di vendita, emissione, riacquisto, rimborso e annullamento delle quote del Fondo, nonché la destinazione dei redditi dello stesso;
- provvede al calcolo del valore della quota del Fondo;
- accerta che nelle operazioni relative al Fondo la controprestazione sia rimessa nei termini d'uso;
- esegue le istruzioni della Società di Gestione se non sono contrarie alla legge, al Regolamento o alle prescrizioni degli Organi di Vigilanza.

SOCIETÀ INCARICATA DEL COLLOCAMENTO

Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking S.p.A.

SOCIETÀ DI REVISIONE

EY S.p.A.

SEZIONE PRIMA - parte comune

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Scenario Macroeconomico – Primo semestre 2024

La **crescita a livello globale** è rimasta relativamente vivace nel primo semestre dell'anno, con il rallentamento rispetto ai ritmi molto elevati registrati nella seconda parte del 2023 negli USA compensato almeno in parte dall'accelerazione nell'Area Euro, dove è terminata la fase di stagnazione iniziata a fine 2022, e in Cina. La sorpresa più rilevante per i mercati nei primi mesi dell'anno è venuta invece dalla marcata e inattesa riaccelerazione dell'inflazione, in particolare quella *core* (ovvero al netto delle componenti energetiche e alimentari) negli USA, dove, soprattutto nei mesi di gennaio e marzo la crescita dei prezzi è risultata molto superiore alle attese, interrompendo così il processo di disinflazione che era stato avviato in maniera molto chiara nella seconda metà del 2023. La dinamica dei prezzi è stata invece largamente in linea con le attese nel caso dell'Eurozona, mentre in Cina la crescita robusta dell'offerta e la debolezza della domanda si sono riflesse in una dinamica dei prezzi molto dimessa, con condizioni di lieve deflazione a inizio anno, come già a fine 2023. Le sorprese al rialzo nell'inflazione hanno determinato una sostanziale riconsiderazione delle attese di politica monetaria da parte dei mercati: l'imprevista svolta in senso decisamente accomodante da parte della Fed nella riunione di metà dicembre aveva infatti indotto i mercati a fine 2023 a prezzare numerosi tagli dei tassi nel corso del 2024, con un primo taglio atteso già nella riunione del FOMC di marzo. Anche nel caso della BCE il mercato era arrivato a prezzare un primo taglio nella riunione di marzo o al più tardi in quella di aprile. Le sorprese al rialzo dell'inflazione negli USA hanno determinato un significativo posticipo nelle attese relative alla tempistica dei tagli: a metà aprile i mercati scontavano un primo taglio della Fed non prima di settembre, con una marcata riduzione del numero di tagli attesi dal mercato nel 2024 (da sette a inizio anno a soltanto uno o due). Dopo la notevole sorpresa al ribasso nel dato d'inflazione di maggio, diffuso a metà giugno, e con l'emergere di alcuni segnali di rallentamento dell'economia (evidenti in particolare nella dinamica dei consumi privati), il mercato si è stabilizzato nell'attesa di un primo taglio di 25 punti base nella riunione di settembre e di un secondo taglio in quella di dicembre. La Banca Centrale Europea (BCE) ha invece proceduto ad un taglio dei tassi di 25 punti base, largamente atteso dal mercato, nella riunione di inizio giugno, nonostante una sorpresa al rialzo nell'inflazione di maggio (in particolare nei prezzi dei servizi) e una revisione al rialzo delle proprie previsioni d'inflazione per il 2024 e il 2025. La BCE ha mantenuto però un atteggiamento molto cauto riguardo alle successive mosse, confermando un atteggiamento molto dipendente dalla dinamica dei dati (che, tra l'altro, sul fronte dell'attività economica sono stati più robusti delle attese nel corso dei primi mesi dell'anno). Nel periodo si è inoltre registrata la svolta in senso meno espansivo della BoJ, da tempo largamente attesa dai mercati (anche se con incertezza sulla tempistica): nella riunione di metà marzo la banca centrale giapponese ha abbandonato sia la politica dei tassi negativi sia il controllo della curva dei rendimenti. La Banca Centrale Cinese (PBoC), infine, ha continuato a condurre una politica cautamente espansiva (ma senza tagli dei tassi d'interesse o del coefficiente di riserva obbligatoria nel periodo) per supportare la domanda interna indebolita dalla perdurante crisi del settore immobiliare, che le autorità nella parte finale del periodo sembrano però avere iniziato ad affrontare in maniera più decisa. Il denso calendario elettorale a livello mondiale che caratterizza l'anno in corso (e che culminerà con le elezioni presidenziali negli USA in novembre) ha anche registrato alcune sorprese non gradite ai mercati nelle economie emergenti, ma soprattutto un ritorno del rischio politico nell'Area Euro con la decisione a sorpresa del Presidente francese Macron di indire elezioni anticipate dopo l'esito delle elezioni per il Parlamento Europeo che hanno registrato un notevole progresso dell'estrema destra. I rischi politici, che si erano riflessi in un forte aumento dello *spread* degli OAT sui *Bund*, sono parzialmente rientrati dopo le elezioni, che hanno però confermato uno scenario di problematica governabilità in Francia.

Dopo aver registrato una forte accelerazione nella seconda parte del 2023, la crescita del PIL **negli USA** ha decisamente rallentato nel primo semestre, riportandosi sotto potenziale, in ragione principalmente del rallentamento dei consumi privati, in particolare nei servizi (comparto dove a fine periodo si è registrata anche una notevole flessione della fiducia delle imprese) e di un più ampio contributo negativo del canale estero. Anche il contributo alla crescita della spesa pubblica si è ridotto rispetto alla seconda parte del 2023. Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste nel complesso piuttosto robuste, con una crescita dell'occupazione ancora decisamente elevata, grazie anche al contributo del forte aumento dell'immigrazione (inclusa quella clandestina). Il tasso di disoccupazione è peraltro risalito dal 3.7% di dicembre al 4.1% in giugno. Nel secondo semestre del 2023 l'accelerazione della crescita si era associata ad una riduzione significativa dell'inflazione, in particolare quella *core*, ma il processo di disinflazione si è interrotto a inizio anno, con notevoli sorprese al rialzo nella dinamica dei prezzi *core*, soprattutto nei mesi di gennaio e marzo, concentrate in particolare nel comparto dei prezzi dei servizi al netto degli affitti (la cosiddetta inflazione *super-core*). L'andamento dell'inflazione è risultato poi in

linea con le attese in aprile, mentre in maggio si è registrata una notevole sorpresa al ribasso, la prima nel corso del periodo. Dopo l'inattesa svolta in senso molto accomodante nella riunione del FOMC di dicembre, la Fed ha dovuto mantenere un atteggiamento decisamente più cauto nel corso dei primi mesi dell'anno, rinviando l'avvio dei tagli dei tassi che sembrava ormai imminente a inizio anno. Nella riunione di marzo le proiezioni del FOMC prospettavano ancora come probabili tre tagli dei tassi nel corso dell'anno, ridotti però ad uno soltanto nelle proiezioni di giugno, dopo l'ulteriore sorpresa al rialzo dell'inflazione in marzo.

Nel primo semestre l'**Area Euro** è uscita dalla fase di stagnazione iniziata a fine 2022, a causa della crisi energetica e della guerra in Ucraina. La crescita del PIL a inizio anno è stata infatti più forte delle attese, con investimenti ed esportazioni in ripresa, mentre i consumi privati hanno iniziato a contribuire alla crescita in modo più visibile solo dal secondo trimestre. Il miglioramento delle condizioni cicliche è risultato peraltro evidente anche nell'andamento degli indicatori di fiducia delle imprese (in particolare gli indici PMI), in recupero significativo nel corso del semestre. La ripresa ha coinvolto soprattutto il settore dei servizi, mentre nel comparto manifatturiero le condizioni sono rimaste più deboli, con ordini dimessi e una produzione stagnante, nonostante la discesa dei prezzi energetici abbia aiutato il recupero dei settori più energivori e l'impatto della crisi dei trasporti nel Canale di Suez si sia rivelato più modesto del previsto. L'inflazione ha continuato il percorso di rientro all'obiettivo del 2% ma in misura più graduale rispetto al 2023, concludendo il semestre al 2.5%, dal 2.9% di dicembre. Solo l'inflazione nei servizi è rimasta elevata, risentendo della vivace dinamica dei salari, nonché di un mercato del lavoro ancora molto robusto. La BCE, confortata dal graduale processo di discesa dell'inflazione e da aspettative di inflazione "ancorate" all'obiettivo del 2%, ha indicato chiaramente, già ad inizio primavera, di essere pronta a ridurre la restrizione monetaria a partire da giugno, per sostenere la ripresa ancora fragile. Il primo taglio dei tassi (di 25 punti base) è stato pertanto deciso a giugno, ma la BCE non si è impegnata in alcun modo riguardo alle mosse successive, che dipenderanno dalla conferma del proseguimento della discesa dell'inflazione. Sul fronte politico, l'incertezza è aumentata a fine periodo, a causa degli sviluppi successivi alle elezioni europee di inizio giugno in Francia, con l'inattesa decisione del Presidente Macron di sciogliere l'Assemblea Nazionale dopo il successo dell'estrema destra, che è risultata poi sconfitta nelle elezioni parlamentari, con l'instabilità politica che risulta comunque ora aumentata. La Commissione UE ha infine aumentato le tariffe sulle importazioni di auto elettriche dalla Cina e avviato una procedura di deficit eccessivo per alcune delle principali economie dell'Eurozona (tra cui Francia ed Italia), nell'ambito della riforma del nuovo Patto di Stabilità e Crescita.

In Asia la crescita è rimasta piuttosto moderata, con l'andamento del PIL in **Cina** in accelerazione all'inizio dell'anno. La crescita in Cina ha però continuato a risentire in misura significativa dell'impatto della crisi del settore immobiliare, che le autorità hanno iniziato ad affrontare in maniera più energica nella seconda parte del periodo, con un piano pubblico di acquisto dell'ampio *stock* di case invendute (di cui mancano però ancora i dettagli di implementazione). La crescita vivace dell'offerta, supportata anche dal sostegno della politica fiscale, da un lato, e la debolezza della domanda interna, su cui pesa l'aggiustamento del settore residenziale, dall'altro, si sono riflesse in una dinamica molto dimessa dei prezzi al consumo anche nella prima parte dell'anno. La politica economica, sia fiscale sia monetaria, ha continuato a supportare la domanda, ma non si sono registrati tagli dei tassi d'interesse o del coefficiente di riserva obbligatoria nel periodo. **In Giappone** l'andamento dell'attività economica è rimasto dimesso, in ragione principalmente di una debole dinamica dei consumi privati. L'evidenza di accelerazione della dinamica salariale ha convinto la Bank of Japan a procedere nella riunione di marzo alla rimozione dei tassi negativi e del controllo sulla curva. Nonostante la prospettiva di altri rialzi di tassi è proseguito nel periodo il sensibile indebolimento dello yen, che si era temporaneamente interrotto a fine 2023.

Mercati Azionari – Primo semestre 2024

Il primo semestre del 2024 ha visto il proseguimento dell'andamento già emerso nel corso del 2023 e che aveva portato a ottime performance sui mercati azionari mondiali: in particolare la crescita economica, seppur non spettacolare, ha continuato il proprio percorso di un andamento positivo costante, fornendo quindi sostegno anche agli utili societari. In questo contesto, non sorprende che l'area con una maggiore dinamicità si sia confermata quella Nord Americana, dove gli effetti delle politiche fiscali espansive degli ultimi anni continuano a riverberare i loro effetti sia sul mercato del lavoro, con la disoccupazione sui minimi e sul reddito disponibile dei consumatori. Per quanto concerne il mercato azionario Americano, le aspettative legate allo sviluppo della Intelligenza Artificiale continuano a dispiegare i loro effetti non solo sulle aziende direttamente esposte al tema ma a tutto il settore Tecnologico, protagonista ancora una volta in termini di performance borsistiche. Il tema della concentrazione del mercato americano, trainato dalle performance e quindi dalle capitalizzazioni raggiunte dalle "Magnifiche 7" (le società che solitamente rientrano in questa definizione sono: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla) rimane un tema centrale di discussione degli investitori. Oltre il 75% della performance del mercato americano nel primo semestre dell'anno è dovuto al contributo delle prime dieci capitalizzazioni del mercato, mentre la performance delle società rimanenti è stata molto più contenuta. Tale fenomeno è funzione della differente performance in termini di crescita e revisioni degli utili che per le Magnifiche 7 sono stati rivisti al rialzo, mentre

il resto del mercato ha visto valori stabili se non leggermente negativi nel corso del 2024. Dal punto di vista macroeconomico, la Federal Reserve ha mantenuto i tassi stabili in attesa di ulteriori segnali di normalizzazione dal punto di vista dell'inflazione: gli ultimi dati a proposito usciti nel mese di giugno sembrano supportare questo scenario e il mercato si attende la prima riduzione del costo del denaro nel corso del mese di settembre.

Per quanto riguarda le altre aree geografiche è continuato il trend rialzista importante dell'indice giapponese, che continua a beneficiare degli effetti delle politiche monetarie espansive degli ultimi anni, con una dinamica dei prezzi al consumo più brillante di quanto ipotizzato alcuni mesi addietro. Dal punto di vista dei risultati societari, la forte internazionalizzazione delle grandi imprese giapponesi ha beneficiato della traiettoria di crescita economica mondiale, con risultati societari molto migliori delle attese: a questo gruppo di società si sono unite anche le società di medie dimensioni, più esposte al mercato interno che sono state spinte da un quadro macroeconomico comunque più brillante.

Se da un lato l'economia Giapponese ha mostrato incoraggianti segnali di progresso negli ultimi due anni, lo stesso non si può dire per l'economia Cinese che è stata continuamente penalizzata dai problemi oramai ricorrenti del suo settore immobiliare unitamente ai timori legati al forte aumento dell'indebitamento soprattutto per quanto riguarda le amministrazioni locali. Nonostante gli ultimi provvedimenti del governo di sostegno al mercato immobiliare, la fiducia dei consumatori Cinesi rimane prossima ai minimi e gli investitori sperano che i prossimi provvedimenti del Governo possano riguardare elementi di sostegno al reddito dei consumatori del Paese. Gli investimenti esteri rimangono penalizzati dal clima geopolitico, non particolarmente favorevole e dalle tensioni con gli Stati Uniti e l'Europa sul fronte delle Tariffe e i Dazi doganali che stanno costringendo molte società occidentali a ripensare la loro presenza nel paese e delocalizzare alcune produzioni dalla Cina ad altri Paesi Emergenti del Sud Est Asiatico e Centro America.

Per quanto riguarda il mercato Europeo, il primo semestre dell'anno si è rilevato molto profittevole in termini di performance: i fattori che hanno sostenuto i corsi azionari europei, sono stati da un lato dati macroeconomici migliori rispetto alle basse aspettative presenti ad inizio anno e risultati trimestrali superiori alle attese di consenso degli analisti. La Banca Centrale Europea si è mostrata più proattiva della Federal Reserve, iniziando il percorso di riduzione del costo del denaro, fornendo ulteriore spinta positiva al sentiment degli investitori. A complicare il quadro Europeo permane l'incertezza politica del Continente, prima con i risultati delle Elezioni Politiche Europee e successivamente con i risultati delle Elezioni Politiche anticipate in Francia, che hanno mostrato un quadro di instabilità e che hanno causato un ritracciamento degli indici Europei e in particolare dell'indice Cac 40 verso la fine di giugno.

Mercati Obbligazionari – Primo semestre 2024

Nel primo semestre dell'anno, i mercati obbligazionari hanno mostrato segnali di relativa stabilizzazione in un contesto caratterizzato da un'inflazione che ha continuato a decelerare, seppure ad un tasso decrescente, e una crescita economica moderata. Malgrado si siano ridotte sostanzialmente le attese di ribasso dei tassi ufficiali per il 2024 l'aspettativa rimane per una graduale normalizzazione dei tassi. In generale l'economia Usa ha continuato a sorprendere per la sua resilienza, mentre in Europa si sono evidenziati segnali di miglioramento della congiuntura. Nel complesso la duration ha dato un contributo negativo di performance, mentre è risultata premiante l'esposizione agli spread di credito.

In USA la Fed ha lasciato inalterati i tassi ufficiali mantenendo un approccio molto "data driven" e senza fare un forte commitment in termini delle prossime mosse. I tassi sono in generale tornati a salire rispetto ai livelli di inizio anno con il decennale del treasury che ha chiuso in rialzo di 52 punti base a 4.40, la curva si è mantenuta invertita con il differenziale 2-10 che ha terminato sostanzialmente invariato a -37 punti base. Relativamente stabili le *breakeven inflation* con la 5fwd5 inflation che ha chiuso a 2.53, in rialzo di soli 5 punti base. A fine semestre il mercato sconta poco meno di due ribassi di 25 punti base entro la fine dell'anno. Da segnalare inoltre la prosecuzione del quantitative tightening che ha portato il bilancio della banca centrale a 7.2 trilioni di dollari, dai 7.7 di inizio periodo. La maggiore resistenza osservata verso un'ulteriore riduzione dei dati di inflazione e la relativa solidità del mercato del lavoro nonostante i segnali di ammorbidimento di alcuni indicatori hanno contribuito a ridurre le aspettative di taglio tassi per l'anno in corso, inducendo inoltre la Fed a rivedere gradualmente al rialzo le proprie stime circa il livello neutrale dei tassi a lungo termine. Mercati azionari e del credito ben sostenuti hanno, inoltre, agevolato un allentamento delle condizioni finanziarie in Usa, riducendo l'effetto netto restrittivo legato al livello storicamente elevato dei tassi ufficiali.

In Europa per la prima volta la Bce ha anticipato la Fed nell'effettuare un primo ribasso dei tassi ufficiali tagliando a giugno di 25 bps il tasso di rifinanziamento a 4.25 e annunciando da fine giugno una riduzione graduale del piano di acquisti PEPP per circa 7.5 mld mensili. I dati di inflazione in netto miglioramento hanno permesso alla banca centrale di intervenire mentre i dati di crescita si sono mantenuti relativamente stabili supportando in generale le asset class di rischio. Malgrado

l'intervento effettuato, il mercato governativo ha registrato un generale rialzo dei tassi in quanto si sono andate nel periodo comunque a ridurre le aspettative di taglio dei tassi per il 2024. Il titolo benchmark tedesco ha così chiuso ad un rendimento di 2.5% in rialzo di 48 punti base, mentre la curva tedesca ha solo marginalmente ridotto il livelli di inversione con il differenziale di rendimento tra le scadenze a due e dieci anni che rimane negativo a -33 bps. Relativamente stabili o in graduale restringimento nel periodo gli spread degli emittenti periferici salvo un movimento repentino di allargamento registrato a fine semestre dopo le elezioni anticipate annunciate in Francia. Lo spread sul Btp decennale ha chiuso a comunque in restringimento di 10 bps a 157 bps rispetto al Bund decennale.

In Giappone la BoJ ha, invece, continuato a restringere in maniera molto graduale la politica monetaria, riportando i tassi a zero e riducendo ulteriormente le misure di controllo della curva, determinando così un generale rialzo dei rendimenti sui titoli di stato domestici, particolarmente sui titoli a più lunga scadenza. Il benchmark decennale giapponese ha così chiuso ad un rendimento di 1.06% da 0.61% di inizio periodo. Diverso l'andamento del mercato obbligazionario cinese sul quale sono prevalsi gli effetti depressivi della crisi immobiliare ed una dinamica di inflazione particolarmente debole, che hanno portato ad una ulteriore riduzione nei tassi di interesse domestici; il titolo a 5 anni benchmark ha così chiuso ad un rendimento di 1.96% in ribasso di 42 punti base.

Sui mercati del credito le migliori performance si sono registrate nei comparti con minor rating creditizio e bassa duration. Hanno performato bene il comparto HY grazie anche ad una risalita molto contenuta dei tassi di default e le obbligazioni subordinate sia finanziarie che non finanziarie. Il comparto dei titoli investment grade ha invece fornito performance miste beneficiando da una lato delle compressioni degli spread e venendo penalizzato dal rialzo dei rendimenti risk free. Lo spread medio di credito sull'indice Bloomberg Global Credit ha, infatti, chiuso a 103 punti base in ribasso di 12 bps sul periodo. Sul mercato High Yield si è osservato un restringimento nello spread medio di credito 30 bps (indice Global HY Bloomberg) a 329 punti base. Compressioni di spread rilevanti si sono registrate ancora sul mercato dei Tier 1 che ha chiuso a 350 bps di spread dai 434 bps di fine 2023 (indice Bloomberg European Banks CoCo Tier 1).

Sui mercati emergenti si sono registrate performance negative in euro sull'indice in valuta locale a seguito della debolezza di alcuni cross in Latam ed east Europe, mentre l'indice in valuta forte realizza performance di periodo positive grazie principalmente al carry di portafoglio con uno spread medio che ha stretto pur rimanendo otticamente stabile a seguito dell'effetto dell'ingresso del Venezuela nell'indice (indice EMBIG Div di JP Morgan).

Mercato dei Tassi di Cambio – Primo semestre 2024

Nel corso del semestre il cambio euro dollaro non ha espresso una direzionalità precisa pur chiudendo in leggera flessione dopo aver tradato in un range relativamente stretto tra 1.10 e 1.06. Le aspettative per un ulteriore recupero delle quotazioni dell'euro si sono via via erose nel corso del periodo a seguito della resilienza dimostrata dall'economia Usa che ha indotto la Fed a non intervenire sui tassi ufficiali. A fine semestre le elezioni a sorpresa in Francia hanno inoltre contribuito a indebolire l'euro sostenendo i timori per il rafforzarsi di orientamenti politici meno supportivi del progetto europeo nella forma attuale. È proseguito invece di deprezzamento dello yen che, pur partendo da valutazioni già storicamente depresse, ha proseguito il trend di indebolimento. Le misure di politica monetaria messe in atto dalla BoJ non sono state sufficientemente incisive da invertire la tendenza prevalente, ancora supportata dal permanere di un carry fortemente penalizzante sulla divisa. Sostanzialmente stabili le quotazioni del renminbi, malgrado le difficoltà interne legate alla debolezza del settore immobiliare e una condizione di inflazione dimessa che ha portato ad un ulteriore ampliamento del differenziale di rendimento tra Europa e Cina, la valuta, che è gestita dalle autorità locali rispetto ad un paniere di valute, ha espresso una volatilità molto contenuta rimanendo nel contempo supportata dal forte avanzo commerciale del paese.

Segue parte specifica

NOTE ILLUSTRATIVE ALLE RELAZIONI SEMESTRALI

Forma e contenuto

La relazione di gestione al 28 giugno 2024, composta per ciascun Comparto del Fondo da una situazione patrimoniale e dall'elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio, è stata redatta in conformità alle disposizioni previste dal Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successivo aggiornamento del 16 novembre 2022. Essa è accompagnata dalla relazione degli amministratori.

Criteri di arrotondamento

Tutti i prospetti della presente relazione sono redatti in unità di euro ad eccezione del valore della quota (calcolato in millesimi in euro). L'arrotondamento è ottenuto trascurando i decimali pari o inferiori a 50 centesimi ed elevando all'unità superiore i decimali superiori a 50 centesimi.

L'importo arrotondato delle voci è ottenuto per somma degli importi arrotondati delle sottovoci; la somma algebrica delle differenze derivanti dagli arrotondamenti operati sulle voci è ricondotta tra le "altre attività" o "altre passività" per la situazione patrimoniale, tra gli "altri ricavi" o "altri oneri" per la sezione reddituale.

Principi contabili fondamentali

Nella redazione del presente documento vengono applicati i principi contabili e di valutazione indicati dal Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 e successive modifiche e i criteri di valutazione previsti dal Regolamento del Fondo. Tali principi contabili, utilizzati per la redazione della relazione di gestione sono qui di seguito riepilogati:

Strumenti finanziari:

Operazioni di compravendita

Le operazioni di acquisto, sottoscrizione, vendita e rimborso vengono rilevate contabilmente lo stesso giorno della conclusione dei contratti.

Tutte le operazioni sono state regolate alle condizioni di mercato. I contratti di compravendita titoli conclusi e non ancora liquidati a fine anno, hanno avuto regolare esecuzione successivamente alla chiusura dell'esercizio entro i termini previsti.

Rilevazione sottoscrizioni e rimborsi

La rilevazione delle sottoscrizioni e dei rimborsi avviene sulla base di quanto indicato nel relativo Regolamento di cui si riporta un estratto. La partecipazione al Fondo si realizza mediante sottoscrizione delle quote di uno o più comparti o acquisto, a qualsiasi titolo, dei certificati rappresentativi delle stesse. Il numero delle quote e frazioni millesimali di esse arrotondate con il metodo commerciale da assegnare a ciascun sottoscrittore viene determinato dalla Società di Gestione dividendo l'importo versato, al netto delle commissioni di sottoscrizione e delle spese postali e amministrative, ove previste, per il valore della quota relativo al giorno di riferimento. Quest'ultimo è il giorno in cui la Società di Gestione ha avuto notizia certa della sottoscrizione e coincide con il giorno di maturazione della valuta riconosciuta da Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking S.p.A. al mezzo di pagamento utilizzato dal sottoscrittore ovvero quello di ricezione della richiesta di sottoscrizione o, nel caso di girofondi o bonifico bancario, quello di ricezione della contabile di avvenuto accredito, se posteriori.

I partecipanti hanno diritto di chiedere in qualsiasi momento il rimborso totale o parziale delle loro quote di partecipazione, salvo quanto previsto in caso di liquidazione per il quale sono previste specifiche regole.

Il controvalore del rimborso viene individuato dalla Società di Gestione sulla base del valore unitario delle quote relativo al giorno di riferimento che è quello di ricezione delle richieste di rimborso presso la Società di Gestione stessa.

La materiale corresponsione del rimborso viene effettuata nel più breve termine ed al massimo entro il quindicesimo giorno dalla data di ricezione da parte della Società di Gestione della richiesta di rimborso e dei relativi certificati.

Plus/minusvalenze realizzate

Gli utili e le perdite realizzati, derivanti dalla differenza tra il valore medio di carico (costo medio continuo) e il prezzo di vendita, e, per gli strumenti finanziari in valuta estera, gli utili o perdite da realizza causati dalle variazioni dei cambi, sono evidenziati nella sezione reddituale alle voci A2 e B2 e dettagliati nella Parte C Sezione I della Nota Integrativa.

Per le operazioni effettuate su contratti derivati i relativi utili e perdite vengono rilevati secondo i criteri stabiliti dalla Banca d'Italia e sono indicati nella sezione reddituale alle voci A4, B4 e C.

Le operazioni su strumenti finanziari derivati che prevedono il versamento giornaliero di margini influenzano il valore netto del Comparto attraverso la corresponsione o l'incasso dei margini di variazione; la registrazione dei relativi utili e perdite avviene per competenza.

Plus/minusvalenze non realizzate

La differenza tra il valore medio di carico (costo medio continuo) degli strumenti finanziari in portafoglio ed il relativo valore di mercato e, per gli strumenti finanziari in valuta estera, la differenza tra il cambio medio di carico ed il cambio di valorizzazione determinano le plus/minusvalenze che vengono evidenziate nella sezione reddituale alle voci A3 e B3 e dettagliate nella Parte C Sezione I della Nota Integrativa.

Le plus/minusvalenze così determinate vengono poi imputate alle rimanenze iniziali dell'esercizio successivo.

Proventi da investimenti

I dividendi ed i proventi distribuiti dagli O.I.C.R. sono rilevati dal giorno in cui il titolo viene quotato ex-cedola. Gli interessi maturati sui titoli di Stato e obbligazionari, nonché i proventi delle operazioni pronti contro termine, sono contabilizzati per competenza mediante l'iscrizione di appositi ratei.

Interessi attivi e passivi sui C/C

Gli interessi su depositi bancari e gli interessi su prestiti, vengono registrati secondo il principio di competenza temporale, mediante il calcolo, ove necessario, di ratei attivi e passivi.

Spese ed oneri a carico dei fondi

Sono rilevati secondo il principio della competenza mediante l'iscrizione di appositi ratei.

Oneri di gestione

Il principale onere a carico del Comparto è costituito dal compenso alla SGR, composto dalla provvigione di gestione che è calcolata e imputata quotidianamente al patrimonio netto di ciascun Comparto e prelevata dalle disponibilità del medesimo con periodicità mensile e dal costo sostenuto per il calcolo del valore della quota, nella misura dello 0,03%.

Comparto	Compenso SGR	Commissioni di gestione	Costo calcolo del NAV
Fideuram Master Selection Equity Global	1,83%	1,80%	0,03%
Fideuram Master Selection Equity Global Emerging Markets	1,83%	1,80%	0,03%
Fideuram Master Selection Balanced	1,78%	1,75%	0,03%

Si segnala che la voce relativa al costo del calcolo del valore della quota rientrante negli oneri di gestione è stata introdotta in seguito all'emanazione il 23 dicembre 2016 da parte di Banca d'Italia del provvedimento recante modifiche al Regolamento sulla Gestione collettiva del risparmio pubblicato dalla stessa in data 19 gennaio 2015. Sono stati conseguentemente adeguati, a partire dalla prima data successiva al 30 giugno 2017, i prospetti contabili degli OICR per dare evidenza di tale costo.

La misura massima della commissione di gestione applicabile dagli OICVM oggetto dell'investimento è pari all'1,5%, al netto di eventuali retrocessioni riconosciute al Comparto. I Fondi che applicano tale misura massima non sono necessariamente presenti nel portafoglio dei singoli Comparti, e qualora lo fossero, detta misura massima inciderebbe solamente su una parte del portafoglio dei singoli Comparti per effetto della diversificazione degli investimenti.

Altri oneri

Sono inoltre a carico di ciascun Comparto:

- a) il compenso da riconoscere al Depositario, determinato in una commissione nella misura massima dello 0,07% annuo (IVA compresa) applicata al valore dei NAV (Net Asset Value, dove per valore del NAV si intende la media mensile del patrimonio giornaliero) dei Comparti; la liquidazione dei corrispettivi ha luogo trimestralmente;
- b) gli oneri di intermediazione inerenti alla compravendita degli strumenti finanziari. *Le commissioni di negoziazione non sono quantificabili a priori in quanto variabili;*
- c) gli oneri diretti e indiretti connessi con la partecipazione agli OICVM oggetto dell'investimento; eventuali ristorni, riconosciuti alla Società di Gestione da parte degli OICVM acquistati o dei distributori di questi, sono interamente retrocessi ai singoli Comparti di pertinenza;
- d) le spese di pubblicazione del valore unitario delle quote e dei prospetti periodici, i costi della stampa dei documenti destinati al pubblico e quelli derivanti dagli obblighi di comunicazione periodica alla generalità dei partecipanti, purché tali oneri non attengano a propaganda e a pubblicità o comunque al collocamento delle quote;
- e) le spese degli avvisi inerenti alle modifiche regolamentari richieste da mutamenti della legge o delle disposizioni di vigilanza relative ad uno specifico Comparto;
- f) le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse di un Comparto;
- g) gli oneri finanziari per i debiti assunti dal singolo Comparto e le spese connesse;
- h) le spese di pubblicazione dei prospetti periodici dei Comparti e degli avvisi in caso di liquidazione o fusione degli stessi;

- i) il "contributo di vigilanza" dovuto annualmente alla Consob;
- j) le spese di revisione dei conti inerenti alla contabilità e alla certificazione dei rendiconti (ivi compreso quello finale di liquidazione) dei Comparti.

Ove alcune delle spese di cui sopra non siano direttamente imputabili al singolo Comparto, le stesse saranno ripartite tra i Comparti interessati in proporzione al patrimonio netto di ciascuno; analogamente, ove le citate spese siano imputabili al Fondo, le stesse saranno ripartite tra tutti i Comparti con il medesimo criterio.

Il pagamento delle suddette spese, salvo quanta diversamente indicato, è disposto dalla SGR mediante prelievo dalla disponibilità del Fondo con valuta non antecedente a quella del giorno di effettiva erogazione. In caso di investimento in OICR collegati, sul Fondo acquirente non vengono fatte gravare spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti degli OICR acquisiti. La SGR deduce dal proprio compenso, fino a concorrenza dello stesso, la remunerazione complessiva (provvigione di gestione, di incentivo, ecc.) percepita dal gestore degli OICR "collegati".

Durata dell'esercizio contabile

L'esercizio contabile ha durata annuale e si chiude l'ultimo giorno di valorizzazione del mese di dicembre di ogni anno.

Il regime di tassazione dei partecipanti

Sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al Fondo è applicata una ritenuta fiscale del 26%.

La ritenuta si applica sui proventi distribuiti dal Fondo e su quelli pari alla differenza tra il valore di rimborso, di liquidazione o di cessione delle quote e il costo medio ponderato di sottoscrizione delle stesse, al netto del 51,92% dei proventi riferibili a titoli di Stato italiani e a questi equiparati nonché a titoli emessi da Stati esteri inclusi nella cosiddetta "white list" (per i quali trova applicazione la tassazione nella misura agevolata del 12,50%).

In ogni caso il valore e il costo delle quote è rilevato dai prospetti periodici.

I proventi riferibili ai predetti titoli pubblici italiani ed esteri sono determinati in proporzione alla percentuale media dell'attivo investita direttamente, o indirettamente per il tramite di altri organismi di investimento (italiani ed esteri comunitari armonizzati e non armonizzati soggetti a vigilanza istituiti in Stati UE e SEE inclusi nella white list), nei titoli medesimi. La percentuale media, applicabile in ciascun semestre solare, è rilevata sulla base degli ultimi due prospetti, semestrali o annuali, redatti entro il semestre solare anteriore alla data di distribuzione dei proventi, di riscatto, cessione o liquidazione delle quote ovvero, nel caso in cui entro il predetto semestre ne sia stato redatto uno solo, sulla base di tale prospetto. A tali fini, la Società di Gestione fornirà le indicazioni utili circa la percentuale media applicabile in ciascun semestre solare.

Tra le operazioni di rimborso sono comprese anche quelle realizzate mediante conversione delle quote da un comparto ad un altro comparto del medesimo Fondo.

La ritenuta è applicata anche nell'ipotesi di trasferimento delle quote a diverso intestatario, salvo che il trasferimento sia avvenuto per successione o donazione.

La ritenuta è applicata a titolo d'acconto sui proventi percepiti nell'esercizio di attività di impresa commerciale e a titolo d'imposta nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi quelli esenti o esclusi dall'imposta sul reddito delle società. La ritenuta non si applica nel caso in cui i proventi siano percepiti da soggetti esteri che risiedono, ai fini fiscali, in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni nonché da altri organismi di investimento italiani e da forme pensionistiche complementari istituite in Italia.

Nel caso in cui le quote siano detenute da persone fisiche al di fuori dell'esercizio di attività di impresa commerciale, da società semplici e soggetti equiparati nonché da enti non commerciali, sui redditi diversi conseguiti dal Cliente (ossia le perdite derivanti dalla partecipazione al Fondo e le differenze positive e negative rispetto agli incrementi di valore delle quote rilevati in capo al Fondo) si applica il regime del risparmio amministrato di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 461 del 1997, che comporta l'adempimento degli obblighi tributari da parte dell'intermediario. È fatta salva la facoltà del Cliente di rinunciare al predetto regime con effetto dalla prima operazione successiva. Le perdite riferibili ai titoli pubblici italiani ed esteri possono essere portate in deduzione dalle plusvalenze e dagli altri redditi diversi per un importo ridotto del 37,5% del loro ammontare.

Nel caso in cui le quote siano oggetto di donazione o di altro atto di liberalità, l'intero valore delle quote concorre alla formazione dell'imponibile ai fini del calcolo dell'imposta sulle donazioni. Nell'ipotesi in cui le quote siano oggetto di successione ereditaria non concorre alla formazione della base imponibile, ai fini dell'imposta di successione, la parte di valore delle quote corrispondente al valore dei titoli, comprensivo dei frutti maturati e non riscossi, emessi o garantiti dallo Stato e ad essi assimilati, detenuti dal Fondo alla data di apertura della successione. A tali fini, la Società di Gestione fornirà le indicazioni utili circa la composizione del patrimonio del Fondo.

Il regime di tassazione del Fondo

Il Fondo non è soggetto alle imposte sui redditi e all'Irap. Il Fondo percepisce i redditi di capitale al lordo delle ritenute e delle imposte sostitutive applicabili, tranne talune eccezioni. In particolare, il Fondo rimane soggetto alla ritenuta alla fonte

sugli interessi e altri proventi di obbligazioni e titoli similari emessi da società residenti non quotate, alla ritenuta sugli interessi e altri proventi dei conti correnti e depositi bancari esteri, compresi i certificati di deposito, nonché alla ritenuta sui proventi delle cambiali finanziarie e a quella sui proventi dei titoli atipici.

Risultato d'esercizio

I proventi derivanti dalla gestione, per regolamento, sono reinvestiti nei rispettivi Comparti.



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

Fideuram Master Selection Equity Global

Comparto ad accumulazione
dei proventi
della categoria Assogestioni
"Azionari USA"

Relazione semestrale
al 28 giugno 2024

Parte specifica

Società di gestione:

Fideuram ISPB Asset Management SGR S.p.A.

Depositario: State Street Bank International GmbH –
Succursale Italia

Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI – PARTE SPECIFICA

Politica di gestione e prospettive di investimento

Alla fine del 2023, gli investitori avevano aspettative molto aggressive sui tagli dei tassi attesi nei paesi sviluppati, ma le dinamiche relative all'inflazione e un'economia americana più resiliente delle aspettative hanno reso erratico il comportamento delle Banche Centrali sempre più dipendenti dall'andamento dei dati.

In questo contesto la corsa dei listini azionari è proseguita inarrestabile: il *sentiment* degli investitori è rimasto quasi sempre costruttivo, sostenuto di volta in volta da tematiche di lungo termine - quale l'intelligenza artificiale- o da una congiuntura macro/micro positiva.

In questo contesto, il mercato azionario globale dei paesi sviluppati ha registrato nel primo semestre del 2024 un rendimento positivo in euro del 15.3% circa (registrato dall'indice MSCI World Net Total Return EUR) e circa del 11.75% in dollari, per via dell'apprezzamento della valuta americana contro l'euro.

Le performance più significative si sono registrate nelle grandi capitalizzazioni ed in particolare nei comparti tecnologici, mentre i peggiori settori sono stati, in generale, business penalizzati da tassi d'interesse ancora elevati come il *real estate* o difensivi come le utilities e i beni di consumo stabili.

Questa dinamica settoriale si è rispecchiata sui mercati anche in ottica regionale, con performance particolarmente positive per il mercato americano dove il settore tecnologico è fortemente rappresentato, rispetto a Giappone ed Europa.

Per quanto riguarda la composizione del portafoglio, la selezione dei fondi, suddivisi in gruppi omogenei per macroarea geografica, stile di gestione e per capitalizzazione, viene effettuata in base a criteri di tipo sia quantitativo che qualitativo, integrando nei processi criteri Environmental, Social e Governance ("ESG"). Valutando le opportunità offerte dai mercati finanziari e cercando sempre di garantire un buon livello di diversificazione, il Comparto è costituito a fine semestre da numerose strategie globali e specializzate sul mercato americano e un minor numero su Giappone ed Europa; le strategie utilizzate sono caratterizzate a loro volta da differenti approcci gestionali: quantitativo, discrezionale, passivo, "bottom-up", "top down" e approcci misti.

Nel corso del semestre non si segnalano significative scelte di sovra o sottoesposizione settoriale o geografica, in aggiunta a quelle delegate ai gestori dei singoli fondi di terzi presenti in portafoglio, anche perché in un anno di grandi elezioni, con la politica sotto i fari, abbiamo evitato di cercare di anticipare i mercati o di prendere decisioni basate su esiti politici binari.

Il Comparto a fine semestre risulta diversificato e bilanciato in termini di aree geografiche, stili e approcci.

Nel periodo, inoltre, non sono stati detenuti né acquistati strumenti emessi dalle società del gruppo di appartenenza della SGR e non è stata effettuata operatività in strumenti derivati.

Le prospettive per il secondo semestre rimangono costruttive anche se alcune dinamiche meritano attenzione: la crescita economica degli Stati Uniti si sta raffreddando, la leadership azionaria è diventata sempre più ristretta e, contestualmente al persistere di profonde fratture geopolitiche, si stanno avvicinando le elezioni statunitensi, con un'incertezza che ha il potenziale di aumentare la volatilità. In questo scenario, se confermato, le prospettive per l'azionario potrebbero apparire più incerte, anche alla luce della diminuzione del premio per il rischio rispetto ai rendimenti obbligazionari e ciò potrebbe portarci a preferire lo stile *quality* che consente di partecipare alla crescita al rialzo, assicurando allo stesso tempo una protezione dal ribasso; il focus potrebbe quindi spostarsi su quei gestori orientati alla ricerca di utili costanti, elevata redditività e bassi livelli di indebitamento unitamente all'affidabilità del management.

Rapporti con società del gruppo di appartenenza

Nel corso del primo semestre 2024 il Comparto non ha aderito ad alcuna delle operazioni di collocamento effettuate da soggetti del gruppo.

Attività di collocamento delle quote

L'andamento della raccolta ha influito negativamente sul patrimonio del Comparto, registrando un risultato negativo di circa 1,22 milioni di euro.

Operatività in derivati

Non sono state poste in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

Eventi che hanno interessato il fondo

Nessun evento significativo è intervenuto nel corso del periodo.

Elementi significativi che hanno determinato variazioni del valore del patrimonio e delle quote

Nel corso del semestre il patrimonio netto del Comparto è passato da 64,67 a 73,17 milioni di euro sebbene nel periodo la raccolta sia stata negativa con rimborsi pari a circa 1,22 milioni di euro.

Il valore della quota ha registrato una performance positiva di 15,20%, marginalmente superiore a quella del benchmark - costituito dall'indice MSCI World Net Total Return in euro – che ha registrato un guadagno del 15,18%.

La performance relativa, tenuto conto dei costi di gestione, è risultata superiore a quella del benchmark. La sovraperformance è attribuibile soprattutto alle scelte selettività poiché pressoché tutti i fondi selezionati hanno battuto i mercati di riferimento; uniche eccezioni due strategie specializzate sul mercato americano sottopesate in alcuni casi anche significativamente ai cosiddetti “magnifici 7”.

Infine, relativamente all'andamento valutario, il movimento più significativo ha riguardato il deprezzamento dello yen, ma, in generale, le variazioni delle principali divise non hanno influito in maniera significativa sulla performance relativa del Comparto.

Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del periodo.

Dopo la chiusura del periodo non si sono registrati eventi significativi.

Milano, 26 luglio 2024

FIDEURAM ISPB ASSET MANAGEMENT SGR SPA

Amministratore Delegato e Direttore Generale

Dr. Davide Elli

FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL AL 28/06/2024

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	72.741.715	99,24	63.898.694	98,59
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	72.741.715	99,24	63.898.694	98,59
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	555.797	0,76	913.834	1,41
F1. Liquidità disponibile	555.797	0,76	913.834	1,41
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	2.141	0,00	1.492	0,00
G1. Ratei attivi	921	0,00	1.492	0,00
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.220	0,00		
TOTALE ATTIVITA'	73.299.653	100,00	64.814.020	100,00

FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL AL 28/06/2024
SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28/06/2024	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	12.642	32.741
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	12.642	32.741
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ'	116.979	107.992
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	113.354	100.481
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3.625	7.511
TOTALE PASSIVITÀ'	129.621	140.733
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	73.170.032	64.673.287
Numero delle quote in circolazione	2.016.168,476	2.052.837,071
Valore unitario delle quote	36,292	31,504

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	96.772,116
Quote rimborsate	133.440,711

Elenco analitico degli strumenti finanziari in portafoglio al 28 giugno 2024

Titolo	Quantità	Prezzo	Cambio	Controvalore	% su Totale attività.
JPM US REI ESG UCITS	143.934,0000000	51,430000	1	7.402.526	10,09
AB SIC SEL US E	101.755,3860000	77,220000	1,071750	7.331.511	10,00
JPM GLOBAL REI ESG U	161.372,0000000	45,050000	1	7.269.809	9,92
BLACKROCK SYST ESG W	52.653,2600000	126,350000	1	6.652.739	9,08
SCHRODER INTL GLB EQ	109.592,0700000	57,533100	1,071750	5.883.059	8,03
JPM INV GL SL	29.824,3550000	211,010000	1,071750	5.871.924	8,01
ISH MSCI WLD ESG EHN	717.305,0000000	8,160000	1	5.853.209	7,99
ELEVA EUROPEAN SEL I	2.597,5400000	2.164,290000	1	5.621.830	7,67
LM CB US EQ SUSTAIN	25.730,1300000	208,210000	1,071750	4.998.617	6,82
JPM US EQ PLS	15.932,2720000	252,620000	1,071750	3.755.362	5,12
LIONTR GF SUS FT GW	289.980,3410000	12,120700	1	3.514.765	4,80
TRP SICAV US STRUCT	269.847,2800000	12,020000	1,071750	3.026.417	4,13
PICTET EUR SUST	6.437,0320000	435,410000	1	2.802.748	3,82
ISH MSCI JPN ESG EHN	435.164,0000000	6,336000	1	2.757.199	3,76
Totale strumenti finanziari				72.741.715	99,24



**FIDEURAM
INTESA SANPAOLO**
PRIVATE BANKING
Asset Management

Fideuram Master Selection Equity Global Emerging Markets

Comparto ad accumulazione
dei proventi
della categoria Assogestioni
"Azionari Paesi Emergenti"

Relazione semestrale
al 28 giugno 2024

Parte specifica

Società di gestione:

Fideuram ISPB Asset Management SGR S.p.A.

Depositario: State Street Bank International GmbH –
Succursale Italia

Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI – PARTE SPECIFICA

Politica di gestione e prospettive di investimento

I mercati emergenti nel corso del primo semestre del 2024 hanno registrato mediamente una performance in valuta locale positiva, ma inferiore rispetto a quella dei mercati sviluppati. La performance in euro risulta allineata a quella in valuta locale in quanto la componente valutaria non ha avuto un impatto significativo.

Scendendo nel dettaglio dei singoli mercati, le performance in euro migliori sono state realizzate dagli indici di Taiwan (grazie al settore dei semiconduttori legato alla tematica dell'intelligenza artificiale), India, Malesia, Perù, Turchia, Polonia, Ungheria. Positivi ma inferiori all'indice medio sono risultati i rendimenti delle borse di Cina, Sudafrica, Corea, Repubblica Ceca, paesi del Middle East. Hanno invece chiuso il semestre con rendimenti negativi gli indici di Brasile, Messico, Cile, Indonesia, Thailandia, Filippine.

Nel corso del semestre il portafoglio ha subito alcune modifiche. Nello specifico, è stato introdotto un nuovo fondo focalizzato sul mercato cinese domestico delle "A-shares" e un fondo emergente globale che investe nel comparto delle "small cap". Nel contempo sono stati eliminati un fondo che investe sul mercato cinese "off-shore" ("H-shares") e un fondo emergente globale. È stata inoltre ridotta l'esposizione all'area del Latin America a favore dell'area asiatica. L'allocazione geografica alla fine del semestre vede un sovrappeso su Cina e un sottopeso su Taiwan, *Emerging Europe*, Middle East e Africa. A questo posizionamento vanno aggiunte le scelte "attive" effettuate dai gestori presenti in portafoglio che puntano principalmente alla creazione di valore attraverso l'attività di selezione titoli basata su un'approfondita analisi dei fondamentali delle società.

Nel corso del semestre il fondo non ha aderito ad alcuna operazione di collocamento effettuata da soggetti del gruppo. Non sono state altresì poste in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

Le prospettive per i mercati azionari dei paesi emergenti per i prossimi mesi sono moderatamente positive. Il ciclo di rialzi dei tassi delle banche centrali dei paesi emergenti nella gran parte dei casi è terminato e, se l'inflazione dovesse confermare la tendenza al ribasso degli ultimi mesi, non è escluso che in alcuni paesi si possa assistere ad un allentamento della politica monetaria. In aggiunta, le valutazioni dei mercati emergenti sono mediamente a sconto rispetto a quelle dei paesi sviluppati, in particolare relativamente agli indici azionari cinesi che hanno vissuto perdite pesanti nel corso degli ultimi due anni. Rischi permangono su diversi fronti a livello geopolitico (sviluppi dei conflitti Russia-Ucraina e Israele-Hamas, minacce della Cina nei confronti di Taiwan) e sul fronte economico, relativamente alla tenuta della crescita globale, messa a dura prova dal pesante ciclo di rialzo dei tassi che ha visto protagoniste in particolare la BCE e la Federal Reserve nel corso dell'ultimo biennio.

La politica di investimento del Comparto continuerà ad essere principalmente focalizzata sulla selezione di gestori che si ritiene abbiano una buona capacità di generare nel tempo un extra rendimento rispetto ai mercati di riferimento.

Rapporti con società del gruppo di appartenenza

Nel corso del primo semestre 2024 il Comparto non ha aderito ad alcuna delle operazioni di collocamento effettuate da soggetti del gruppo.

Attività di collocamento delle quote

L'andamento della raccolta ha influito negativamente sul patrimonio del Comparto, essendosi verificata un'eccedenza dei riscatti rispetto alle sottoscrizioni di circa 6 milioni di euro.

Operatività in derivati

Non sono state poste in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

Eventi che hanno interessato il fondo

Nessun evento significativo è intervenuto nel corso del periodo.

Elementi significativi che hanno determinato variazioni del valore del patrimonio e delle quote.

Nel corso del semestre il patrimonio netto del Comparto è passato da 60,1 a 57,8 milioni di euro.

L'andamento della raccolta ha influito negativamente sul patrimonio del Comparto, essendosi verificata un'eccedenza dei riscatti rispetto alle sottoscrizioni di circa 6 milioni di euro.

Il valore della quota ha registrato un incremento netto del 6,73%, mentre il "benchmark" - costituito dall'indice "Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Total Return Net Dividend (in USD)" convertito in euro - ha registrato, nel medesimo periodo, un incremento del 10,79%.

La performance del Comparto è stata inferiore all'indice di riferimento, tenuto conto dei costi di gestione.

Il maggior contributo positivo alla performance assoluta è stato generato dai fondi investiti su Taiwan e India. Al contrario, il contributo più negativo è derivato dai fondi focalizzati su Latin America, Cina, Africa e Middle East. Sulla performance assoluta in euro del Comparto non ha avuto un impatto significativo la componente valutaria.

Sul rendimento relativo ha pesato la sottoperformance di alcuni dei fondi in portafoglio. In particolare hanno detratto valore in media i fondi emergenti globali, i fondi sull'area Asia ex Japan e i fondi focalizzati sul mercato cinese "off-shore" e su Taiwan. Al contrario, un contributo positivo è derivato dal fondo sulla mercato domestico cinese delle "A-shares" e dal fondo investito sul mercato indiano. Il posizionamento geografico ha avuto un impatto negativo sulla performance relativa del Comparto a causa del contributo negativo derivante dal sovrappeso sulla Cina e dal sottopeso su Emerging Europe e Taiwan non compensato dal contributo positivo derivante dal sottopeso su Latin America, Africa e Middle East.

Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del periodo.

Dopo la chiusura del periodo non si sono registrati eventi significativi.

Milano, 26 luglio 2024

FIDEURAM ISPB ASSET MANAGEMENT SGR SPA

Amministratore Delegato e Direttore Generale

Dr. Davide Elli

FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL EMERGING MARKETS AL 28/06/2024
SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	57.635.586	99,46	59.978.359	99,55
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	57.635.586	99,46	59.978.359	99,55
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	304.932	0,53	266.587	0,44
F1. Liquidità disponibile	304.932	0,53	103.658	0,17
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			162.929	0,27
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	7.562	0,01	5.908	0,01
G1. Ratei attivi	337	0,00	82	0,00
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	7.225	0,01	5.826	0,01
TOTALE ATTIVITA'	57.948.080	100,00	60.250.854	100,00

FIDEURAM MASTER SELECTION EQUITY GLOBAL EMERGING MARKETS AL 28/06/2024
SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28/06/2024	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	9.774	31.770
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	9.774	31.770
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ'	92.462	101.535
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	88.837	94.023
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3.625	7.512
TOTALE PASSIVITÀ'	102.236	133.305
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	57.845.844	60.117.549
Numero delle quote in circolazione	3.522.178,065	3.906.664,562
Valore unitario delle quote	16,423	15,388

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	26.315,203
Quote rimborsate	410.801,700

Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 28 giugno 2024

Titolo	Quantità	Prezzo	Cambio	Controvalore	% su Totale attività.
SISF ASIAN OPPORT CA	212.348,000000	28,594200	1,071750	5.665.424	9,78
JPM AS GRO I2 U	44.075,145000	118,800000	1,071750	4.885.584	8,43
GS GLB EMMKT EQ IA	236.718,000000	22,080000	1,071750	4.876.819	8,42
GOLDMAN SACHS INDIA	92.485,774000	48,030000	1,071750	4.144.707	7,15
MAN MAN NUM EM EQ I	18.302,840000	177,120000	1	3.241.799	5,59
IN ASI EQ S USD	197.178,000000	17,080000	1,071750	3.142.336	5,42
RW NEXT GEN EMK EQ S	22.287,701000	138,744700	1,071750	2.885.280	4,98
SCHRODER INT TAIWSE	67.788,080000	45,482700	1,071750	2.876.775	4,96
T. ROWE PRICE EMKT D	162.011,830000	18,350000	1,071750	2.773.889	4,79
MSIF ASIAN OPPO	56.432,361000	50,160000	1,071750	2.641.144	4,56
AMUNDI MSCI EM LATIN	174.569,000000	14,620000	1	2.552.199	4,40
ABERDEEN GL EMERG MK	185.466,000000	14,492800	1,071750	2.507.973	4,33
FID-CHINA CONS-YA	179.244,000000	14,380000	1,071750	2.404.971	4,15
JPMKOREQI2ACUSD	18.977,426000	120,040000	1,071750	2.125.542	3,67
JPM F EM SS I2E	16.189,886000	119,260000	1	1.930.806	3,33
BMO RESP GLEQ I	207.225,677000	9,800000	1,071750	1.894.855	3,27
FOND AF ME EQ T	151.050,761000	12,340000	1	1.863.966	3,22
FIDELITY FUND-CHINA	94.189,500000	20,700000	1,071750	1.819.195	3,14
BGF CHINA SYS A SHR	173.252,420000	10,690000	1,071750	1.728.078	2,98
CHINA A OPP IA3	25.202,196000	63,640000	1	1.603.868	2,77
PICTET F LUX-PAC (XJ)	99,999560	522,430000	1,071750	48.745	0,08
PICTET F-JAPAN IND	99,999860	35.452,270000	172,401782	20.564	0,04
ABERDEEN GL LATIN AM	0,277000	4.128,650300	1,071750	1.067	0,00
Totale strumenti finanziari				57.635.586	99,46



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

Fideuram Master Selection Balanced

Comparto ad accumulazione
dei proventi
della categoria Assogestioni
"Bilanciati"

Relazione semestrale
al 28 giugno 2024

Parte specifica

Società di gestione:

Fideuram ISPB Asset Management SGR S.p.A.

Depositario: State Street Bank International GmbH –
Succursale Italia

Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI – PARTE SPECIFICA

Politica di gestione e prospettive di investimento

Il primo semestre del 2024 è stato un periodo positivo per i prodotti bilanciati, soprattutto per il contributo della componente azionaria.

I principali indici azionari hanno, infatti, registrato performance molto interessanti, spinti dall'entusiasmo degli operatori sul tema dell'intelligenza artificiale e dalla percezione di una congiuntura economica supportiva, caratterizzato da un'economia US resiliente.

Per tutto il semestre le possibili tempistiche, nonché l'entità dei tagli ai tassi di interesse, sono stati i temi chiave che hanno condizionato le aspettative e le dinamiche dei mercati. Le preoccupazioni in merito ad un "surriscaldamento" dell'economia americana hanno generato un incremento della volatilità nella parte centrale del semestre che è, successivamente, rientrata lasciando spazio allo scenario di "soft landing" che sembra essere più coerente con i dati macro riportati nella parte finale del periodo analizzato.

Più complicato è stato, invece, il cammino del reddito fisso: nonostante le indicazioni di una diminuzione delle pressioni inflazionistiche, i dati inattesi di un'inflazione elevata, del primo trimestre, hanno temperato l'entusiasmo per gli imminenti tagli dei tassi. Sia gli Stati Uniti che l'Eurozona hanno riportato tassi di inflazione superiori alle previsioni, sollevando allarmi sulla natura duratura dell'inflazione nel settore dei servizi.

In tale contesto i tassi governativi sono, mediamente saliti e le emissioni corporate hanno fatto meglio, a fronte di un generale riduzione degli spread, dei titoli di stato.

L'indice MSCI World e MSCI Emerging hanno registrato, rispettivamente, una performance positiva in euro del +15,2% e del +11%.

Il rendimento del Barclays Global Aggregate Treasuries Euro Hedged è stato del -0.9%.

Il tasso decennale americano è passato dal 3,87% di fine dicembre al 4.39% registrato a fine semestre, con un massimo registrato a fine aprile di 4,7%.

Per quanto riguarda la struttura del portafoglio, questo è stato investito, in modo significativo in fondi obbligazionari. Circa un terzo delle attività è stato, poi, mediamente, investito in fondi azionari globali. La restante parte è stata investita in fondi bilanciati ed in fondi flessibili, soprattutto CTA, utilizzati in modo tattico per incrementare la convessità del prodotto.

In questa fase, la persistente incertezza macroeconomica depone a sfavore di un posizionamento estremo tra o all'interno delle asset class. Le asset class si stanno muovendo in range compatibili con gli scenari probabilistici di riferimento, non configurando ancora occasioni per modificare sensibilmente la struttura dei portafogli in questa fase congiunturale.

Si ritiene, quindi, che sia preferibile mantenere l'equilibrio nei propri portafogli con un'attenzione particolare alla qualità, tanto nell'ambito delle allocazioni azionarie, che in quelle obbligazionarie e di mantenere il prodotto in linea con la sua allocazione di lungo periodo rappresentata dal benchmark di riferimento.

Rapporti con società del gruppo di appartenenza

Nel corso del primo semestre 2024 il Comparto non ha aderito ad alcuna delle operazioni di collocamento effettuate da soggetti del gruppo.

Attività di collocamento delle quote

L'andamento della raccolta ha influito negativamente sul patrimonio del Comparto, essendosi verificata un'eccedenza dei riscatti rispetto alle sottoscrizioni di circa 1,3 milioni di euro.

Operatività in derivati

Non sono state poste in essere operazioni su strumenti finanziari derivati.

Eventi che hanno interessato il fondo

Nessun evento significativo è intervenuto nel corso del periodo.

Elementi significativi che hanno determinato variazioni del valore del patrimonio e delle quote

Il valore del patrimonio del Fondo è passato da 44,2 a 45 milioni di euro a fronte di una raccolta negativa di circa 1,3 milioni di euro.

Nel semestre il fondo ha registrato una performance positiva pari a +4,86%, seppur inferiore a quella del "benchmark" - costituito per il 40% dall'indice "Morgan Stanley Capital International MSCI All Country World Index (in USD)" convertito in euro, e per il 60% dall'indice "BofA Merrill Lynch Global Large Cap Index Euro Hedged" che, nel periodo considerato, è stata del +5,07%. Tenuto conto dei costi di gestione il fondo ha registrato una performance superiore a quella del benchmark. Tale differenza è riconducibile al contributo positivo del sottopeso nella componente obbligazionaria, che nel corso del primo semestre ha sofferto, e dell'investimento nella componente Alternative che ha beneficiato dell'andamento positivo delle strategie di trend following (CTA).

Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura del periodo.

Dopo la chiusura del periodo non si sono registrati eventi significativi.

Milano, 26 luglio 2024

FIDEURAM ISPB ASSET MANAGEMENT SGR SPA

Amministratore Delegato e Direttore Generale

Dr. Davide Elli

FIDEURAM MASTER SELECTION BALANCED AL 28 giugno 2024

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	44.837.908	99,43	44.192.676	99,73
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	44.837.908	99,43	44.192.676	99,73
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	257.331	0,57	121.578	0,27
F1. Liquidità disponibile	257.331	0,57	121.578	0,27
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	1.504	0,00	184	0,00
G1. Ratei attivi	284	0,00	184	0,00
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	1.220	0,00		
TOTALE ATTIVITA'	45.096.743	100,00	44.314.438	100,00

FIDEURAM MASTER SELECTION BALANCED AL 28 giugno 2024
SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28/06/2024	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	17.324	10.037
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	17.324	10.037
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ'	72.146	75.088
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	68.521	67.577
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3.625	7.511
TOTALE PASSIVITÀ'	89.470	85.125
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	45.007.273	44.229.313
Numero delle quote in circolazione	3.231.520,084	3.329.662,412
Valore unitario delle quote	13,928	13,283

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	270.752,271
Quote rimborsate	368.894,599

Elenco analitico degli strumenti finanziari in portafoglio al 28 giugno 2024

Titolo	Quantità	Prezzo	Cambio	Controvalore	% su Totale attività.
DBX II BARC GLB AGG	252.075,0000000	20,065000	1	5.057.884	11,20
JPM GL FOCUS I2	26.956,7710000	178,490000	1	4.811.514	10,66
FIDELITY WOR FD	231.868,4800000	17,990000	1	4.171.314	9,25
BGF-GLBL ALLOC-D2USD	44.850,7300000	88,050000	1,071750	3.684.726	8,17
PIMCO GIS GL BD	360.023,2390000	9,880000	1	3.557.030	7,89
FI FUN GL I EUR	364.597,5400000	9,680000	1	3.529.304	7,83
ROBECO GLO CRED	29.652,8740000	114,770000	1	3.403.260	7,55
MG LX DYNA ALLO	257.028,9210000	12,491800	1	3.210.754	7,12
ISHARES MSCI WORLD E	352.699,0000000	8,931000	1	3.149.955	6,99
AMUNDI BD GL AGGREGA	25.322,0900000	123,180000	1	3.119.175	6,92
DBX USD TREASURIES E	29.996,0000000	92,550000	1	2.776.130	6,16
UBAM 30 GLOBL LEAD E	12.315,0420000	173,190000	1,071750	1.990.055	4,41
ISHARES MSCI EUROPE	112.810,0000000	8,386000	1	946.025	2,10
LYXOR EPSILON GLOBAL	2.394,3210000	168,737900	1	404.013	0,90
MAN AHL TREND-B EUR	2.517,8360000	159,390000	1	401.318	0,89
WINTON TREND FD UCIT	2.824,8420000	141,978000	1	401.065	0,89
FID FD EQ MKT NEUTRA	20.982,3880000	10,694000	1	224.386	0,50
Totale strumenti finanziari				44.837.908	99,43