

# **FONDERSEL VALUE SELECTION**

FONDO APERTO ARMONIZZATO DI TIPO FLESSIBILE

**RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE  
AL 28 GIUGNO 2024**

## **INDICE**

### **SEZIONE GENERALE**

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

### **DATI PATRIMONIALI**

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

## **LA SOCIETÀ DI GESTIONE**

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

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

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

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

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

- Fondi aperti armonizzati: Fondersel, Fondersel Internazionale ESG, Fondersel Euro, Fondersel Short Term Asset, Fondersel Value Selection, Fondersel Orizzonte 25, Fondersel Orizzonte 26, Fondersel Orizzonte 27.
- 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                                     |
| Giorgio Bensa            | Consigliere Esecutivo                          |
| Alberto Pettiti          | Consigliere Esecutivo                          |
| Dario Brandolini         | Consigliere Esecutivo                          |
| Vera Palea               | Consigliere Indipendente                       |
| Matteo Bozzalla Cassione | Consigliere Indipendente                       |
| Aldo Gallo               | Consigliere Responsabile per l'Antiriciclaggio |

### **COLLEGIO SINDACALE**

|                  |                   |
|------------------|-------------------|
| Marina Mottura   | Presidente        |
| Alberto Bava     | Sindaco effettivo |
| Maurizio Gili    | Sindaco effettivo |
| Emanuela Mottura | Sindaco supplente |
| Giulio Prando    | Sindaco supplente |

## **IL DEPOSITARIO**

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

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

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

## **LA SOCIETÀ DI REVISIONE**

EY S.p.A.

## **SOGGETTI CHE PROCEDONO AL COLLOCAMENTO**

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

## NOTA ILLUSTRATIVA

### SCENARIO GLOBALE

#### Stati Uniti

Dai dati pubblicati nei primi mesi del 2024 è emersa una tenuta superiore alle attese dell'economia americana e un rientro dell'inflazione meno rapido di quanto preventivato. La Federal Reserve dopo il pivot segnalato dalla *dot plot* di dicembre è tornata quindi ad assumere un atteggiamento sempre meno accomodante, e i tassi, che a inizio gennaio erano arrivati a scontare quasi 7 tagli per l'anno in corso, sono tornati a prezzare poco più di un intervento. Più nel dettaglio, durante i primi tre mesi dell'anno, l'economia americana ha visto il PIL crescere del 1.4% 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 3.8% sul *core*, è stato inferiore alle attese a fronte di una mancata moderazione dei prezzi sui servizi nonostante la contrazione del settore manifatturiero e il raffreddamento dei prezzi sui beni di consumo. Verso la fine del semestre, i dati di crescita hanno iniziato a stabilizzarsi a fronte di un progressivo riassorbimento degli eccessi legati alla fase di uscita dalla pandemia e agli stimoli erogati per sostenere famiglie e imprese. L'inflazione ha continuato a scendere seguendo tuttavia un percorso piuttosto lento e graduale verso il 3.4% sul dato *core* di maggio, con una prima moderazione dei prezzi sui servizi, e il dato *ex-shelter* in negativo per la prima volta da settembre 2021. Per contro, il mercato del lavoro ha continuato a tenere, così come i servizi che sono rimasti intorno alla neutralità. La Federal Reserve ha mantenuto un approccio *data dependent* rimodulando significativamente i toni delle dichiarazioni in attesa di nuove conferme sulla traiettoria dell'inflazione senza *precommitment* alcuno sul percorso dei tagli.

Al 30 giugno il tasso di policy è stato mantenuto invariato sulla forbice 5.25-5.5%, con quasi 2 tagli prezzati dal mercato per il 2024 e con una probabilità di poco inferiore al 70% di osservare il primo al *meeting* di settembre.

#### Europa

Nei primi mesi del 2024 l'inflazione ha seguito un *trend* di progressivo calo a fronte di un'economia meno robusta di quella americana con indicatori anticipatori in territorio di contrazione sia sul manifatturiero sia sui servizi. La BCE non ha seguito l'esempio del "pivot" della Federal Reserve, mantenendo una retorica restrittiva con un approccio *data dependent* teso a monitorare il rientro dell'inflazione, considerando inoltre il potenziale impatto della crisi del mar Rosso sui prezzi dell'energia. Nel primo trimestre il PIL ha visto una leggera crescita, +0.4% trimestre su trimestre, tuttavia i consumi seppur in calo, sono rimasti piuttosto resilienti, supportati da un mercato del lavoro con tasso di disoccupazione ai minimi storici. Nel secondo trimestre l'area euro ha osservato una situazione in miglioramento, le prospettive di crescita hanno iniziato ad indicare una moderata espansione sui servizi e l'inflazione ha progressivamente continuato a rientrare attestandosi a 2.6% sul dato *headline* e 2.9% sul dato *core* di maggio. Nel mese di giugno le elezioni europee hanno portato in evidenza, tuttavia, preoccupazioni sulla stabilità politica che si sono riflesse sugli spread della Francia e dei paesi periferici in una fase in cui il ruolo delle autorità nell'impostare politiche economiche, fiscali e monetarie assume un'importanza cruciale. La BCE si è dichiarata indipendente dalle decisioni di politica monetaria della banca centrale americana, provvedendo a tagliare di 25 basis points i tassi di policy nel *meeting* di giugno a fronte del maggior margine di manovra offerto dal quadro di inflazione e crescita in Europa. La banca centrale ha continuato a seguire un approccio *data dependent* senza prendere alcun impegno preventivo sul percorso dei tassi. Il mercato prezza quasi 2 tagli per il 2024 con una probabilità di poco superiore al 60% di osservare il prossimo alla riunione di settembre.

#### Paesi Emergenti, Asia e Giappone

Nel primo trimestre del 2024 è emersa una ripresa superiore alle attese dell'economia americana che ha condizionato la possibilità di iniziare già nel primo semestre a tagliare i tassi da parte della Federal Reserve e questo ha a sua volta impattato anche buona parte delle banche centrali dei paesi emergenti, intenzionate a non aspettare la prima mossa da parte americana per assicurarsi un po' di espansione monetaria dopo gli interventi legati alle politiche antinflazione post Covid. L'inflazione si è confermata altamente sincronizzata, con il picco che è stato raggiunto appena dopo la fine delle misure per la pandemia nei mercati emergenti, guidato principalmente da forze macro, comuni ai paesi sviluppati, piuttosto che da ragioni idiosincratice. Era atteso un rallentamento

iniziale nel corso del 2024 a seguito dei rialzi dei tassi che invece in larga parte non si è concretizzato nelle principali aree dei paesi emergenti. La Cina ha dimostrato quanto sia difficile lasciarsi alle spalle la debolezza degli ultimi trimestri dovuta agli interventi sui settori immobiliare e tecnologico e alla rigida politica di Zero Covid. Il rallentamento è stato guidato dall'effetto "LNY" (*Lunar New Year*) in dissolvenza, da una rimozione temporanea della politica di sostegno all'economia e da prestazioni inferiori alle attese nel settore immobiliare. In particolare, le vendite di case nuove sono scese ancora del 25% da inizio anno. EMEA, Est Europa e Sud Africa hanno retto bene nel primo trimestre del 2024 e dovrebbero accelerare ulteriormente nel secondo, grazie al rafforzamento del mercato interno, in particolare grazie alla domanda dei consumatori; la Turchia invece, a causa dell'inasprimento monetario passato e dell'affievolirsi del sostegno fiscale, si trova in una fase di stallo.

In America Latina, i dati indicano un'ulteriore accelerazione in Messico oltre alla significativa sorpresa del primo trimestre, ma con il tema della netta affermazione della sinistra al potere che pone qualche incertezza riguardo alla disciplina in ambito fiscale.

In Brasile la crescita si è mantenuta stabile nel semestre, con i timori legati alle inondazioni nella parte più meridionale del Paese che sono in larga parte rientrati.

In Giappone, infine la Banca Centrale ha confermato l'intenzione di abbandonare le politiche monetarie non convenzionali a supporto della crescita e dell'inflazione, ma nonostante questo, la divisa si attesta su livelli particolarmente deboli e potrebbe costringere le autorità del Paese a un nuovo intervento per sostenere il tasso di cambio

### **MERCATI OBBLIGAZIONARI**

Durante i primi sei mesi dell'anno i tassi sono generalmente saliti grazie alle sorprese sulla crescita e sull'inflazione, specialmente nel primo trimestre. Nel corso del secondo trimestre, dalla fine di aprile, i tassi hanno ricominciato a scendere negli Stati Uniti (decennale al 4.4% al 30/6) e hanno riguadagnato una certa stabilità in Europa (Bund al 2.5%). Lo spread tra *treasury* e *bund* si è quindi ridotto all'1.80% dopo aver superato il 2%. L'inclinazione delle curve sul tratto 2-10 anni non è variata considerevolmente nel corso del semestre: negli Stati Uniti il tasso a 2 anni è più alto di 40 punti base rispetto al decennale, mentre in Germania l'inclinazione è vicina ai 30 punti base. In un contesto di disinflazione e banche centrali piuttosto caute nel rimuovere la restrizione monetaria, i tassi reali sono saliti: negli Stati Uniti dall'1.6% al 2%, in Europa dal -0.2% allo 0.3%.

Gli spread, nonostante l'attendimento delle banche centrali e le sorprese del primo trimestre, hanno in generale beneficiato dell'assenza di eventi particolarmente negativi (ad eccezione del periodo successivo alle elezioni europee) con restringimenti che hanno coinvolto tutto lo spettro del credito e dei governativi dell'eurozona.

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

Nel primo semestre 2024 Fondersel Value Selection ha registrato una performance positiva pari al 5.67%. Il fondo ha beneficiato del buon andamento delle Borse nel corso del primo semestre dell'anno, con contributi prevalentemente positivi dalla selezione delle strategie e dei titoli azionari. L'attività di copertura tramite derivati ha parzialmente ridotto i guadagni, ma ha consentito di mantenere la volatilità complessiva su livelli contenuti e continua ad essere considerata appropriata alla luce dei forti rialzi dei listini degli ultimi mesi e del rischio legato a fenomeni di sopravvalutazione per singoli titoli o settori.

## **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, 23 luglio 2024

## **IL FONDO**

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

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

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

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

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

Sono a carico del Fondo:

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

## **RISCATTO DELLE QUOTE**

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

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

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

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



## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 28/06/24

| ATTIVITÀ   | Situazione al 28/06/24 |                             | Situazione al 29/12/23 |                             |
|--|------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------------|
|  | Valore Complessivo     | Percentuale totale attività | Valore Complessivo     | Percentuale totale attività |
| <b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>                         | <b>60.110.711</b>      | <b>95,58</b>                | <b>57.892.473</b>      | <b>95,14</b>                |
| A1. Titoli di debito   |                        |                             |                        |                             |
| A1.1 Titoli di Stato   |                        |                             |                        |                             |
| A1.2 Altri   |                        |                             |                        |                             |
| A2. Titoli di capitale   | 17.343.886             | 27,58                       | 14.346.042             | 23,57                       |
| A3. Parti di O.I.C.R.  | 42.766.825             | 68,00                       | 43.546.431             | 71,57                       |
| <b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>                     | <b>8.132</b>           | <b>0,01</b>                 | <b>7.889</b>           | <b>0,01</b>                 |
| B1. Titoli di debito   |                        |                             |                        |                             |
| B2. Titoli di capitale   | 8.132                  | 0,01                        | 7.889                  | 0,01                        |
| B3. Parti di O.I.C.R.  |                        |                             |                        |                             |
| <b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>                        | <b>1.194.212</b>       | <b>1,90</b>                 | <b>1.088.309</b>       | <b>1,79</b>                 |
| C1. Margini presso organismi di comp. e garanzia               | 1.031.730              | 1,64                        | 952.836                | 1,57                        |
| C2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati     | 162.482                | 0,26                        | 135.473                | 0,22                        |
| C3. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati |                        |                             |                        |                             |
| <b>D. DEPOSITI BANCARI</b>                                     |                        |                             |                        |                             |
| D1. A vista  |                        |                             |                        |                             |
| D2. Altri  |                        |                             |                        |                             |
| <b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b> |                        |                             |                        |                             |
| <b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>                        | <b>1.559.557</b>       | <b>2,48</b>                 | <b>1.848.556</b>       | <b>3,04</b>                 |
| F1. Liquidità disponibile                                      | 1.469.470              | 2,34                        | 1.810.554              | 2,98                        |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare           | 93.725                 | 0,15                        | 43.249                 | 0,07                        |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare             | -3.638                 | -0,01                       | -5.247                 | -0,01                       |
| <b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>                                      | <b>16.258</b>          | <b>0,03</b>                 | <b>16.193</b>          | <b>0,02</b>                 |
| G1. Ratei attivi   | 348                    |                             | 1.297                  |                             |
| G2. Risparmio d'imposta  |                        |                             |                        |                             |
| G3. Altre  | 15.910                 | 0,03                        | 14.896                 | 0,02                        |
| <b>TOTALE ATTIVITA'</b>  | <b>62.888.870</b>      | <b>100,00</b>               | <b>60.853.420</b>      | <b>100,00</b>               |

**SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 28/06/24**

| <b>PASSIVITÀ E NETTO</b>  | <b>Situazione al 28/06/24</b> | <b>Situazione al 29/12/23</b> |
|---|-------------------------------|-------------------------------|
|   | Valore Complessivo            | Valore Complessivo            |
| <b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>                                | <b>697.780</b>                | <b>1.943</b>                  |
| <b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b> |                               |                               |
| <b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>                         | <b>32.060</b>                 | <b>3.726</b>                  |
| L1. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati quotati      | 32.060                        | 3.726                         |
| L2. Opzioni, premi o altri strum. finanz. derivati non quotati  |                               |                               |
| <b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>                           |                               | <b>12</b>                     |
| M1. Rimborsi richiesti e non regolati                           |                               | 12                            |
| M2. Proventi da distribuire                                     |                               |                               |
| M3. Altri   |                               |                               |
| <b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>                                      | <b>324.183</b>                | <b>256.435</b>                |
| N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati               | 319.302                       | 246.513                       |
| N2. Debiti di imposta   |                               |                               |
| N3. Altre   | 4.881                         | 9.922                         |
| <b>TOTALE PASSIVITA'</b>  | <b>1.054.023</b>              | <b>262.116</b>                |
| <b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>                       | <b>61.834.847</b>             | <b>60.591.304</b>             |
| <b>Numero delle quote in circolazione</b>                       | <b>316.421,852</b>            | <b>327.649,913</b>            |
| <b>Valore unitario delle quote</b>                              | <b>195,419</b>                | <b>184,927</b>                |

| <b>MOVIMENTI DELLE QUOTE NELL'ESERCIZIO</b> |            |
|---|------------|
| Quote emesse                                | 7.696,650  |
| Quote rimborsate                            | 18.924,711 |

## Elenco dei principali titoli in portafoglio

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

| Descrizione titoli                       | Valuta di denominazione | Valore complessivo | Percentuale sul totale attività |
|--|-------------------------|--------------------|---------------------------------|
| AZVALOR LUX SICAV - INTERNATIONAL        | EUR                     | 8.651.961          | 13,76                           |
| COBAS SELECTION FUND-PA EUR              | EUR                     | 7.533.344          | 11,98                           |
| MAGALLANES VALUE INVESTORS UCITS - EUROP | EUR                     | 4.163.060          | 6,62                            |
| FEDERATED HERMES ASIA EX-JAPAN EQUITY FU | EUR                     | 4.128.017          | 6,56                            |
| COBAS SELECCION FI-B EUR ACC             | EUR                     | 3.925.995          | 6,24                            |
| LONGCHAMP DALTON JAPAN LONG ONLY UCITS F | EUR                     | 3.507.127          | 5,58                            |
| COBAS INTERNATIONAL FUND-PA EUR          | EUR                     | 3.071.745          | 4,88                            |
| GOLAR LNG LTD (US) USD                   | USD                     | 2.453.884          | 3,90                            |
| LONG TERM INV FUND-CLASS-A               | EUR                     | 2.368.256          | 3,77                            |
| AZVALOR INTERNACIONAL FI                 | EUR                     | 2.002.321          | 3,18                            |
| SKAGEN KON-TIKI VPFO B EUR               | EUR                     | 1.978.685          | 3,15                            |
| CONTRARIUS GLOBAL EQUITY FUND-INV        | USD                     | 1.436.314          | 2,28                            |
| TECNICAS REUNIDAS SA ESP                 | EUR                     | 1.134.477          | 1,80                            |
| CURRYS PLC (LN) GBP                      | GBP                     | 900.173            | 1,43                            |
| TEVA PHARMACEUTICAL ADR USD              | USD                     | 879.402            | 1,40                            |
| BABCOCK INTL GROUP PLC (LN) GBP          | GBP                     | 782.387            | 1,24                            |
| FRESENIUS SE & CO KGAA                   | EUR                     | 627.300            | 1,00                            |
| ATALAYA MINING PLC (LN) GBP              | GBP                     | 573.318            | 0,91                            |
| ELDORADO GOLD CORP (US) USD              | USD                     | 565.794            | 0,90                            |
| LEONARDO FINMECCANICA SPA                | EUR                     | 563.680            | 0,90                            |
| KOSMOS ENERGY (US) USD                   | USD                     | 542.757            | 0,86                            |
| NASPERS LTD-N SHS ADR (US) USD           | USD                     | 494.257            | 0,79                            |
| TULLOW OIL PLC (LN) GBP                  | GBP                     | 491.274            | 0,78                            |
| ORGANON & CO (US) USD                    | USD                     | 444.227            | 0,71                            |
| BOLLORE SE (FP) EUR                      | EUR                     | 438.400            | 0,70                            |
| GEOPARK LTD (US) USD                     | USD                     | 408.677            | 0,65                            |
| BW OFFSHORE LTD (NO) NOK                 | USD                     | 404.199            | 0,64                            |
| NEW GOLD INC USD                         | USD                     | 391.182            | 0,62                            |
| EQUINOX GOLD (US) USD                    | USD                     | 380.630            | 0,61                            |
| ENERGEAN PLC (LN) GBP                    | GBP                     | 360.517            | 0,57                            |
| DANAOS CORP (US) USD                     | USD                     | 336.089            | 0,53                            |
| RENAULT SA FFR                           | EUR                     | 334.880            | 0,53                            |
| LEROY SEAFOOD GROUP (NO) NOK             | USD                     | 322.229            | 0,51                            |
| ITALMOBILIARE (MI) EUR                   | EUR                     | 314.050            | 0,50                            |
| ALIBABA GROUP ADR (US) USD               | USD                     | 302.309            | 0,48                            |
| BUZZI SPA (MI) EUR                       | EUR                     | 300.640            | 0,48                            |
| CK HUTCHISON HOLDINGS (HK) HKD           | USD                     | 299.465            | 0,48                            |
| CIR                                      | EUR                     | 297.500            | 0,47                            |
| BAYER AG-REG (GR) EUR                    | EUR                     | 290.180            | 0,46                            |
| FERRETTI SPA (MI) EUR                    | EUR                     | 279.000            | 0,44                            |
| PANORO ENERGY ASA (NO) NOK               | USD                     | 274.855            | 0,44                            |
| SAMSUNG ELECTRO-REGS GDR PFD USD         | USD                     | 269.652            | 0,43                            |
| HEIDELBERG MATERIALS (GR) EUR            | EUR                     | 242.050            | 0,39                            |
| PORSCHE AUTOMOBIL HLDG PFD DEM           | EUR                     | 232.155            | 0,37                            |
| BW ENERGY LTD (NO) NOK                   | USD                     | 123.226            | 0,20                            |
| SEACREST PETROLEO BER (NO) NOK           | USD                     | 64.830             | 0,10                            |
| OAO GAZPROM-SPON ADR (LN) USD            | USD                     | 8.132              | 0,01                            |
| <b>TOTALE</b>                            |                         | <b>60.118.843</b>  | <b>95,59</b>                    |
| <b>TOTALE ALTRI</b>                      |                         |                    |                                 |
| <b>TOTALE PORTAFOGLIO</b>                |                         | <b>60.118.843</b>  | <b>95,59</b>                    |