

Portfolio Outlook

Report Semestrale

Ottobre 2025 – Aprile 2026

Gestione del Portfolio Virtuale

Fixed Income & Currencies · Commodities · Equities

Starting Finance Club Bocconi

23 maggio 2026

Indice

1	Introduzione e Andamento Generale del Portfolio	3
1.1	Performance Aggregata	3
1.2	Principali Indicatori di Rischio e Rendimento	3
1.3	Sintesi e Considerazioni	4
2	Fixed Income & Currencies	5
2.1	Introduzione	5
2.2	Investimenti	5
2.2.1	Options	5
2.2.2	Basis	6
2.2.3	Liquidità	6
2.2.4	CAD/CHF – NOK/EUR – CHF/USD	7
2.2.5	Fixed Income Portfolio	7
2.2.6	Currencies Portfolio	8
2.3	Riassunto Performance	9
3	Commodities	10
3.1	Introduzione	10
3.2	Spiegazione Prodotti e Investimenti	10
3.2.1	Gold	11
3.2.2	Gas Naturale	12
3.2.3	Uranio / Nucleare	13
3.2.4	Liquidità / Strumento monetario in USD	14
3.2.5	Petrolio	14
3.3	Performance Comparata degli Asset	16
3.4	Possibilità Future	16
3.5	Riassunto Performance	17
4	Equities	18
4.1	Introduzione	18

4.2	Investimenti	18
4.2.1	XFFE	19
4.2.2	PayPal Holdings, Inc.	19
4.2.3	Novo Nordisk A/S	19
4.2.4	Cohort PLC	19
4.2.5	Galderma Group AG	20
4.2.6	AVUV	20
4.2.7	Netflix, Inc.	20
4.2.8	Leapmotor Technology	20
4.2.9	EXV1	20
4.2.10	MercadoLibre, Inc.	20
4.2.11	EMXC	21
4.2.12	Adobe Inc.	21
4.2.13	UnitedHealth Group	21
4.2.14	Transocean Ltd	21
4.2.15	United Parcel Service, Inc.	21
4.3	Performance dei Singoli Asset	22
4.4	Prospettive Future	22
4.4.1	Intelligenza Artificiale	22
4.4.2	Small e Mid Cap USA	22
4.4.3	Indici e Macro	23
4.5	Riassunto Performance	23

1 Introduzione e Andamento Generale del Portfolio

Il presente report sintetizza l'attività di gestione del portafoglio virtuale dell'associazione nel periodo compreso tra il **fine Ottobre 2025** e il **17 aprile 2026**, per una durata complessiva di circa quattro mesi e mezzo. La dotazione complessiva iniziale, pari a **\$100.000.000**, è stata ripartita tra tre macro-aree gestite da team distinti: **Fixed Income & Currencies** (20%), **Commodities** (20%) ed **Equities** (60%).

L'impostazione strategica adottata ha cercato di bilanciare componenti più difensive — liquidità remunerata, oro, titoli governativi — con esposizioni più tattiche e opportunistiche, in particolare opzioni su volatilità, esposizioni sul comparto energetico e singoli titoli azionari ad alta convinzione. Il contesto di mercato del periodo è stato caratterizzato da **elevata incertezza geopolitica** (conflitto in Iran, tensioni sullo Stretto di Hormuz), **volatilità sui mercati energetici** e **repricing delle aspettative di politica monetaria**.

1.1 Performance Aggregata

A livello aggregato, il portafoglio ha generato un **rendimento complessivo positivo**, con contributi differenziati tra le tre asset class. La tabella seguente riassume le principali metriche di performance per ciascuna area.

Area	Dotazione iniziale	Rendimento totale	P&L
FI & Currencies	\$20.000.000	+7,996%	+\$1.599.249
Commodities	\$20.000.000	+9,617%	+\$1.923.454
Equities	\$60.000.000	+4,460%	+\$3.492.811
Totale	\$100.000.000	+7,016%	+\$7.015.514

Tabella 1: Sintesi performance per asset class — periodo 26/10/2025 – 17/04/2026

Il **valore finale stimato del portafoglio** si attesta dunque attorno a **\$107.015.514**, con un rendimento complessivo del **+7,02%** in poco più di quattro mesi, equivalente a un rendimento annualizzato superiore al 19% e coerente con un profilo di rischio moderatamente aggressivo.

1.2 Principali Indicatori di Rischio e Rendimento

L'area che ha generato i risultati più interessanti dal punto di vista risk-adjusted è stata **Fixed Income & Currencies**, con uno **Sharpe Ratio di 2,99** e un **Sortino Ratio di 6,09**, frutto di una gestione che ha combinato un sub-portafoglio obbligazionario diversificato con strategie più tattiche su opzioni e basis trading. Il **Maximum Drawdown** è rimasto contenuto al **-2,81%**, con un **Calmar Ratio di 7,88** e un **Win Rate del 67%**.

L'area **Commodities** ha beneficiato in modo decisivo dell'esposizione strutturale all'oro (+15,97%)

e tatticamente al Brent (+26,78%), parzialmente compensate dalla perdita sulla posizione in gas naturale (-13,83%). La componente di liquidità remunerata in USD ha contribuito stabilmente al rendimento (+1,23%) senza assumere rischio direzionale.

L'area **Equities**, pur registrando il rendimento percentuale più contenuto (+4,46%), ha sottoperformato il benchmark di riferimento ACWI IMI (+15,04%), riflettendo sia la **volatilità giornaliera contenuta** (0,38%) sia la presenza di alcune posizioni in fase di costruzione del valore non ancora completamente espresso. Lo **Sharpe Ratio annualizzato** si attesta a **0,39**, con Netflix come miglior contributo (+43,37%) e PayPal come posizione più debole (-19,72%).

1.3 Sintesi e Considerazioni

Il risultato aggregato conferma la validità di un approccio **multi-asset diversificato**, capace di catturare il valore generato da fattori macro divergenti e di limitare il drawdown nelle fasi di stress. Le scelte tattiche più efficaci si sono rivelate quelle orientate al **repricing del rischio energetico** (Brent) e alla **volatilità implicita** (Options sul VIX), mentre la componente strategica (oro, nucleare, sub-portafoglio Fixed Income) ha garantito la continuità del rendimento anche durante le correzioni intermedie.

Nei capitoli successivi vengono analizzati nel dettaglio i singoli investimenti per ciascuna delle tre aree gestionali.

2 Fixed Income & Currencies

2.1 Introduzione

Per l'area di Fixed Income & Currencies la dotazione iniziale era di **€20.000.000,00**, pari al **20% del portafoglio totale**, divisa in un totale di 8 posizioni, che racchiudono un numero molto maggiore di altre posizioni, sempre coerenti con la posizione principale.

Per Fixed Income è stato adottato un **approccio più conservativo**, allocando la maggior parte del portafoglio ad un sub-portafoglio diversificato, in grado di sfruttare tale caratteristica per ottenere rendimenti positivi e mantenendo un livello di volatilità basso, e una percentuale minore per posizioni più speculative, quali Options e Basis Trading.

Per Currencies l'approccio è stato adottato un **approccio per la maggior parte quantitativo**; infatti, 4 dei 5 milioni allocati a currencies sono stati utilizzati per la posizione "Currencies Portfolio" costruita tramite un modello di previsione dei rendimenti attesi di vari cambi valutari e stima dei pesi ottimali (long/short). Il resto è stato utilizzato per posizioni mirate, su cui sono state svolte analisi più qualitative che quantitative.

Circa il 7% del portafoglio è stato infine allocato nella posizione "Liquidità", che non è altro che un ETF monetario UCITS a replica sintetica in USD che mira a replicare il *Solactive FEDL Daily Total Return Index*, ossia il rendimento del tasso overnight USA (Federal Funds Effective Rate) con capitalizzazione giornaliera.

Il portafoglio FI&Currencies, al **17/04/2026**, data di chiusura del portafoglio, ha registrato un rendimento complessivo del **7,996%**, ossia di **\$1.599.248,69**, realizzato in 4 mesi e mezzo (dal 05/12/2025).

2.2 Investimenti

2.2.1 Options

La posizione "**Options**", pari a circa il **5,56% del portafoglio** complessivo, è stata implementata attraverso un'attività tattica di **trading su opzioni** aventi come sottostante il **CBOE VIX**, con l'obiettivo di sfruttare il contesto di elevata incertezza macro-finanziaria e i frequenti movimenti della volatilità implicita. La strategia non si è limitata all'assunzione di esposizioni lineari o direzionali, ma è stata costruita mediante diverse **strutture opzionali**, tra cui posizioni outright su put e call, nonché combinazioni in spread verticale, sia sul lato call sia sul lato put, con scadenze ravvicinate e strike differenziati. Tale impostazione ha consentito di modulare in modo flessibile il profilo di rischio/rendimento, adattando l'esposizione alle diverse aspettative sull'evoluzione del VIX e contenendo, in alcuni casi, il costo dell'operazione tramite la vendita di opzioni a strike differenti.

Dal punto di vista gestionale, la posizione è stata utilizzata come **componente tattica e ad alta convexity** del portafoglio, in grado di beneficiare in misura significativa dei rapidi

aggiustamenti delle aspettative di mercato sulla volatilità. L'impiego di strategie con opzioni ha permesso di costruire **payoff non lineari e asimmetrici**, particolarmente efficaci in presenza di shock di mercato, repricing del rischio o variazioni improvvise del sentiment. Al tempo stesso, la natura stessa delle opzioni su volatilità ha comportato una **marcata variabilità dei risultati**, rendendo questa esposizione la più volatile del portafoglio. In termini di **performance**, tuttavia, la posizione ha generato il **contributo più elevato dell'intero portafoglio**, confermandosi come la componente più redditizia ma anche quella caratterizzata dal più alto profilo di rischio.

Nel complesso, l'allocazione alla strategia "Options" è stata mantenuta su un **peso contenuto** proprio in ragione della sua natura opportunistica e della maggiore instabilità dei rendimenti, ma ha svolto un ruolo rilevante nel migliorare il rendimento complessivo del portafoglio nelle fasi di maggiore turbolenza di mercato.

2.2.2 Basis

La posizione "**Basis**" è stata costruita come uno **short Treasury basis trade** sul contratto futures **CME 10-Year Treasury Note (ZNH6)**, mediante vendita del bond cash cheapest-to-deliver e contestuale acquisto del futures, con l'obiettivo di beneficiare della convergenza della basis verso zero in prossimità della consegna. L'ingresso è stato effettuato in presenza di una **basis net of carry** particolarmente **ampia**, pari a **11,39 ticks**, segnale di una sopravvalutazione del bond cash rispetto al corrispondente futures convertito e quindi di un punto di ingresso favorevole per una strategia di convergenza.

La scelta della posizione è stata inoltre supportata dal **contesto macro-finanziario del periodo**, caratterizzato da elevata offerta di Treasury, condizioni *repo* complessivamente stabili e assenza di *specialness* sul titolo CTD, elementi che rendevano più prevedibile il costo di finanziamento e aumentavano l'attrattività relativa della strategia. In questo quadro, la posizione non era finalizzata ad assumere una view direzionale sui tassi, bensì a catturare un **disallineamento microstrutturale** tra mercato cash e futures, sfruttando la naturale tendenza della basis a restringersi con l'avvicinarsi della scadenza contrattuale.

Dal punto di vista dei risultati, la strategia ha effettivamente beneficiato del **restringimento della gross basis da 16,28 a 0,89 ticks**, generando un profitto dalla convergenza superiore al costo del carry. Il **P&L totale** della simulazione è stato pari a **\$513.643** su 2,4 milioni di capitale iniziale, evidenziando come la posizione abbia rappresentato una componente tattica ad elevata efficienza di capitale, seppur caratterizzata da leva significativa e quindi da un profilo di rischio superiore rispetto alle esposizioni obbligazionarie tradizionali.

2.2.3 Liquidità

Una quota pari al 7% del portafoglio è stata allocata allo strumento **Xtrackers II USD Overnight Rate Swap UCITS ETF 1C**, ETF monetario in dollari USA, con la funzione di mantenere una componente altamente liquida e a bassa volatilità, utile sia come parcheggio di liquidità remunerata sia come elemento di stabilizzazione complessiva del portafoglio in una fase

caratterizzata da elevata incertezza sui tassi e sui mercati.

2.2.4 CAD/CHF – NOK/EUR – CHF/USD

La posizione **CAD/CHF** è stata inserita come esposizione valutaria tattica con una logica prevalentemente di **carry trade** e **mean reversion**: da un lato, il differenziale dei tassi risultava favorevole al dollaro canadese, con **Bank of Canada al 2,25%** e **Swiss National Bank allo 0%**, generando quindi un carry positivo per una posizione long CAD/CHF; dall'altro, il cross trattava su livelli ritenuti depressi rispetto ai fondamentali, in area **0,57–0,58**, con uno **z-score di -2,33**, elemento che suggeriva un potenziale recupero del cambio dopo una fase di eccessiva debolezza del CAD. La scelta era inoltre supportata dalla natura del dollaro canadese, più esposto al ciclo economico globale e ai prezzi delle commodity, rispetto al franco svizzero, tradizionale valuta rifugio.

La posizione **NOK/EUR** è stata assunta in ottica tattica per esprimere una **view favorevole alla corona norvegese** in un contesto macroeconomico instabile. La valuta norvegese offriva infatti un **profilo potenzialmente più difensivo** rispetto all'euro, sostenuto dalla maggiore esposizione dell'economia norvegese al settore energetico, da fondamentali macroeconomici più solidi e da una minore fragilità fiscale rispetto all'Eurozona.

La posizione **CHF/USD** è stata assunta in **ottica tattica e difensiva** per aumentare la resilienza del portafoglio in un contesto di marcata instabilità macroeconomica. Il franco svizzero, per effetto della sua natura di *safe haven*, offriva una **protezione potenziale** nelle fasi di risk-off e di repricing del rischio globale, risultando particolarmente interessante come valuta di qualità elevata da affiancare al dollaro.

2.2.5 Fixed Income Portfolio

La sottosezione Fixed Income Portfolio ha ricevuto una dotazione iniziale di **\$12,2M**, con i quali sono state aperte otto posizioni: **IEF (21,3%)**, **SEGA.MI (24,6%)**, **EMB (13,1%)**, **EMLC (6,6%)**, **TIP (8,2%)**, **DBMF (8,2%)**, **IE1C (12,3%)** e **HYLA (5,7%)**. L'idea era di mantenere una duration intermedia, cercando di combinare la stabilità dei mercati sviluppati con il carry degli emergenti.

Il portafoglio è stato costruito con una prevalente esposizione al comparto obbligazionario, articolata tra titoli governativi dei Paesi sviluppati, debito emergente, credito corporate e strategie alternative, con l'obiettivo di bilanciare sensibilità ai tassi, carry e diversificazione.

Le principali allocazioni erano rappresentate da **SEGA.MI (24,6%)** e **IEF (21,3%)**, entrambe focalizzate sul segmento 7–10 anni rispettivamente dei titoli di Stato dell'area euro e dei Treasury statunitensi, selezionate per esprimere una view sui tassi in un contesto caratterizzato da elevata incertezza circa l'evoluzione delle politiche monetarie di BCE e Federal Reserve.

La componente obbligazionaria emergente era suddivisa tra **EMB (13,1%)**, che offre esposizione a obbligazioni sovrane e quasi-sovrane dei mercati emergenti denominate in dollari USA, ed

EMLC (6,6%), focalizzata invece su titoli di Stato emergenti in valuta locale. A completamento del blocco governativo, **TIP (8,2%)** è stata inserita con funzione di copertura rispetto al rischio di inflazione statunitense.

Il portafoglio includeva inoltre **IE1C (12,3%)**, ETF su obbligazioni corporate investment grade a breve-media scadenza, con il ruolo di conferire maggiore stabilità complessiva grazie a una duration più contenuta; **HYLA (5,7%)**, allocazione tattica al segmento high yield; e **DBMF (8,2%)**, strategia alternativa di tipo *managed futures*, introdotta per aumentare il livello di diversificazione del portafoglio.

2.2.6 Currencies Portfolio

La posizione “**Currencies Portfolio**” è stata costruita come una **strategia quantitativa dinamica** sul mercato valutario, basata su un modello di previsione mensile dei rendimenti totali delle diverse valute rispetto al dollaro statunitense. Per ciascuna currency, il rendimento atteso è stato stimato combinando la variazione del tasso di cambio con la componente di **carry**, calcolata come differenziale di tasso d’interesse rispetto all’USD.

Il modello utilizzato è di tipo **ARX con regressione Ridge** e include, per ogni valuta, variabili esplicative legate alla dinamica passata dei rendimenti, al momentum a 12 mesi, al carry laggato e ad alcuni indicatori macro-finanziari di rischio globale, in particolare **VIX**, **MOVE** e **TED spread**. Gli iperparametri del modello, come finestra storica e intensità della penalizzazione, vengono selezionati tramite **time-series cross-validation**, con l’obiettivo di minimizzare l’errore di previsione out-of-sample.

Sulla base dei rendimenti attesi stimati, il portafoglio viene ottimizzato ogni mese massimizzando lo **Sharpe ratio atteso**, soggetto a vincoli di costruzione e a penalizzazioni sulla concentrazione e sul turnover rispetto al mese precedente. I pesi risultanti vengono successivamente scalati tramite un meccanismo di **volatility targeting**, volto a mantenere la volatilità annua attesa del portafoglio intorno al **10%**.

La strategia incorpora inoltre un **overlay di rischio dinamico**, che riduce in modo graduale l’esposizione complessiva nelle fasi di maggiore stress di mercato, misurato attraverso il livello di VIX e MOVE rispetto alla propria storia.

2.3 Riassunto Performance

Metrica	Valore	Metrica	Valore
Total Return	7,996%	Sortino Ratio	6,09
Annualized Return	22,14%	Max Drawdown	-2,81%
Annualized Vol.	5,96%	Calmar Ratio	7,88
Sharpe Ratio	2,99	Win Rate	67,03%
Best Pos. (Options)	+56,29%	Worst Pos. (CADCHF)	-1,40%

Tabella 2: Performance FI & Currencies — 05/12/2025 – 17/04/2026

3 Commodities

3.1 Introduzione

Il capitale iniziale di **\$20.000.000** è stato investito nel suo complesso in posizioni appartenenti all'area Commodities e in una componente di liquidità remunerata in USD. L'allocazione è stata costruita interamente con **posizioni long**, in parte con una logica più strategica di medio/lungo termine e in parte con finalità più tattiche, legate all'evoluzione del contesto macroeconomico e geopolitico.

Le esposizioni direzionali sulle commodities hanno rappresentato complessivamente il **70% del capitale iniziale** e sono state investite in: **Oro (40%)**, **Nucleare/Uranio (10%)**, **Petrolio Brent (10%)** e **Gas Naturale (10%)**. Il restante **30%** è stato mantenuto in liquidità remunerata in dollari tramite uno strumento monetario overnight, con l'obiettivo di preservare flessibilità operativa, contenere il rischio complessivo del portafoglio e mantenere risorse disponibili per eventuali riallocazioni.

Nel corso del periodo di riferimento, la componente più strutturale del portafoglio è stata rappresentata dalle posizioni in oro e nucleare, aperte con una prospettiva di medio/lungo termine, mentre le esposizioni su petrolio e gas naturale hanno avuto una funzione più tattica, strettamente legata al repricing del rischio energetico e agli sviluppi del conflitto in Medio Oriente.

Durante il periodo considerato, il portafoglio ha registrato un rendimento complessivo del **+9,617%** rispetto al capitale iniziale, con un profitto pari a **\$1.923.453,91**. Di conseguenza, il valore finale del portafoglio è salito a **\$21.923.453,91**.

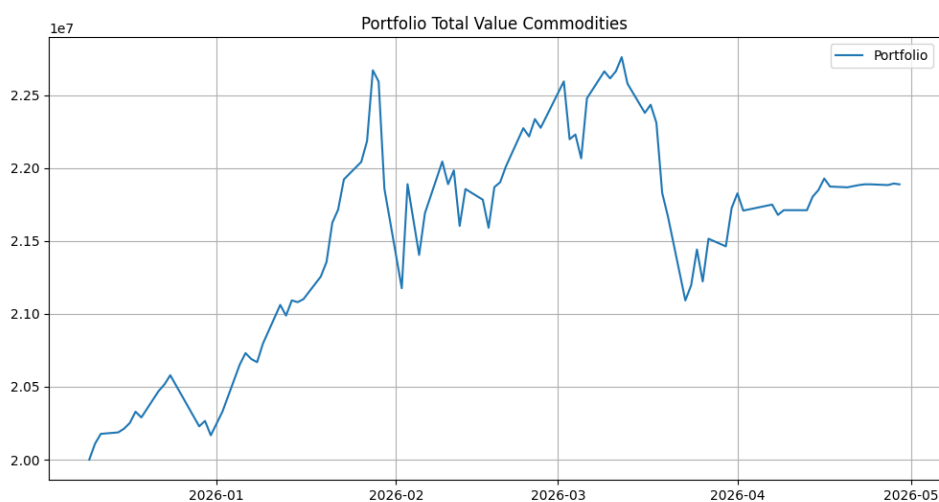


Figura 1: Andamento del valore totale del portafoglio Commodities (USD) – ottobre 2025 / aprile 2026

3.2 Spiegazione Prodotti e Investimenti

3.2.1 Gold

L'**Xtrackers IE Physical Gold ETC (XGDU.L)** replica il prezzo dell'oro fisico, offrendo un'esposizione diretta alla materia prima. La posizione è stata motivata dal ruolo dell'oro come bene rifugio in un contesto di elevata incertezza macroeconomica, tensioni geopolitiche e aspettative di politica monetaria più accomodante. Ulteriore supporto alla tesi di investimento è derivato dalla domanda sostenuta delle banche centrali e dal crescente interesse degli investitori istituzionali verso asset difensivi.

La posizione è stata aperta in data **10 dicembre 2025**, con un'allocazione pari a **\$8 milioni**. Il prezzo medio di acquisto è stato pari a 64,64 USD, mentre la chiusura è avvenuta il **17 aprile 2026** a un prezzo di 74,96 USD. Il controvalore finale della posizione è stato pari a \$9.277.227,72, con un profitto di **\$1.277.227,72** e una performance complessiva del **+15,97%**.

Nel periodo considerato, l'oro ha mostrato un andamento complessivamente positivo. Dopo l'ingresso, il prezzo ha registrato un progressivo rialzo tra dicembre e gennaio, passando da area 64–66 fino a superare 70 dollari, per poi estendere ulteriormente il movimento nella prima parte del 2026 fino a livelli superiori a 80 dollari tra fine gennaio e inizio marzo. Successivamente si è osservata una fase di maggiore volatilità e parziale correzione, ma senza compromettere il trend di fondo.

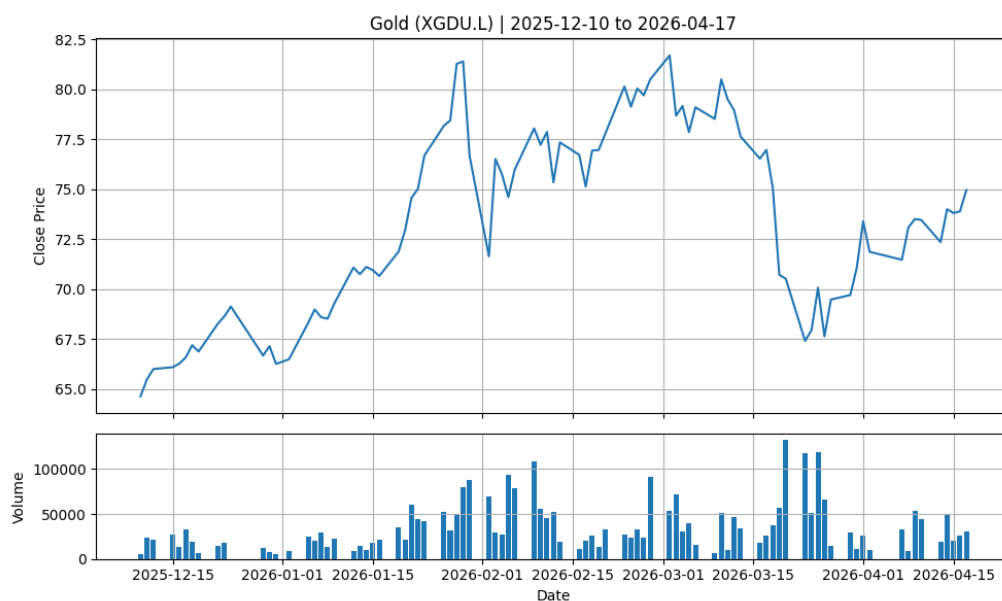


Figura 2: Gold (XGDU.L) – Prezzo di chiusura e volume, 10/12/2025 – 17/04/2026

L'investimento in Gold ha rappresentato una posizione coerente con un'impostazione prudente e difensiva del portafoglio. L'oro ha confermato il proprio ruolo di asset di protezione in una fase di mercato instabile, contribuendo in modo significativo alla performance complessiva attraverso un rendimento positivo e una buona tenuta anche nelle fasi di maggiore volatilità.

3.2.2 Gas Naturale

Nel corso del mese di marzo 2026 è stata aperta una posizione long sul gas naturale tramite l'**ETC WisdomTree Natural Gas (NGAS)**, denominato in USD. Lo strumento replica l'indice Bloomberg Natural Gas, il quale riflette l'andamento dei contratti futures sul gas naturale; la replica avviene in forma sintetica tramite swap.

La posizione è stata aperta in data **4 marzo 2026**, con un'allocazione pari a **\$2 milioni**, corrispondente al 2% del portafoglio complessivo. Il prezzo di acquisto è stato di \$6,07. La scelta di investire sul gas naturale si inseriva in un contesto di forte shock geopolitico: lo scoppio della guerra in Iran e la conseguente chiusura dello stretto di Hormuz, snodo cruciale per il commercio globale di materie prime energetiche.

In particolare, il **2 marzo 2026** QatarEnergy ha annunciato la cessazione della produzione di gas naturale liquefatto a seguito di attacchi iraniani contro i propri impianti nelle città industriali di Ras Laffan e Mesaieed. Questo evento ha rafforzato la nostra view di un possibile shock sull'offerta globale, con conseguente aumento dei prezzi del gas naturale.

In una prima fase, lo scenario sembrava confermare le aspettative: subito dopo l'apertura della posizione, il prezzo è salito fino a circa \$6,60. Tuttavia, nel corso del mese successivo si è verificata un'inversione di trend, con un progressivo ribasso dei prezzi, probabilmente anche in seguito alla **tregua raggiunta tra Stati Uniti e Iran**, che ha ridimensionato i timori legati all'offerta.

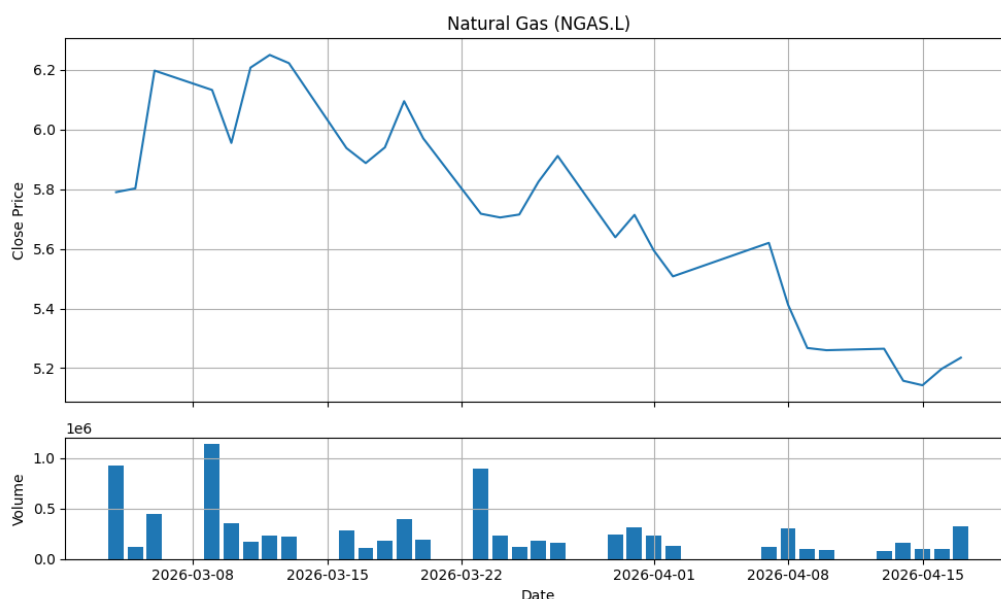


Figura 3: *Natural Gas (NGAS.L) – Prezzo di chiusura e volume, marzo / aprile 2026*

La posizione è stata infine chiusa il 17 aprile 2026 a un prezzo di \$5,23, registrando una **perdita del 13,83%**, pari a **\$276.657,06**. A posteriori, l'errore principale nella gestione della posizione è stato il mancato take profit nei primi giorni di aprile, in concomitanza con segnali macro e geopolitici (in particolare l'annuncio della tregua) che avrebbero potuto giustificare una chiusura anticipata.

3.2.3 Uranio / Nucleare

Nel corso del mese di dicembre 2025, all'interno dell'area Commodities, è stata aperta una posizione long sul tema nucleare tramite l'ETF **VanEck Uranium and Nuclear ETF (NLR)**, denominato in USD. Lo strumento offre un'esposizione diversificata all'intera filiera nucleare, includendo sia società attive nell'estrazione e produzione di uranio, sia utilities e operatori industriali legati alla generazione nucleare.

Dal punto di vista del portafoglio, la posizione è stata aperta in data **23 dicembre 2025**, con un'allocazione pari a **\$2 milioni**, corrispondente a circa il 2% del portafoglio complessivo. Il prezzo medio di acquisto è stato pari a 127,93 USD, per un totale di 15.633,55 quote acquistate. La posizione è stata successivamente chiusa il 17 aprile 2026 a un prezzo di circa 145,91 USD, generando un **profitto pari a \$281.091,22**, corrispondente a una performance del **+14,05%**.

La scelta di investire nel comparto nucleare si inseriva in una logica di medio/lungo termine, non in una operazione tattica di breve periodo. La tesi d'investimento si fondava sul fatto che il nucleare stesse progressivamente tornando al centro del dibattito energetico globale come fonte strategica capace di conciliare tre esigenze fondamentali: **sicurezza energetica, decarbonizzazione e stabilità della produzione elettrica**.

A ciò si aggiungeva una considerazione strutturale: il comparto nucleare stava beneficiando di una rivalutazione progressiva anche per effetto del crescente fabbisogno energetico connesso a **data center, intelligenza artificiale, elettrificazione industriale** e sicurezza della rete.

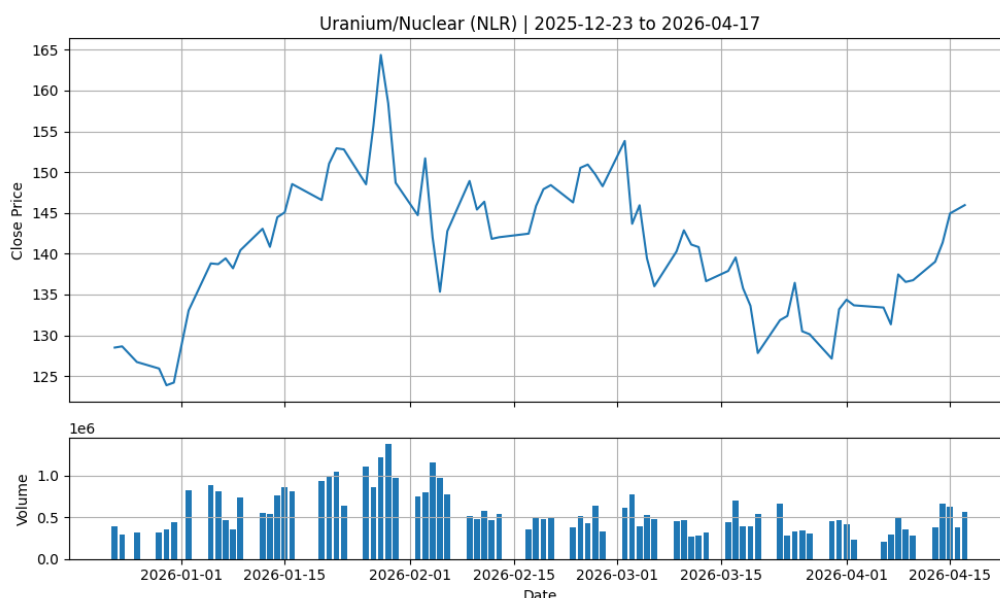


Figura 4: Uranium / Nuclear (NLR) – Prezzo di chiusura e volume, 23/12/2025 – 17/04/2026

In conclusione, l'investimento in VanEck Uranium and Nuclear ETF si è rivelato coerente con una strategia di medio/lungo termine focalizzata sui grandi trend energetici globali. La chiusura della posizione a metà aprile 2026 ha permesso di consolidare un risultato favorevole e di confermare il contributo positivo del tema nucleare al portafoglio.

3.2.4 Liquidità / Strumento monetario in USD

Nel mese di dicembre 2025, all'interno del portafoglio, è stata mantenuta una quota significativa di liquidità in dollari tramite l'ETF **Xtrackers II USD Overnight Rate Swap UCITS ETF 1C (XFFE)**, denominato in USD. Lo strumento replica l'andamento dei tassi overnight statunitensi e rappresenta una soluzione efficiente per impiegare la liquidità di portafoglio.

La posizione è stata aperta il **15 dicembre 2025** con un'allocazione pari a **\$6 milioni**. Il prezzo medio di acquisto è stato pari a 209,65 USD, mentre alla chiusura del 29 aprile 2026 il prezzo risultava pari a 212,23 USD, per un controvalore finale di \$6.073.694,25. L'operazione ha quindi generato un **profitto di \$73.694,25**, corrispondente a una performance del **+1,23%**.

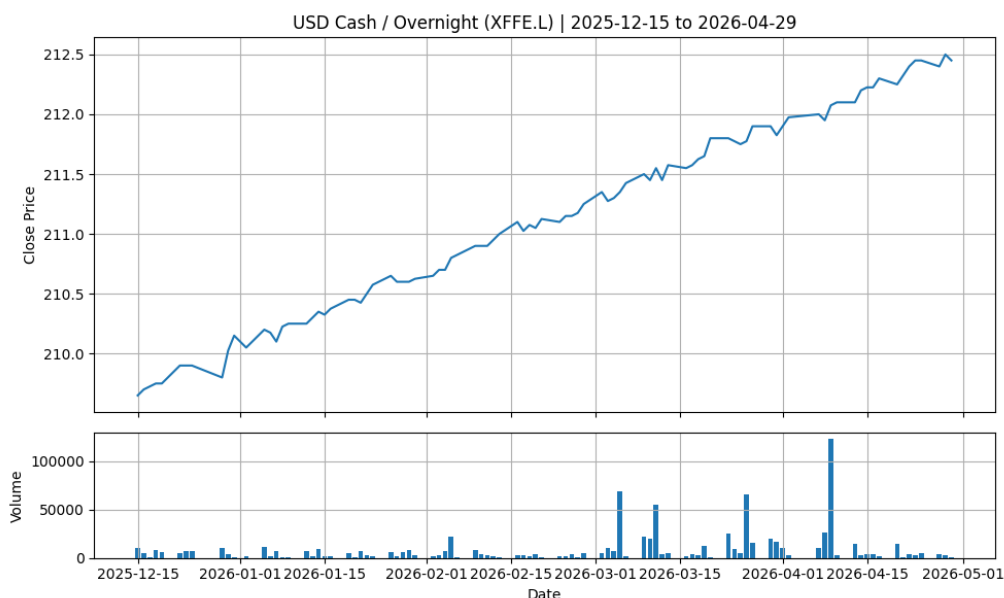


Figura 5: USD Cash / Overnight (XFFE.L) – Prezzo di chiusura, 15/12/2025 – 29/04/2026

In conclusione, l'investimento in Xtrackers II USD Overnight Rate Swap UCITS ETF 1C ha rappresentato una scelta coerente con un'impostazione difensiva e disciplinata del portafoglio. Pur non avendo un profilo di rendimento elevato, la posizione ha contribuito positivamente alla performance complessiva, garantendo **stabilità, liquidità e protezione** in una fase di mercato particolarmente incerta.

3.2.5 Petrolio

Nel corso del mese di marzo 2026 è stata aperta una posizione long sul petrolio tramite l'ETF **WisdomTree Brent Crude (BRNT)**. Lo strumento replica il Bloomberg Brent Crude Subindex, offrendo esposizione al rendimento totale di una posizione in contratti futures sul Brent crude oil, includendo sia le dinamiche di roll sia la componente di collateral.

La posizione è stata aperta in data **2 marzo 2026**, con un'allocazione pari a **\$2 milioni**, corrispondente a circa il 2% del portafoglio complessivo. Il prezzo medio di acquisto è stato pari

a 62,39 USD, mentre la posizione è stata chiusa il 17 aprile 2026 a un prezzo di circa 79,10 USD, per un controvalore finale di \$2.535.662,77. L'operazione ha quindi generato un **profitto pari a \$535.662,77**, corrispondente a una performance del **+26,78%**.

La scelta di investire sul Brent si inseriva in un contesto di forte tensione geopolitica e crescente instabilità sul fronte energetico globale. In particolare, l'evoluzione del conflitto con l'Iran e il ruolo strategico dello Stretto di Hormuz hanno rafforzato la view secondo cui il petrolio avrebbe potuto beneficiare di un significativo **premio per il rischio**.

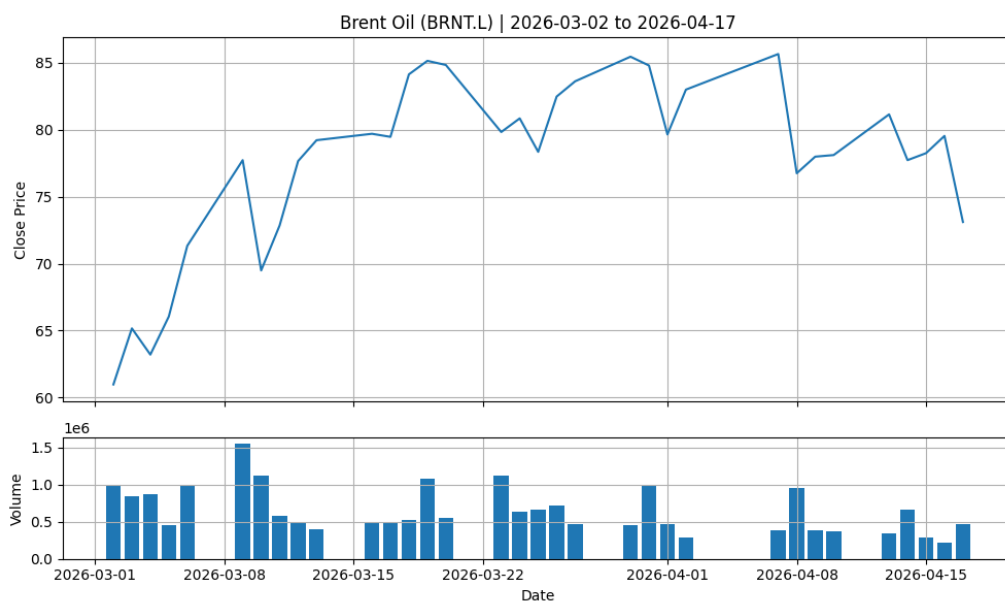


Figura 6: Brent Oil (BRNT.L) – Prezzo di chiusura e volume, 02/03/2026 – 17/04/2026

In conclusione, l'investimento in WisdomTree Brent Crude ha rappresentato una posizione tattica ben supportata da fattori macro e geopolitici. Il trade ha permesso di beneficiare del repricing del rischio energetico legato al conflitto in Iran e di trasformare tale view in un risultato economico significativo, contribuendo in modo rilevante alla performance complessiva del portafoglio.

3.3 Performance Comparata degli Asset

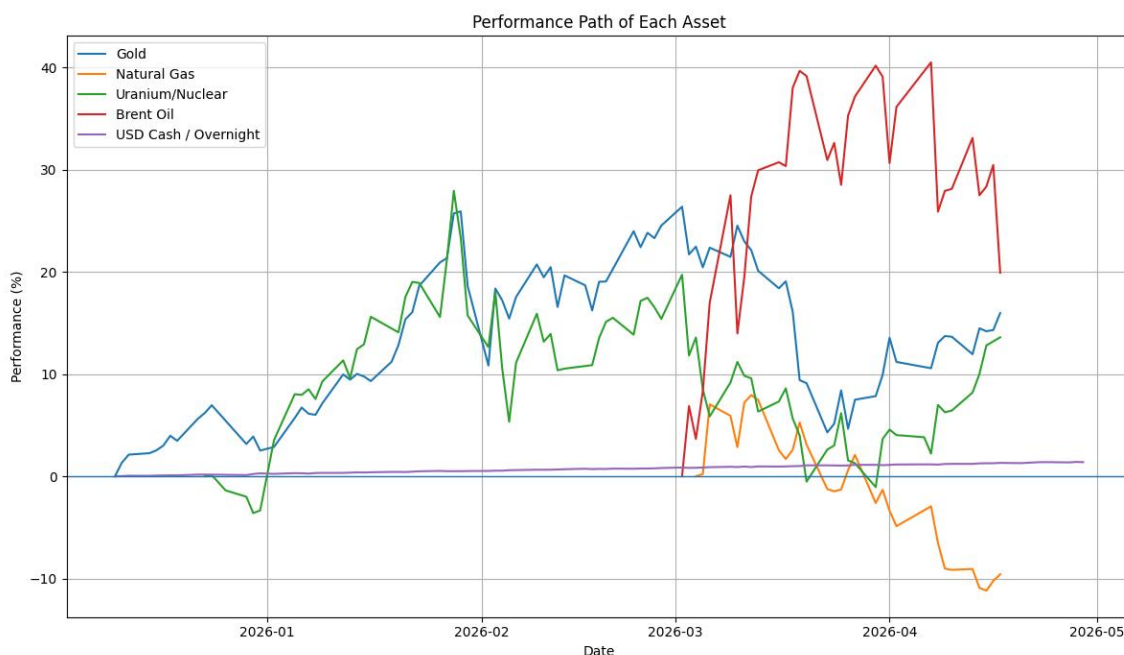


Figura 7: Performance Path di ciascun asset — portafoglio Commodities

3.4 Possibilità Future

Per quanto riguarda lo scenario prospettico, il quadro resta dominato soprattutto dall'evoluzione del conflitto tra Stati Uniti e Iran e dalle sue implicazioni sul sistema energetico globale. Il nodo centrale continua a essere lo **Stretto di Hormuz**, crocevia strategico per una quota rilevante dei flussi mondiali di petrolio e gas: finché la situazione resterà instabile, i mercati delle commodities energetiche continueranno a incorporare un **premio per il rischio elevato** e una forte sensibilità alle notizie diplomatiche e militari.

Da un punto di vista macroeconomico, questo contesto si inserisce in una fase già di per sé delicata. Nel *World Economic Outlook* di aprile 2026, il **FMI** prevede una crescita globale del **3,1% nel 2026** e del **3,2% nel 2027**, segnalando un ritmo inferiore ai livelli pre-pandemia; allo stesso tempo, sottolinea che l'**inflazione globale** dovrebbe tornare a salire nel 2026 prima di riprendere la discesa nel 2027.

Per il petrolio, l'outlook resta quindi bifronte. Da una parte, l'instabilità in Medio Oriente continua a sostenere il premio per il rischio e a mantenere alta la volatilità dei prezzi. Dall'altra, l'**IEA** ha rivisto in modo significativo il quadro della domanda, stimando per il 2026 una contrazione media di **80 mila barili/giorno**, proprio a causa degli effetti economici del conflitto.

In questo contesto, le commodities con caratteristiche più difensive o strutturali potrebbero continuare a offrire maggiore stabilità relativa. L'**oro** resta supportato dal perdurare dell'incertezza geopolitica, dalla domanda di copertura contro inflazione e rischio sistemico. Anche il **nucleare** mantiene un profilo interessante in chiave strutturale, perché continua a beneficiare dei temi della

sicurezza energetica e della crescente domanda di energia legata a elettrificazione e data center.

Nel complesso, l'outlook resta quindi **costruttivo ma fragile**. I mercati potrebbero continuare a reagire positivamente in presenza di segnali di de-escalation, ma la combinazione di crescita globale meno robusta, inflazione ancora sensibile ai prezzi energetici e incertezza geopolitica suggerisce che la volatilità resterà elevata.

3.5 Riassunto Performance

Metrica	Valore	Metrica	Valore
Total Return	9,438%	Sortino Ratio	1,962
Annualized Return	26,508%	Sharpe Ratio	1,561
Daily Vol.	1.018%	Calamar Ratio	3,687
Annualized Vol.	16,168%	CVar (95%)	-2,587%
Best Daily Return	3,370%	Worst Daily Return	-3,254%
Win Rate	61,05%	Loss Rate	37,89%
Avg. Positive Day	0,667%	Avg. Negative Day	-0.810%
Best Pos. (BRNT.L)	+19.911%	Worst Pos. (NGAS.L)	-9,585%

Tabella 3: Performance Commodities — 05/12/2025 – 17/04/2026

4 Equities

4.1 Introduzione

Con una dotazione complessiva di circa **\$60.000.000,00**, l'asset class Equity è stata gestita attraverso **14 posizioni diversificate**, portando a un rendimento complessivo del **4,46%** e a un valore attuale di **\$63.492.811,41**. La liquidità residua (e cioè investita in XFFE) risulta pari a circa \$18.560.450,00.

Il portafoglio si concentra principalmente su titoli azionari internazionali, con una forte esposizione agli **Stati Uniti**, affiancata da posizioni in **Europa** e **Asia** (in particolare Cina). Questa allocazione consente un equilibrio tra grandi società tecnologiche, healthcare e industriali, integrato da ETF geografici e settoriali, come Amundi MSCI Emerging Markets ExChina e iShares ST E 600 Banks. A livello settoriale, le principali esposizioni riguardano l'**informatica e tecnologia**, seguite da **sanità, finanza e comparti industriali**, con una presenza più contenuta in energia e telecomunicazioni.

Le posizioni che compongono il portafoglio includono titoli di primo piano come Adobe, Netflix, Novo Nordisk, Galderma, Leapmotor e UnitedHealth, oltre a ETF e società emergenti. La performance del portafoglio è stata sostenuta in particolare dai titoli tecnologici e da alcune società ad alta crescita, che hanno registrato incrementi significativi. Tuttavia, alcune posizioni hanno mostrato risultati negativi, riflettendo la volatilità di mercato che caratterizza questo particolare periodo storico.

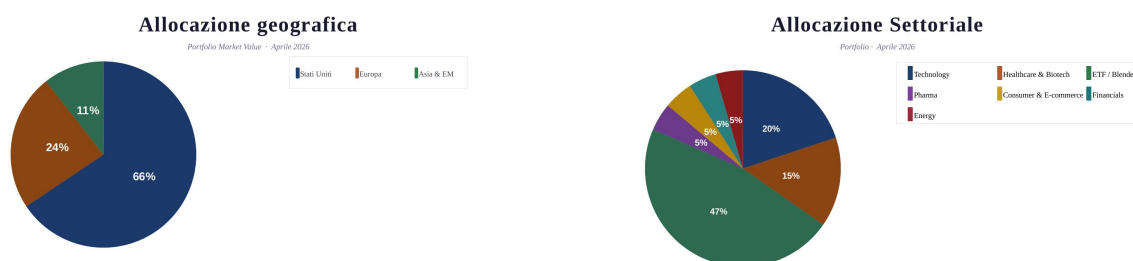


Figura 8: Allocazione geografica e settoriale del portafoglio Equities – Aprile 2026

4.2 Investimenti

Al team Equities è stata assegnata una dotazione iniziale di \$60.000.000, distribuita su un portafoglio diversificato di singoli titoli azionari ed ETF settoriali. In linea con la filosofia di investimento del team, le posizioni in singoli titoli sono generalmente limitate a circa il **5% dell'allocazione azionaria totale**, mentre le posizioni in ETF possono occupare una quota maggiore data la loro diversificazione intrinseca.

Invece di mantenere liquidità inattiva, il capitale non investito viene impiegato nell'ETF **X II USD OntRateSpUCITS 1C (XFFE)**, che funge da veicolo liquido e generatore di rendimento

per la *dry powder*. Tranche di questo ETF vengono liquidate man mano che nuove opportunità di investimento vengono identificate e confermate attraverso analisi DCF e *comparable company analysis*.

Ogni posizione nel portafoglio segue un processo a due fasi: un **segnale di mercato iniziale** — come un catalizzatore di notizie, una tesi di rotazione settoriale o una dislocazione dei prezzi osservabile — innesca la fase di analisi. Il team conduce quindi un'**analisi fondamentale completa**, includendo un modello DCF e comparazioni con i peer, per verificare se il valore intrinseco implicito supporti l'apertura della posizione.

4.2.1 XFFE

Utilizzato come riserva di valore a basso rischio, questo ETF obbligazionario investment-grade in USD rappresenta il **30,5% del portafoglio (\$18,8M)**. Con un costo medio di \$209,35, genera attualmente un guadagno dell'**1,37%**. Una precedente posizione in EUR (XEON) è stata chiusa per consolidare la liquidità ed eliminare il rischio di cambio.

4.2.2 PayPal Holdings, Inc.

Aperta a fine 2025 sulla tesi di una valutazione eccessivamente depressa rispetto al potenziale di rilancio sotto il nuovo CEO Alex Chriss. Nonostante il focus su prodotti come Fastlane e la monetizzazione di Venmo, il titolo è sceso da \$61,83 a \$49,64. Sebbene la ripresa sia più lenta del previsto, riteniamo che il mercato sottovaluti ancora il recupero del take rate, mantenendo la tesi intatta pur monitorando la pressione competitiva.

4.2.3 Novo Nordisk A/S

Posizione avviata dopo il sell-off causato dai dati clinici di **CagriSema**, giudicati dal mercato deludenti. Riteniamo la reazione eccessiva data la posizione dominante di Novo nel mercato **GLP-1** (Ozempic/Wegovy). Nonostante la concorrenza di Eli Lilly e l'impatto valutario abbiano portato a una perdita, consideriamo l'azienda un buy per la crescita strutturale del settore obesità a lungo termine.

4.2.4 Cohort PLC

Titolo small-cap della difesa britannica, beneficiario dell'aumento della spesa NATO. Entrati a dicembre 2025, il titolo ha sovraperformato grazie a nuovi contratti in nicchie tecnologiche (guerra elettronica e sonar). Con un guadagno di oltre \$1,1M, è il **miglior contributo in termini assoluti**, validando la nostra analisi che vedeva il titolo a forte sconto rispetto ai grandi player europei.

4.2.5 Galderma Group AG

Azienda svizzera leader nell'estetica medica, inserita in portafoglio dopo che il prezzo era tornato vicino ai livelli di IPO. La tesi punta sulla crescita dei trattamenti estetici (Restylane, Dysport) e sulla ripresa dei consumi discrezionali. Nonostante la posizione sia stata chiusa con un lieve guadagno, consideriamo Galderma un investimento a 12–24 mesi con margini di miglioramento legati alla scalabilità operativa.

4.2.6 AVUV

Rappresenta il **14,8% del portafoglio**. Punta sul premio di valore delle small-cap USA, potenziali beneficiarie di deregolamentazione e sgravi fiscali post-elezioni. Lo screening qualitativo di AVUV mitiga il rischio di trappole del valore. Il titolo riflette una stasi iniziale, ma attendiamo che la rotazione settoriale verso le aziende domestiche americane si concretizzi pienamente.

4.2.7 Netflix, Inc.

Miglior performance percentuale del portafoglio. Inserita a febbraio 2026, la posizione ha beneficiato della leadership assoluta di Netflix mentre i concorrenti faticavano a scalare. Il successo del piano pubblicitario, il blocco della condivisione password e l'espansione negli eventi live (NFL, wrestling) hanno spinto il titolo da \$75,31 a \$107,97, superando le nostre stime di crescita dei ricavi.

4.2.8 Leapmotor Technology

Produttore cinese di EV con un vantaggio unico: la **partnership con Stellantis** per la distribuzione globale. Questa strategia asset-light ha permesso a Leapmotor di entrare nei mercati europei con rischi ridotti. Il mercato ha iniziato a prezzare correttamente l'opzionalità della joint venture, portando il titolo a un rialzo significativo rispetto al prezzo d'ingresso di \$45,12.

4.2.9 EXV1

Esposizione settoriale basata sui fondamentali solidi delle banche europee e su margini di interesse ancora elevati. Nonostante un leggero calo iniziale, la tesi resta legata al divario di valutazione rispetto alle banche USA. Prevediamo che il settore beneficerà di una normalizzazione dei tassi più lenta del previsto da parte della BCE, sostenendo i profitti nel medio termine.

4.2.10 MercadoLibre, Inc.

Dominatore dell'**e-commerce e fintech in America Latina**. Siamo entrati durante una volatilità macro legata al real brasiliano, vedendola come un'opportunità su un asset di alta

qualità. Il successo di Mercado Pago e la resilienza dei consumi in Brasile e Messico supportano il nostro target price, che indica ancora un potenziale di rialzo del **20% circa** rispetto ai livelli attuali.

4.2.11 EMXC

Scelto per catturare la crescita dei mercati emergenti (India, Taiwan, Corea) evitando i rischi normativi e geopolitici della Cina. La posizione beneficia del boom dei semiconduttori e della crescita del PIL indiano. Il **profitto realizzato dell'8%** conferma la validità della rotazione dei capitali verso mercati emergenti più stabili e orientati alla tecnologia hardware.

4.2.12 Adobe Inc.

Investimento basato sull'eccessivo pessimismo del mercato riguardo alla disruption dell'IA generativa. Crediamo che l'integrazione di **Firefly** nei flussi di lavoro professionali crei un fossato competitivo duraturo. Nonostante la posizione sia stata chiusa underwater, monitoriamo la retention degli abbonati, convinti che Adobe rimarrà lo standard del settore creativo.

4.2.13 UnitedHealth Group

Acquistata ad aprile 2026 dopo un forte calo causato da turbolenze reputazionali e pressioni normative sui costi medici. Riteniamo che il prezzo d'ingresso a **\$308** rifletta uno scenario eccessivamente pessimista. La scala di Optum e la leadership nel managed care offrono un vantaggio strutturale che dovrebbe portare a un recupero verso i massimi storici.

4.2.14 Transocean Ltd

Scommessa sul settore della trivellazione offshore ultra-profonda. Con l'aumento dei tassi di utilizzo degli impianti e il miglioramento del bilancio aziendale, Transocean è ben posizionata per beneficiare della stabilità dei prezzi del petrolio. Il titolo scambia a sconto rispetto al valore di rimpiazzo della flotta e al solido portafoglio ordini accumulato.

4.2.15 United Parcel Service, Inc.

Posizione aperta a dicembre 2025 sfruttando un buy-the-dip dopo un 2024 difficile per margini e volumi post-pandemia. La tesi puntava sulla resilienza della rete logistica e su una valutazione eccessivamente depressa. Il titolo ha raggiunto il target DCF di \$117,27 in soli 60 giorni, generando un **profitto di \$501k** su un investimento di \$3M. L'operazione rappresenta un esempio di disciplina nell'uscita al prezzo obiettivo senza inseguire ulteriori rialzi.

4.3 Performance dei Singoli Asset

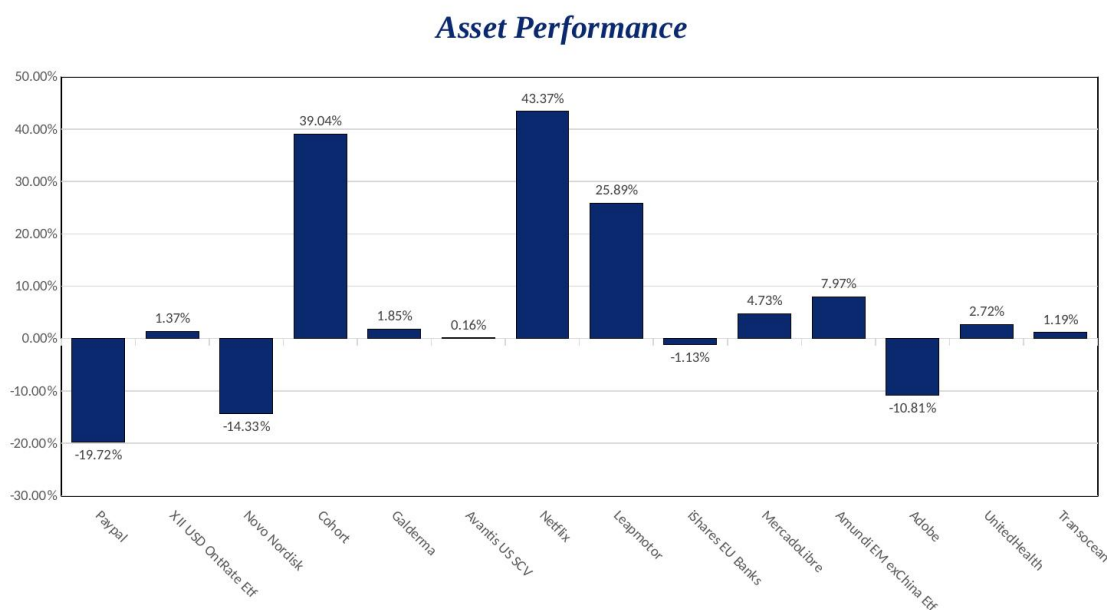


Figura 9: Performance dei singoli asset del portafoglio Equities

4.4 Prospettive Future

4.4.1 Intelligenza Artificiale

L'**AI** continua a rappresentare il tema centrale per i mercati azionari americani. Rispetto al 2024, siamo però entrati in una fase diversa: i ricavi legati all'**AI** non derivano più solo dall'infrastruttura generale ma cominciano a emergere concretamente negli earnings delle aziende che implementano attivamente la tecnologia. Questo shift rende il settore più **selettivo**, richiedendo un posizionamento preciso. Manteniamo una view positiva, con preferenza per i nomi con **monetizzazione già visibile** e prospettive di crescita legate a collaborazioni con le big dell'**AI**.

4.4.2 Small e Mid Cap USA

Abbiamo identificato un trend particolarmente interessante sul segmento mid e micro cap americano: la **rotazione in atto dai large cap tech** verso titoli a capitalizzazione minore offre opportunità di ritorno significativo per chi riesce a selezionare i nomi giusti. Con la Fed orientata verso tagli dei tassi — fattore da valutare con ulteriori sviluppi della situazione in Medio Oriente — e il costo del debito in discesa, la crescita degli utili per le small cap americane potrebbe attestarsi al **20% nel 2026**, secondo alcune stime di mercato.

4.4.3 Indici e Macro

S&P 500 e Nasdaq si trovano attualmente **sopra ai massimi storici** in fase di price discovery, trainati dal rally tech, mentre il Dow ha sottoperformato con ciclici e finanziari in ritardo. Il quadro macro rimane però complesso: il **sentiment dei consumatori ha toccato il minimo storico**, sotto i livelli della crisi finanziaria e del COVID. La divergenza tra mercati azionari ai massimi e fiducia dei consumatori ai minimi è il rischio principale da monitorare nei prossimi mesi, unito alle incertezze legate alla guerra in Medio Oriente, che potrebbe portare a shock di portata rilevante.

4.5 Riassunto Performance

Metrica	Valore	Metrica	Valore
Rendimento Totale	4,46%	Best Asset (Netflix)	+43,37%
Benchmark (ACWI IMI)	15,04%	Worst Asset (PayPal)	-19,72%
Volatilità giornaliera	0,38%	Sharpe Ratio Annualizzato	0,39

Tabella 4: *Performance Equities — 05/12/2025 – 17/04/2026*

Fine del Report
