



# Nord Est Fund

Fonds Commun de Placement

Relazione annuale certificata

al 31/12/05

## Sommario

	<b>Pagina</b>
Struttura Organizzativa ed Amministrativa	3
Consiglio d'Amministrazione	4
Relazione del revisore dei conti	5
Consolidato	6
Azionario Globale	9
Azionario Euro	15
Azionario Paesi Emergenti	20
Obbligazionario Globale	27
Obbligazionario Euro	33
Obbligazionario Paesi Emergenti	43
Obbligazionario Breve Termine Euro	50
Obbligazionario Convertible Europeo	56
Azionario Europa Dell'Est	62
Azionario Stati Uniti	68
Azionario Giappone	74
Obbligazionario Euro Corporate	80
Note ai prospetti finanziari	88
Informazione complementare (non-certificata)	96

Nessuna sottoscrizione può essere ricevuta sulla base di relazioni finanziarie. Le sottoscrizioni saranno considerate valide solo se effettuate sulla base del prospetto informativo in vigore accompagnato dall'ultima relazione annuale di bilancio e dalla relazione semestrale di bilancio qualora quest'ultima sia più recente.

## Struttura Organizzativa ed Amministrativa

### SEDE LEGALE

Nord Est Asset Management S.A.  
5, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

### GESTORI

Crédit Agricole Asset Management SGR S.p.A.  
Via Brera, 21  
IT-20121 Milano - Italia

Crédit Agricole Asset Management S.A.  
90, Boulevard Pasteur  
F-75015 Paris - Francia

BNP Paribas Asset Management S.A.S.  
41, Avenue de l'Opéra,  
F-75002 Paris - France

BNP Paribas Asset Management S.A.S.  
5, avenue Kleber  
F-75016 Paris - Francia

BNP Paribas Asset Management UK Ltd  
10 Harewood Avenue  
London NW1 6AA - Regno Unito

AEGON Asset Management UK plc  
Edinburgh Park,  
Edinburgh EH12 9SE - Regno Unito

Merrill Lynch Investment Managers Limited  
33 King William street  
London EC4R 9AS - Regno Unito

Vontobel Asset Management Inc.  
450 Park Avenue, 7<sup>th</sup> Floor,  
New York, NY 10022 - Stati Uniti

Crédit Suisse Asset Management, Limited  
Shiroyama JT Mori Bldg 3-1  
Toranomom 4-Chome  
Minato-ku Tokyo 105-6026 - Giappone

Union Investement Luxembourg S.A.  
308, route d'Esch  
L-1471 Lussemburgo

Crédit Suisse Asset Management, L.L.C.  
466 Lexington Avenue  
New York  
NY 10017 - Stati Uniti

Morgan Stanley Investment Management Limited  
25, Cabot Square,  
Canary Wharf  
London E14 4QA - Regno Unito

### SOCIETA DI REVISIONE

PricewaterhouseCooper S.à.r.l.  
Réviseur d'entreprises  
400, route d'Esch  
L-1471 Luxembourg

### DISTRIBUTORI E NOMINEE

Cassa Centrale Casse Rurali Trentine - BCC Nord Est S.p.A.  
Via Segantini 5  
IT-38100 Trento - Italia

Federazione Veneta delle Banche di Credito Cooperativo  
Via Longhin 1  
IT-35129 Padova - Italia

Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige S.p.A  
Via Laurin 1  
IT-39100 Bolzano - Italia  
(dal 18 febbraio 2005)

### CONSIGLIERE INVESTIMENTI

FFT&W  
3 Royal Court, Royal Exchange  
London EC3V 3 RA - Regno Unito

### BANCA DEPOSITARIA, AGENTE DOMICILIATARIO ED AMMINISTRATIVO

CACEIS Bank Luxembourg  
(dal 03 ottobre 2005, anticamente Crédit Agricole Investor  
Service Bank Luxembourg S.A.)  
5, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

## **Consiglio d'Amministrazione**

### PRESIDENTE DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Mr Andrea Bologna, General Manager  
Federazione Veneta delle Banche di Credito Cooperativo  
Via Longhin 1  
IT-35129 Padova - Italia

### VICE-PRESIDENTE DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Mr Mario Sartori, General Manager  
Cassa Centrale delle Casse Rurali Trentine - BCC Nord Est S.p.A.  
Via Segantini 5  
IT-38100 Trento - Italia

### AMMINISTRATORI

Mr Tiziano Odorizzi, General Manager  
Cassa Rurale di Tuenno Val di Non  
Via Marconi 58  
IT-38023 Cles TN – Italia

Mr Girolamo Da Dalto, General Manager  
Banca di Credito Cooperativo delle Prealpi S.c.r.l  
Piazza IV Novembre 5  
IT-31020 Tarzo TV - Italia  
(fino al 11 maggio 2005)

Mr Roberto Dallavecchia, General Manager  
Banca di Credito Cooperativo Alto Vicentino s.c.r.l  
Via Pista dei Veneti, 14  
IT-36015 Schio VI - Italia

Mr Romolo Sartoni, General Manager  
Banca di Credito Cooperativo della Romagna Occidentale  
Piazza Fanti 17  
IT-48014 Castel Bolognese RA - Italia

Mrs Francesca De Bartolomeo, Senior Sales Manager  
CACEIS Bank Luxembourg  
5, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

Mr Nicola Polichetti, General Manager  
Cassa Rurale di Arco,  
Via Delle Magnolie, 1  
IT-38062 Arco - Italia

Mr Vittorio D'Angelantonio, General Manager  
Cassa Rurale di Trento,  
Via Belenzani n.6  
IT-38100 Trento - Italia  
(fino al 11 maggio 2005)

## Relazione del revisore dei conti

Agli Azionisti di  
**NORD EST FUND**

Abbiamo verificato i rapporti finanziari, composti dal prospetto degli attivi netti, dal prospetto delle variazioni degli attivi netti, dalla consistenza del portafoglio titoli e delle attività nette e dalle note relative ai rendiconti finanziari di Nord Est Fund e di ognuno dei suoi comparti per l'esercizio al 31 dicembre 2005. I rapporti finanziari sono di responsabilità del Consiglio d'Amministrazione di Nord Est Asset Management S.A. (la "Società di Gestione"). La nostra responsabilità consiste nell'esprimere un'opinione su questi rapporti finanziari, basata sui nostri lavori di revisione.

Abbiamo effettuato il nostro lavoro di revisione in conformità alle norme internazionali di revisione. Queste norme esigono che i nostri lavori siano pianificati ed eseguiti in modo da determinare con una ragionevole certezza che i rapporti finanziari non comportino anomalie significative. Un mandato di revisione consiste nell'esame a campione degli elementi più significativi che giustificano gli importi e le informazioni contenuti nei rapporti finanziari. Consiste inoltre nell'analisi dei principi e metodi contabili utilizzati e delle principali valutazioni effettuate dal Consiglio d'Amministrazione della Società di Gestione per elaborare i rapporti finanziari, nonché nella realizzazione di una revisione della loro presentazione globale. Riteniamo che il nostro lavoro di revisione costituisca una base ragionevole per poter esprimere una nostra opinione in merito.

Secondo la nostra valutazione, i rapporti finanziari qui allegati danno, in conformità alle prescrizioni legali e regolamentari in vigore a Lussemburgo, un'immagine veritiera del patrimonio e della situazione finanziaria di Nord Est Fund e di ogni suo comparto al 31 dicembre 2005, nonché dei risultati e delle variazioni delle attività nette dell'esercizio al 31 dicembre 2005.

Le informazioni supplementari incluse nel rapporto annuale sono state riviste nell'ambito del nostro mandato, ma non sono state oggetto di procedure di revisione specifiche secondo le norme descritte qui sopra. Conseguentemente, non esprimiamo nessuna opinione su queste informazioni. Ciò nonostante, queste informazioni non necessitano di nessuna osservazione da parte nostra nel contesto dei rapporti finanziari considerati nel loro insieme.

PricewaterhouseCoopers S.à.r.l  
Société Anonyme  
Réviseur d'entreprises

Lussemburgo, 24 aprile 2006.

Laurent Fedrigo

*Nord Est Fund*

**Consolidato**

Nord Est Fund  
Consolidato  
**Prospetti finanziari al 31/12/05**

Stato patrimoniale al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>494,059,432.76</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	456,692,647.09
<i>Prezzo d'acquisto</i>		411,364,252.65
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		45,328,394.44
Depositi bancari a vista e liquidità		22,438,584.78
Depositi vincolati		5,703,441.55
Interessi maturati		3,709,754.49
Crediti verso broker per vendita titoli		1,182,368.01
Sottoscrizioni da regolare		4,030,849.21
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 6	15,226.08
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 7	44,571.96
Altre voci dell'attivo		241,989.59
<b>Passivo</b>		<b>11,487,489.51</b>
Debiti bancari a vista		286,537.14
Debiti verso broker per acquisto titoli		7,896,640.19
Tassa d'abbonamento		56,970.13
Rimborsi chiesti e non regolati		2,499,327.04
Commissioni di gestione e consulenza		586,022.08
Spese della banca depositaria e amministrative		61,319.53
Altre voci del passivo		100,673.40
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>482,571,943.25</b>

# Nord Est Fund Consolidato

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>11,102,682.26</b>
Dividendi netti		3,825,505.91
Cedole nette da obbligazioni		6,698,401.10
Interessi bancari su conti correnti		188,120.12
Interessi bancari su conti bancari		224,415.47
Altri proventi finanziari	Nota 9	129,969.37
Altri redditi		36,270.29
<b>Spese</b>		<b>8,978,358.16</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	5,523,442.03
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	313,925.30
Tassa d'abbonamento	Nota 4	168,074.73
Spese amministrative		528,579.91
Commissioni di domiciliazione		11,845.72
Onorari		436,774.09
Interessi bancari su conti correnti		34,749.65
Spese d'intermediazione	Nota 2	1,472,924.72
Spese di pubblicazione e stampa		227,862.77
Spese bancarie		116,786.79
Altre spese		143,392.45
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>2,124,324.10</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		18,029,035.28
Minusvalenze nette realizzate su future		-112,462.34
Minusvalenze nette realizzate su opzioni		-10,012.25
Plusvalenze nette realizzate su cambi		428,379.96
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-2,618,788.99
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>17,840,475.76</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		-1,440,032.02
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		42,825.33
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti (con opzioni)		35,484,560.39
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>51,927,829.46</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		252,197,724.45
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-124,844,616.76
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>179,280,937.15</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>303,291,006.10</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>482,571,943.25</b>



*Nord Est Fund*  
**Azionario Globale**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi di mercato

I mercati azionari globali hanno chiuso l'anno in modo eterogeneo. Le preoccupazioni relative a un potenziale rallentamento economico nel 2006 hanno determinato la ridotta vitalità del mercato USA alla fine dell'anno. I principali mercati europei hanno conseguito dei guadagni nell'ultimo trimestre, dal momento che gli investitori hanno manifestato un giudizio più positivo sulle prospettive dell'economia tedesca. Il mercato giapponese ha continuato a mostrare una performance molto solida.

### Analisi della performance

Per il periodo da inizio anno, la nostra selezione di titoli nei beni di consumo non ciclici – in particolare i titoli del settore del tabacco come Altria e Imperial Tobacco e i gruppi del settore alimentare e delle bevande - hanno evidenziato una performance positiva. Anche i titoli industriali hanno mostrato una notevole solidità, in particolare le azioni del settore aerospaziale commerciale. Tuttavia essi sono stati ridimensionati per via della nostra posizione sottopesata e la selezione di azioni nei settori finanziario e dell'energia. Nell'ambito del settore energetico, le società petrolifere integrate all'interno del portafoglio hanno evidenziato una buona performance, pur andando a sottoperformare i titoli dei servizi petroliferi con beta più elevato del settore. Anche la selezione dei titoli nel settore dei Titoli finanziari ha pesato sulla performance. Inoltre la nostra selezione di titoli in, e la posizione sovrappesata nei settori delle telecomunicazioni e dei titoli farmaceutici, non hanno giovato alla performance. Il settore delle telecomunicazioni è stato quello che ha evidenziato la performance peggiore sia nell'ambito del portafoglio che del benchmark. In Europa, il mercato ha delle preoccupazioni sulle modalità in cui le società impiegheranno il rispettivo free cash flow e negli USA le preoccupazioni hanno riguardato le maggiori spese capex e la crescente pressione in termini di competizione, nella forma di società che forniscono servizi via cavo/a banda larga. Il settore dei titoli farmaceutici ha dovuto affrontare una serie di sfide all'incirca nell'ultimo anno: si sono registrate diverse controversie legali di alto profilo che hanno coinvolto Wyeth (Phen Fen) e Merck (Vioxx), oltre a continue impugnazioni di brevetti.

### Prospettive

Sebbene abbiamo apportato diversi cambiamenti al portafoglio nel corso dell'anno, quest'ultimo ha presentato e continua a mostrare una posizione difensiva, con delle posizioni sovrappesate chiave nei Beni di consumo primari, nei Servizi di telecomunicazione e nei Titoli farmaceutici, e delle posizioni sottopesate nei Settori energetico, dei Titoli finanziari e IT. In qualità d'investitori con un approccio bottom up, continuiamo a focalizzare la nostra ricerca fondamentale sull'identificazione di opportunità che soddisfino i nostri criteri in termini di valore.

### Note a piè di pagina

Solo per società d'investimento e investitori di professione. Prodotto da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra, E14 4QA. Autorizzata e soggetta ai regolamenti della Financial Services Authority. Le informazioni riflettono le opinioni del gestore di portafoglio alla data di redazione. Questi giudizi potranno certamente cambiare variando le circostanze e le condizioni di mercato. Dati al 31 dicembre 2005. Alcuni dati di portafoglio sono stati generati partendo dalle scritture contabili interne di Morgan Stanley Investment Management e hanno valore preliminare. La performance passata non è una garanzia di una pari performance futura. I calcoli sono NAV to NAV. La performance del Portafoglio è calcolata al lordo delle commissioni. La gestione di un comparto internazionale implica investimenti in titoli denominati in valute diverse. Pertanto le variazioni dei tassi di cambio potrebbero incidere, in maniera favorevole o sfavorevole, su eventuali guadagni o perdite su un investimento. Il valore degli investimenti può aumentare o diminuire, pertanto potreste non ricevere l'intero importo originariamente investito. Gli investimenti esteri comportano alcuni rischi, tra cui fluttuazioni e i controlli valutarî, restrizioni sugli investimenti esteri, una minore supervisione e regolamentazione da parte del governo, una minore liquidità e il potenziale per una volatilità di mercato e instabilità politica. Morgan Stanley Investment Management Limited ARBN 079 221 104, costituita in Inghilterra.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Azionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>48,299,933.61</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	46,389,503.34
<i>Prezzo d'acquisto</i>		39,671,031.88
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		6,718,471.46
Depositi bancari a vista e liquidità		1,722,751.22
Interessi maturati		74.28
Sottoscrizioni da regolare		94,173.91
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 6	55.65
Altre voci dell'attivo		93,375.21
<b>Passivo</b>		<b>524,841.11</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		335,675.64
Tassa d'abbonamento		5,187.00
Rimborsi chiesti e non regolati		78,523.75
Commissioni di gestione e consulenza		67,641.36
Spese della banca depositaria e amministrative		7,910.51
Altre voci del passivo		29,902.85
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>47,775,092.50</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/05</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/05</b>
Azionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,086,226.290	94,739.230	223,742.280	957,223.240
Azionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	4,529,067.890	1,447,896.040	837,633.370	5,139,330.560

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	47,775,092.50	36,889,294.05	33,079,434.64
<b>Azionario Globale - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		957,223.240	1,086,226.290	1,357,560.630
Valore d'inventario netto della quota parte		8.19	6.79	6.45
<b>Azionario Globale - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		5,139,330.560	4,529,067.890	3,886,737.490
Valore d'inventario netto della quota parte		7.77	6.52	6.26

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			46,389,503.34	97.10%
<b>Azioni</b>			<b>46,389,503.34</b>	<b>97.10%</b>
<i>Australia</i>			<i>1,009,392.25</i>	<i>2.11%</i>
56,513	BORAL LTD	AUD	284,016.24	0.59%
79,946	FOSTER BREWING GROUP LTD	AUD	276,783.84	0.58%
22,315	NAT. AUSTRALIA BANK	AUD	448,592.17	0.94%
<i>Bermuda</i>			<i>1,570,295.67</i>	<i>3.29%</i>
47,759	TYCO INTERNATIONAL	USD	1,168,368.86	2.45%
7,037	XL CAPITAL -A-	USD	401,926.81	0.84%
<i>Corea del Sud</i>			<i>377,919.95</i>	<i>0.79%</i>
21,973	SK TELECOM CO LTD - ADR - REP.1/90 SH	USD	377,919.95	0.79%
<i>Francia</i>			<i>2,649,156.80</i>	<i>5.55%</i>
9,240	BNP PARIBAS	EUR	631,554.00	1.32%
6,974	LAFARGE	EUR	530,024.00	1.11%
9,653	SANOFI-AVENTIS	EUR	714,322.00	1.50%
3,644	TOTAL SA	EUR	773,256.80	1.62%
<i>Germania</i>			<i>748,580.49</i>	<i>1.57%</i>
4,184	BASF AG	EUR	270,746.64	0.57%
12,897	BMW AG	EUR	477,833.85	1.00%
<i>Giappone</i>			<i>4,006,642.92</i>	<i>8.39%</i>
15,600	ASTELLAS PHARMA	JPY	516,836.10	1.08%
9,500	CANON INC	JPY	472,109.90	0.99%
14,900	FUJI PHOTO FILM	JPY	418,524.88	0.88%
26,000	KAO CORP	JPY	591,739.88	1.24%
30,000	MITSUI SUMITOMO INSURANCE CO LTD	JPY	311,786.99	0.65%
52,500	SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES LTD	JPY	677,213.02	1.42%
16,600	TAKEDA PHARMA	JPY	762,779.78	1.60%
5,800	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	255,652.37	0.54%
<i>Hong Kong</i>			<i>274,924.56</i>	<i>0.58%</i>
65,500	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LTD	HKD	274,924.56	0.58%
<i>Irlanda</i>			<i>1,089,093.35</i>	<i>2.28%</i>
38,224	BANK OF IRELAND (GOV&CO)	EUR	508,761.44	1.06%
11,075	BANK OF IRELAND (GOV&CO)	EUR	147,297.50	0.31%
22,890	KERRY GROUP -A-	EUR	428,271.90	0.90%
175	KERRY GROUP -A-	GBP	4,762.51	0.01%
<i>Italia</i>			<i>1,586,038.06</i>	<i>3.32%</i>
39,020	ENI AZ	EUR	914,238.60	1.91%
320,668	TELECOM ITALIA AZ.DI RISP.NON CONV	EUR	671,799.46	1.41%
<i>Nuova Zelanda</i>			<i>440,073.99</i>	<i>0.92%</i>
126,669	TELECOM CORP OF NEW ZEALAND LTD	NZD	440,073.99	0.92%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,032,935.37</i>	<i>2.16%</i>
8,833	PHILIPS ELECTRONICS, KONINKLIJKE	EUR	231,866.25	0.49%
7,832	UNILEVER CERT. OF SHS	EUR	453,081.20	0.95%
20,374	WOLTERS KLUWER CERT.V. AKT	EUR	347,987.92	0.73%
<i>Regno Unito</i>			<i>10,274,385.28</i>	<i>21.51%</i>
43,872	AMVESCAP	GBP	282,962.56	0.59%
33,703	BAA PLC (BRITISH AIRPORT AUTHORITIES)	GBP	308,358.11	0.65%
72,725	BARCLAYS PLC	GBP	648,401.79	1.36%
120,938	CADBURY SCHWEPES	GBP	969,727.58	2.03%
44,130	DIAGEO PLC	GBP	542,529.18	1.14%
60,819	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	1,303,708.03	2.73%
35,482	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	GBP	899,346.77	1.88%
180,030	MORISON SUPERMARKETS PLC	GBP	508,329.27	1.06%
3,805	RECKITT BENCKISER PLC	GBP	106,604.41	0.22%
102,009	REED ELSEVIER PLC	GBP	812,737.69	1.70%
81,224	RENTOKIL INITIAL PLC	GBP	193,785.55	0.41%
139,357	ROLLS-ROYCE GROUP	GBP	869,329.02	1.82%
4,508,466	ROLLS-ROYCE GROUP -B-	GBP	6,743.29	0.01%
29,981	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC	GBP	767,790.09	1.61%
21,449	ROYAL DUTCH SHELL -A- ADR REPR 2SHS WI	USD	1,117,995.26	2.34%
360,489	VODAFONE GROUP PLC	GBP	660,168.83	1.38%
30,056	WPP GROUP PLC	GBP	275,867.85	0.58%
<i>Spagna</i>			<i>928,382.69</i>	<i>1.94%</i>
32,153	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA BBVA	EUR	484,867.24	1.01%
34,895	TELEFONICA SA	EUR	443,515.45	0.93%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>18,090,835.21</i>	<i>37.87%</i>
15,216	ALCOA	USD	381,399.61	0.80%
17,817	ALTRIA GROUP	USD	1,128,495.58	2.36%
15,510	AMERICAN ELECTRIC POWER CO INC	USD	487,637.45	1.02%
5,038	AMERICAN INTERNATL GROUP INC	USD	291,381.49	0.61%
11,551	AT&T INC	USD	239,793.16	0.50%
15,961	BJ'S WHOLESALE CLUB INC	USD	399,938.26	0.84%
22,896	BOEING CO COM.	USD	1,363,240.69	2.85%
28,545	BRISTOL MYERS SQUIBB CO	USD	556,043.15	1.16%
11,689	CHEVRON CORPORATION	USD	562,502.78	1.18%
49,249	CITIGROUP INC	USD	2,025,984.55	4.24%
4,599	EXXON MOBIL	USD	218,975.87	0.46%
14,542	FIRST DATA CORP	USD	530,178.37	1.11%
13,080	FREDDIE MAC	USD	724,572.35	1.52%
2,461	GENERAL DYNAMICS	USD	237,922.40	0.50%
27,122	HEWLETT PACKARD CO	USD	658,220.62	1.38%
15,647	IBM CORP	USD	1,090,263.12	2.28%
20,501	MC DONALDS CORP	USD	585,991.12	1.23%
19,686	MELLON FINANCIAL CO	USD	571,539.80	1.20%
11,575	MERRILL LYNCH & CO INC	USD	664,554.34	1.39%
8,540	NEW YORK TIMES -A-	USD	191,474.95	0.40%
8,460	NORTHROP GRUMMAN CORP	USD	431,067.73	0.90%
39,267	PFIZER INC	USD	776,219.75	1.62%
56,225	SCHERING PLOUGH CORP	USD	993,719.80	2.08%
14,394	ST.PAUL TRAVEL COMPANIES	USD	545,036.86	1.14%
16,831	VERIZON COMMUNICATIONS INC	USD	429,727.66	0.90%
15,466	VIACOM INC -B- NON-VOTING	USD	427,389.68	0.89%
27,374	WYETH	USD	1,069,017.70	2.24%
40,951	XEROX CORP	USD	508,546.37	1.06%
<i>Svizzera</i>			<i>1,966,603.43</i>	<i>4.12%</i>
2,351	NESTLE SA REG.SHS	CHF	594,137.35	1.24%
5,164	NOVARTIS SA REG.SHS	CHF	229,293.42	0.48%
5,423	SYNGENTA NAMEN	CHF	570,163.01	1.19%
7,123	UBS NAM.AKT	CHF	573,009.65	1.20%
<i>Taiwan</i>			<i>344,243.32</i>	<i>0.72%</i>
22,131	CHUNGHWA TELECOM ADR REPR.10 SHS	USD	344,243.32	0.72%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>46,389,503.34</b>	<b>97.10%</b>

# Nord Est Fund Azionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>983,450.87</b>
Dividendi netti		911,194.17
Interessi bancari su conti correnti		23,140.51
Altri proventi finanziari	Nota 9	49,116.19
Spese		<b>1,002,462.26</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	703,149.21
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	55,131.57
Tassa d'abbonamento	Nota 4	14,673.40
Spese amministrative		51,177.75
Commissioni di domiciliazione		985.18
Onorari		36,021.10
Interessi bancari su conti correnti		16.93
Spese d'intermediazione	Nota 2	77,937.78
Spese di pubblicazione e stampa		21,242.74
Spese bancarie		24,881.22
Altre spese		17,245.38
Perdite nette da investimenti		<b>-19,011.39</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		2,054,537.75
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-523,388.35
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		7,803.14
Utile netto realizzato		<b>1,519,941.15</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		55.65
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		5,893,894.41
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>7,413,891.21</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		11,098,055.43
<i>Azionario Globale - Category I</i>		721,106.85
<i>Azionario Globale - Category R</i>		10,376,948.58
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-7,626,148.19
<i>Azionario Globale - Category I</i>		-1,687,038.58
<i>Azionario Globale - Category R</i>		-5,939,109.61
Aumento del patrimonio netto		<b>10,885,798.45</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>36,889,294.05</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>47,775,092.50</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Euro**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi di mercato 2005

Il rally dei mercati azionari europei, che ha avuto inizio pressappoco nel periodo dell'invasione dell'Iraq nel marzo 2003, è proseguito velocemente nel corso del 2005. Gli investitori non hanno tenuto particolarmente conto del rialzo dei prezzi dell'energia e dei tassi d'interesse negli USA, concentrandosi invece sul miglioramento delle prospettive per il settore societario europeo. Nel corso dell'anno, l'indice MSCI EMU (reinvestimento dei dividendi netti) ha reso più del 25%.

I settori che hanno evidenziato la performance migliore all'interno dell'indice MSCI EMU sono stati quello finanziario (Titoli finanziari diversificati +39%, Settore assicurativo +38%, Settore bancario +30%). Per il resto non vi è stato alcun andamento nitido: tra i titoli che hanno mostrato un'outperformance, una selezione di titoli ciclici come i Servizi al consumo (+38%), i Beni strumentali (+33%) e il Settore retail (+33%), nonché i titoli legati al settore energetico (Energia +36%, Utility +32%) e una serie di settori più difensivi (Attrezzature & Servizi per il settore sanitario +33%, Titoli immobiliari +30%). Tra i titoli che hanno maggiormente arrancato nel 2005 rientrano i Titoli delle telecomunicazioni (-2%), i Titoli del settore alimentare e dei beni di prima necessità del settore retail (+11%), i Semiconduttori (+15%), i Media (+15%), e i Titoli farmaceutici (+18%).

### Analisi della performance 2005

Nel corso dell'anno, il Nordest Fund – Azionario Euro ha conseguito un rendimento (al lordo delle commissioni, Fonte: MLIM) del 27,20%, rispetto al rendimento del 25,40% (in euro) dell'MSCI EMU (NDR).

Sia l'allocazione settoriale che la selezione dei titoli hanno fornito un contributo positivo alla performance. In termini di allocazione settoriale, il comparto ha tratto vantaggio dalla posizione sottopesata nel settore dei Titoli delle telecomunicazioni, che ha evidenziato una performance scarsa; anche la posizione sovrappesata nel settore dei Titoli finanziari diversificati (che ha mostrato buoni risultati) ha sospinto il rendimento relativo. Tuttavia la performance del comparto su base relativa ha risentito dell'impatto negativo della posizione sovrappesata nei titoli del settore alimentare e dei beni di prima necessità del settore retail (che hanno arrancato rispetto al mercato più in generale). A livello di titoli, la performance del comparto è stata trainata dalla posizione sovrappesata nelle borse Deutsche Börse (+98%) ed Euronext (+100%), dall'istituto di credito Capitalia (+48%), dal produttore di sostanze chimiche speciali Umicore (+70%), dalla società di raffinazione di petrolio OMV (+67%), dal produttore di attrezzature per le reti Ericsson (+31%) e dal gruppo che effettua forniture per gli uffici Buhmann (+40%). Ha inciso positivamente anche l'esposizione ridotta verso la società di telecomunicazioni Telefonica, che ha evidenziato una performance negativa (meno 6%). Le decisioni in materia di titoli che hanno inciso negativamente sulla performance sono state le posizioni sovrappesate del comparto nella società di consulenza in materia di engineering Altran Technologies (in ribasso dell'11%) e nell'istituto di credito Credit Agricole (in rialzo "solo" del 21%).

### Prospettive

Le ricerche recenti lasciano intendere che la fiducia sia delle aziende che dei consumatori sta registrando un netto rialzo in Eurolandia, e ciò è un segnale che la crescita economica sta evidenziando un'accelerazione nel 2006. Tuttavia permangono ancora le preoccupazioni per cui un prezzo del petrolio continuamente elevato e un rallentamento della crescita economica globale potrebbero avere un impatto sui margini di profitto. Nonostante alcune notizie positive in paesi marginali quali Grecia, Irlanda e Spagna, la domanda interna in gran parte di Eurolandia rimane debole, dal momento che le famiglie risentono di tassi di disoccupazione elevati e della debolezza del potere d'acquisto. Secondo le stime di consensus, la crescita economica in gran parte dell'Europa non supererà il suo tasso potenziale per il futuro prossimo. Ciononostante, gran parte degli osservatori prevedono che la Banca centrale europea rialzerà ulteriormente i tassi d'interesse nei prossimi mesi al fine di contrastare la minaccia di un incremento dell'inflazione. Nel contempo, la performance operativa delle società europee quotate rimane ampiamente soddisfacente in virtù di un energico controllo dei costi e dei tentativi di ristrutturazione. È probabilmente alle porte un altro anno di rendimenti positivi dei mercati azionari europei.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.



# Nord Est Fund Azionario Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>83,368,292.44</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	79,515,649.55
<i>Prezzo d'acquisto</i>		69,789,782.53
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		9,725,867.02
Depositi bancari a vista e liquidità		3,611,729.15
Interessi maturati		142.96
Sottoscrizioni da regolare		219,772.02
Altre voci dell'attivo		20,998.76
Passivo		<b>294,661.86</b>
Tassa d'abbonamento		10,027.71
Rimborsi chiesti e non regolati		155,720.23
Commissioni di gestione e consulenza		113,120.94
Spese della banca depositaria e amministrative		9,584.10
Altre voci del passivo		6,208.88
Valore netto d'inventario		<b>83,073,630.58</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Azionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	435,724.950	243,606.220	295,840.560	383,490.610
Azionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	7,059,334.660	3,760,182.930	1,867,964.390	8,951,553.200

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	83,073,630.58	53,176,580.56	43,096,956.80
<b>Azionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		383,490.610	435,724.950	529,548.480
Valore d'inventario netto della quota parte		9.32	7.35	6.77
<b>Azionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		8,951,553.200	7,059,334.660	5,994,946.170
Valore d'inventario netto della quota parte		8.88	7.08	6.59

# Nord Est Fund Azionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			79,515,649.55	95.72%
<b>Azioni</b>			<b>79,515,649.55</b>	<b>95.72%</b>
<i>Austria</i>			<i>4,796,233.57</i>	<i>5.77%</i>
15,753	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG	EUR	1,480,624.47	1.78%
4,432	OESTERR.ELEKTR.WIRT.AG -A-(VERBUNDGESEL)	EUR	1,335,361.60	1.61%
40,005	OMV AG	EUR	1,980,247.50	2.38%
<i>Belgio</i>			<i>4,194,751.50</i>	<i>5.05%</i>
27,774	KBC GROUPE SA	EUR	2,184,425.10	2.63%
20,184	UMICORE	EUR	2,010,326.40	2.42%
<i>Finlandia</i>			<i>1,614,666.24</i>	<i>1.94%</i>
101,936	FORTUM CORP	EUR	1,614,666.24	1.94%
<i>Francia</i>			<i>29,471,765.60</i>	<i>35.48%</i>
97,097	AXA	EUR	2,646,864.22	3.19%
45,795	BNP PARIBAS	EUR	3,130,088.25	3.77%
39,280	BOUYGUES	EUR	1,622,264.00	1.95%
123,962	FRANCE TELECOM	EUR	2,601,962.38	3.13%
22,930	GROUPE DANONE	EUR	2,023,572.50	2.44%
12,282	PERNOD RICARD	EUR	1,810,366.80	2.18%
46,431	PUBLICIS GROUPE	EUR	1,365,071.40	1.64%
34,531	SANOFI-AVENTIS	EUR	2,555,294.00	3.08%
26,916	SCHNEIDER ELECTRIC SA	EUR	2,028,120.60	2.44%
26,983	SOCIETE GENERALE PARIS -A-	EUR	2,803,533.70	3.37%
22,309	TOTAL SA	EUR	4,733,969.80	5.70%
29,603	VINCI	EUR	2,150,657.95	2.59%
<i>Germania</i>			<i>11,718,159.36</i>	<i>14.11%</i>
16,742	DEUTSCHE BOERSE AG NAMEN	EUR	1,449,187.52	1.74%
105,682	DEUTSCHE POST NAM.	EUR	2,164,367.36	2.61%
1,259	DEUTSCHE POSTBANK AG	EUR	61,691.00	0.07%
46,460	RWE -A-	EUR	2,906,073.00	3.50%
13,448	SAP AG	EUR	2,059,695.68	2.48%
42,502	SIEMENS NAM. AKT REG	EUR	3,077,144.80	3.70%
<i>Irlanda</i>			<i>5,748,986.54</i>	<i>6.92%</i>
135,666	ANGLO IRISH BANK CORP PLC	EUR	1,739,238.12	2.09%
87,258	CRH	EUR	2,167,488.72	2.61%
10,315	RYANAIR HOLDINGS	EUR	85,614.50	0.10%
211,644	RYANAIR HOLDINGS PLC	EUR	1,756,645.20	2.11%
<i>Italia</i>			<i>6,842,877.36</i>	<i>8.24%</i>
370,132	ENEL	EUR	2,454,715.42	2.95%
68,388	ENI AZ	EUR	1,602,330.84	1.93%
478,912	UNICREDITO ITALIANO	EUR	2,785,831.10	3.35%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>5,165,909.41</i>	<i>6.22%</i>
36,443	EURONEXT	EUR	1,603,492.00	1.93%
123,648	STMICROELECTRONICS NV	EUR	1,875,740.16	2.26%
4,955	STMICROELECTRONICS NV	EUR	76,802.50	0.09%
57,475	VNU	EUR	1,609,874.75	1.94%
<i>Spagna</i>			<i>4,545,448.16</i>	<i>5.47%</i>
48,105	ALTADIS SA	EUR	1,843,383.60	2.22%
179,182	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA BBVA	EUR	2,702,064.56	3.25%
<i>Svezia</i>			<i>1,871,721.27</i>	<i>2.25%</i>
643,687	TELEFON AB L.M.ERICSSON -SHS-B-	SEK	1,871,721.27	2.25%
<i>Svizzera</i>			<i>3,545,130.54</i>	<i>4.27%</i>
9,146	NESTLE SA REG.SHS	CHF	2,311,348.47	2.78%
6,301	STRAUMANN HOLDING REG	CHF	1,233,782.07	1.49%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>79,515,649.55</b>	<b>95.72%</b>

# Nord Est Fund Azionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1,400,806.50</b>
Dividendi netti		1,269,754.02
Interessi bancari su conti correnti		22,777.46
Altri proventi finanziari	Nota 9	72,318.58
Altri redditi		35,956.44
Spese		<b>1,979,829.71</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,081,358.68
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	46,072.96
Tassa d'abbonamento	Nota 4	27,528.05
Spese amministrative		68,072.89
Commissioni di domiciliazione		1,465.19
Onorari		35,620.95
Interessi bancari su conti correnti		4,384.18
Spese d'intermediazione	Nota 2	603,643.04
Spese di pubblicazione e stampa		37,165.64
Spese bancarie		34,184.39
Altre spese		40,333.74
Perdite nette da investimenti		<b>-579,023.21</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		6,826,988.78
Plusvalenze nette realizzate su cambi		12,138.88
Utile netto realizzato		<b>6,260,104.45</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		8,728,717.95
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>14,988,822.40</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		31,859,796.60
<i>Azionario Euro - Category I</i>		<i>1,972,162.46</i>
<i>Azionario Euro - Category R</i>		<i>29,887,634.14</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-16,951,568.98
<i>Azionario Euro - Category I</i>		<i>-2,456,276.59</i>
<i>Azionario Euro - Category R</i>		<i>-14,495,292.39</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>29,897,050.02</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>53,176,580.56</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>83,073,630.58</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Paesi Emergenti**

### Relazione del gestore degli investimenti

Il Comparto ha registrato un incremento del 10,40% nel corso dell'anno (al netto delle commissioni), mentre per l'Indice il rialzo è stato del 34,54%. Un altro solido anno per la classe d'investimento, che ha registrato incrementi per il terzo anno consecutivo. Per avere un termine di paragone, 10.000 USD investiti nell'Indice MSCI Emerging Markets nel gennaio 2003 valgono ora 26.215 USD, mentre l'importo equivalente nello stesso periodo equivarrebbe a 16.830 USD nell'Indice MSCI World e a 14.965 USD nell'Indice S&P 500. Un modello di rendimenti simile può essere rilevato nell'ultimo quinquennio: rispettivamente 23.954 USD, 11.141 USD e 10.274 USD.

La strategia non ha goduto di un anno relativamente positivo, e il nostro Comparto ha sottoperformato l'Indice di quasi 2400 pb. Nonostante il fatto che abbiamo registrato un incremento del 10%, si tratta comunque di una performance relativa piuttosto scarsa. Il portafoglio ha raggiunto un nuovo massimo, pertanto chi ha investito nello stesso dovrebbe essere in attivo. La cosa più importante, ma di cui si parla poco, è la quantità di rischio che ci siamo assunti per ottenere tali rendimenti. Il rischio viene misurato in diversi modi: volatilità, downside capture, beta etc. In generale, abbiamo presentato un rischio del 20% circa inferiore in rapporto a tutti questi parametri. Pertanto, il nostro alfa di Jensen è stato pari al 10,50%. L'alfa, il Sacro Gral per gli investimenti, è ciò che conta veramente nel lungo termine. Ha un'importanza ancora maggiore in una classe d'investimento volatile come i Mercati emergenti. Dopo il rialzo registrato, è pienamente immaginabile che i rendimenti futuri si normalizzeranno con un certo incremento della volatilità. Nell'ultimo quinquennio non abbiamo registrato anni di ribassi, mentre l'Indice è stato positivo per solo il 60% del tempo. Di conseguenza, non siamo particolarmente delusi dei rendimenti conseguiti, nonostante l'underperformance su base relativa. Il nostro obiettivo è stato, e continua a essere, *un'outperformance sul lungo termine rispetto al ciclo di mercato completo, in presenza di un rischio minore*. Grazie a questo approccio, siamo in grado d'incrementare la ricchezza dei nostri azionisti, a prescindere dall'andamento dell'indice.

Dal momento che i tassi d'interesse a livello globale hanno raggiunto minimi storici, stiamo impiegando tassi di sconto maggiori rispetto a quanto avvenuto in passato. Non possiamo giustificare uno sconto impiegando tassi al sei o sette per cento e pertanto abbiamo incrementato il nostro tasso di sconto al dieci per cento per raggiungere le nostre valutazioni. Ciò ha avuto un impatto di dimensioni poco elevate nel breve termine, ma avrà un impatto significativo nel lungo termine. Riteniamo che tale impatto incrementerà il nostro profilo in termini di rendimenti, dal momento che pretenderemmo un maggior margine di sicurezza nell'ambito delle nostre valutazioni. Come prodotto secondario, anche la liquidità a volte potrebbe essere più elevata. Riteniamo che tale rialzo del tasso di sconto sia garantito, dal momento che i margini operativi sono ai massimi storici in gran parte dei mercati e il costo del capitale è ai minimi su base storica, ed entrambi gli elementi potrebbero non essere sostenibili sul lungo periodo. Al fine di assicurare il nostro obiettivo di rendimento *assoluto*, abbiamo portato il tasso di sconto al livello minimo del 10%. Nei casi in cui i tassi d'interesse normalizzati sono su livelli più elevati, andremo a utilizzare il maggiore tasso tra i due.

Analizziamo quindi cosa ci è costato in termini di performance su base relativa. Come suggerisce il titolo, la questione non era tanto che disponevamo di una selezione di titoli scarsa, quanto piuttosto che avevamo delle posizioni più ridotte in alcuni dei titoli o settori vincenti. La nostra significativa posizione sottopesata nel Settore energetico e dei Materiali di base ha contribuito a gran parte della sottoperformance. Il settore energetico, che ha rappresentato all'incirca il 2%, rispetto alla ponderazione dell'indice del 13%, è cresciuto di oltre il 60%. Nei Materiali la nostra ponderazione è stata dell'1,50% rispetto al 13% dell'Indice (più 30% per l'anno). L'altro settore che ha fornito un contributo all'Indice è stato quello IT, che ha evidenziato un rialzo di quasi il 32%, e la nostra ponderazione è stata solo del 6% rispetto al 17% dell'Indice. Pertanto, su base settoriale, le nostre posizioni sottopesate ci sono costate quasi il 14% rispetto all'Indice. La domanda è, quindi, che si deve fare? Si potrebbe sostenere che, in qualità di soggetti che selezionano titoli in modo attivo,

## Relazione del gestore degli investimenti

puntiamo sempre su dei titoli e siamo *pagati* per fare tali scommesse! Va sottolineato in questo caso che il fattore che hanno in comune questi titoli che ci siamo persi è che essi sono generalmente molto ciclici e le attività richiedono notevoli capitali e sono investimenti in cui abbiamo sempre avuto una posizione sottopesata. Siamo alla ricerca di “franchigie” prevedibili e sostenibili, che possano consentirci di ottenere elevati redditi da capitale nel corso di un ciclo economico completo e non solo per alcuni anni. Tra i titoli che hanno registrato i principali rendimenti in questi settori, si distinguono **Sasol, Samsung Electronics, Cemex, Lukoil, Hyundai Motor e Petrobras**. I migliori titoli dell'indice non presenti nel nostro portafoglio, come quelli menzionati sopra, ci sono costati 600 pb circa. Visto che tutti i settori ciclici hanno attualmente conseguito margini ai massimi o quasi ai massimi, i rendimenti sono stati straordinariamente elevati e riteniamo che ciò non sarà sostenuto nel lungo termine, a meno che le leggi di domanda e offerta non siano state annullate. Se partiamo dal presupposto di elevati prezzi del petrolio e delle commodity, alcuni settori ne risentiranno, come quello petrolchimico, dell'acciaio e delle utility. Se ciò non accadesse, una parte modesta delle società attive nei materiali di base e dell'energia sarà oggetto di pressione. In entrambi i casi, si vengono a creare notevoli difficoltà per noi nell'avvicinarci a questi titoli senza compromettere la nostra disciplina, cosa che siamo poco propensi a fare. Sul fronte positivo, guardando al futuro dovremmo ancora essere in grado di ottenere del denaro per i nostri investitori, come abbiamo fatto nel 2005.

Un altro modo di guardare la cosa è: come si sono comportati i nostri titoli vincenti rispetto ai perdenti? I migliori venti titoli hanno aggiunto 2100 pb, mentre i nostri venti titoli peggiori ci sono costati solo 200 pb. La questione importante per noi nel 2005 non è stata quella dei titoli con le principali perdite, piuttosto il non aver preso parte a settori o titoli per cui abbiamo sempre avuto problemi d'ingresso per via delle remunerazioni del capitale investito poco elevate su base normalizzata.

Per il futuro, sembra che si possa trovare notevole valore nel nostro universo investibile e, per quest'anno, la crescita degli utili dovrebbe essere a due cifre su base cumulativa per il portafoglio. Abbiamo ridotto o ceduto completamente titoli che hanno mostrato risultati positivi e che sono prossimi ai nostri obiettivi, quali **Sun Pharmaceuticals** (India) **Companhia de Concessões Rodoviárias** (Brasile), **Banco Santander** (Cile), **Provida** (Cile) **Aksigorta** (Turchia) e **Anadolu Hayat** (Turchia). Dal momento che i tassi d'interesse registrano rialzi in gran parte dei mercati, sussiste una maggiore probabilità di un rallentamento delle economie, che potrebbe determinare una compressione dei margini in alcuni dei settori più ciclici. In assenza di questo scenario, è probabile che continueremo a mostrare un'underperformance rispetto agli Indici, pur continuando a far crescere il patrimonio dei nostri azionisti.

**Titoli rappresentativi detenuti in portafoglio citati nel commento al 31.12.05:**

Denominazione del titolo	% del Portafoglio	Denominazione del titolo	% del Portafoglio
Sasol	0,00	Sun Pharmaceuticals	0,86
Samsung Electronics	0,00	Companhia de Concessões Rodoviárias	1,38
Cemex	0,00	Banco Santander	0,00
Lukoil	0,00	Provida	0,60
Hyundai Motor	0,00	Aksigorta	0,00
Petrobras	0,00	Anadolu Hayat	0,00

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

<b>Attivo</b>		<b>40,141,048.12</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	36,758,552.34
<i>Prezzo d'acquisto</i>		26,237,711.33
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		10,520,841.01
Depositi bancari a vista e liquidità		2,764,691.06
Interessi maturati		83.20
Crediti verso broker per vendita titoli		99,917.54
Sottoscrizioni da regolare		409,587.30
Altre voci dell'attivo		108,216.68
<b>Passivo</b>		<b>862,813.43</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		549,137.29
Tassa d'abbonamento		4,786.63
Rimborsi chiesti e non regolati		227,812.13
Commissioni di gestione e consulenza		64,927.86
Spese della banca depositaria e amministrative		6,922.46
Altre voci del passivo		9,227.06
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>39,278,234.69</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/05</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/05</b>
Azionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	75,265.240	59,109.940	81,011.480	53,363.700
Azionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,235,804.580	1,274,476.890	562,842.310	1,947,439.160

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	39,278,234.69	20,205,766.58	9,864,321.00
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		53,363.700	75,265.240	114,744.760
Valore d'inventario netto della quota parte		20.76	16.08	11.97
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,947,439.160	1,235,804.580	732,564.680
Valore d'inventario netto della quota parte		19.60	15.37	11.59

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			36,601,403.34	93.18%
<b>Azioni</b>			<b>36,601,403.34</b>	<b>93.18%</b>
<i>Brasile</i>			<i>7,517,246.08</i>	<i>19.14%</i>
37,287,536	AES TIETE PEF	BRL	691,523.31	1.76%
26,500	BANCO BRADESCO PFD ADR REPR 1	USD	654,806.31	1.67%
3,500	BANCO ITAU HOLDING FIN. ADR REPR.1PFD	USD	71,263.88	0.18%
20,100	COMPANHIA CONCESSOES RODOVIARIAS	BRL	541,942.40	1.38%
33,620	ITAU HOLDING PFD N1-PREF SHS-	BRL	689,654.32	1.76%
454,504	ITAU SA -PREF-	BRL	1,225,447.71	3.12%
69,100	PORTO SEGURO SA	BRL	629,424.16	1.60%
100,000	SOUZA CRUZ	BRL	1,056,631.01	2.69%
89,200	TRACTEBEL ENERGIA SA	BRL	489,132.71	1.25%
32,300	VALE RIO DOCE ADR (1 PFD SHS)	USD	992,519.28	2.53%
171,500	WEG SA ( PFD SHS)	BRL	474,900.99	1.21%
<i>Cile</i>			<i>256,190.53</i>	<i>0.65%</i>
328,125	INVERSIONES AGUAS METROPOLITANAS SA	CLP	234,041.32	0.60%
14,000	PROVIDA	CLP	22,149.21	0.06%
<i>Corea del Sud</i>			<i>7,150,043.83</i>	<i>18.20%</i>
4,010	AMOREPACIFIC CORP	KRW	1,064,454.50	2.71%
32,215	KANGWON LAND	KRW	544,800.58	1.39%
30,360	KT & G CORP-SHS.	KRW	1,169,905.04	2.98%
710	LOTTE CHILSUNG BEVERAGE CO	KRW	580,044.01	1.48%
1,018	LOTTE CONFECTIONERY	KRW	1,006,396.25	2.56%
9,391	SAMSUNG FIRE AND MARINE INSURANCE	KRW	1,058,766.04	2.70%
48,260	S1 CORP	KRW	1,725,677.41	4.39%
<i>Filippine</i>			<i>313,875.32</i>	<i>0.80%</i>
81,140	SM INVESTMENTS CORP	PHP	313,875.32	0.80%
<i>Hong Kong</i>			<i>605,283.28</i>	<i>1.54%</i>
100,500	ESPRIT HOLDINGS SHS	HKD	605,283.28	1.54%
<i>India</i>			<i>6,801,225.04</i>	<i>17.32%</i>
90,000	BHARTI TELE-VENTURES LTD(DEMATERIALIZED)	INR	576,566.56	1.47%
52,000	HDFC BANK DEMATERIALIZED	INR	698,925.76	1.78%
24,250	HERO HONDA MOTORS LTD DEMATERIALIZED	INR	386,542.81	0.98%
43,600	HOUSING DEVELOPMENT FIN.DEMATIALIZED	INR	978,524.71	2.49%
5,700	HOUSING DEVT FINANCE ADR REPR 3 SHS	USD	245,935.41	0.63%
8,200	INFOSYS TECHNOLOGIES ADR REPR.1 SHS	USD	562,051.37	1.43%
20,400	INFOSYS TECHNOLOGIES DEMATERIALIZED	INR	1,145,027.34	2.92%
32,363	J & K BANK DEMATERIALIZED	INR	295,885.19	0.75%
25,700	NESTLE INDIA DEMATERIALIZED	INR	450,204.86	1.15%
7,700	STATE BANK OF INDIA GDR (REG S 2-2SHS)	USD	329,617.70	0.84%
26,176	SUN PHARMACEUTICAL INDUSTRIES.DEMATIALIZED	INR	336,393.29	0.86%
18,000	WIPRO ADR.REPR.1SHS	USD	182,334.49	0.46%
70,500	WIPRO DEMATERIALIZED	INR	613,215.55	1.56%
<i>Indonesia</i>			<i>843,752.11</i>	<i>2.15%</i>
1,818,000	BANK RAKYAT INDONESIA	IDR	470,316.31	1.20%
1,007,100	PT UNILEVER INDONESIA TBK	IDR	373,435.80	0.95%
<i>Israele</i>			<i>590,266.31</i>	<i>1.50%</i>
181,600	BANK LEUMI LE-ISRAEL (IL604611)	ILS	590,266.31	1.50%
<i>Malesia</i>			<i>1,630,053.17</i>	<i>4.15%</i>
84,700	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M) BHD	MYR	764,615.98	1.95%
77,400	IOI CORPORATION BHD	MYR	215,256.72	0.55%
133,100	MALAYAN BANKING BHD	MYR	331,356.21	0.84%
193,406	STAR PUBLICATIONS (M) BHD	MYR	318,824.26	0.81%
<i>Messico</i>			<i>2,950,452.13</i>	<i>7.51%</i>
36,700	AMERICA MOVIL ADR REPR.20SHS -L-WHEN.ISS	USD	910,267.02	2.32%
408,200	GRUPO MODELO -C-	MXN	1,248,584.92	3.18%
168,848	WAL MART DE MEXICO -V-	MXN	791,600.19	2.02%
<i>Panama</i>			<i>485,538.70</i>	<i>1.24%</i>
31,300	BANCO LATINOAMERICANO DE EXP. -E-	USD	485,538.70	1.24%
<i>Singapore</i>			<i>1,252,617.52</i>	<i>3.19%</i>
558,608	ASCENDAS REAL ESTATE INVES.TRUST UNITS	SGD	555,403.41	1.41%
244,600	SIA ENGINEERING COMPANY	SGD	339,228.35	0.86%
295,000	SINGAPORE AIRPORT TERMINAL SERVICES LTD	SGD	357,985.76	0.91%
<i>Sudafrica</i>			<i>4,635,816.63</i>	<i>11.80%</i>
398,654	FIRSTRAND LTD	ZAR	985,392.45	2.51%
74,300	MASSMART HOLDINGS LTD	ZAR	514,133.46	1.31%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio



# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
153,352	MEDI-CLINIC CORPORATION LTD	ZAR	369,810.03	0.94%
472,000	NETWORK HEALTHCARE HOLDINGS	ZAR	475,528.52	1.21%
72,123	REMGRO LTD	ZAR	1,178,827.74	3.00%
109,499	STANDARD BANK GROUP	ZAR	1,112,124.43	2.83%
	<i>Tailandia</i>		<i>953,807.39</i>	<i>2.43%</i>
97,800	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION -F- REG	THB	953,807.39	2.43%
	<i>Taiwan</i>		<i>615,233.81</i>	<i>1.57%</i>
19,900	CHUNGHWA TELECOM ADR REPR.10 SHS	USD	309,540.56	0.79%
236,762	TAIWAN SECOM	TWD	305,693.25	0.78%
	<i>Turchia</i>		<i>1.49</i>	<i>0.00%</i>
1	ANADOLU HAYAT SIGORTA A.S	TRY	1.49	0.00%
Altri valori mobiliari			157,149.00	0.40%
	<b>Azioni</b>		<b>157,149.00</b>	<b>0.40%</b>
	<i>Cile</i>		<i>157,149.00</i>	<i>0.40%</i>
11,000	INVERSIONES AGUAS SPONS.ADR REPR SHS REG	USD	157,149.00	0.40%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>36,758,552.34</b>	<b>93.59%</b>

**Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05**

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>956,506.41</b>
Dividendi netti		941,728.82
Interessi bancari su conti correnti		14,463.74
Altri redditi		313.85
<b>Spese</b>		<b>891,839.80</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	551,310.90
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	40,416.96
Tassa d'abbonamento	Nota 4	13,197.83
Spese amministrative		40,846.81
Commissioni di domiciliazione		577.40
Onorari		36,678.58
Interessi bancari su conti correnti		15,072.79
Spese d'intermediazione	Nota 2	134,895.14
Spese di pubblicazione e stampa		29,110.26
Spese bancarie		9,529.06
Altre spese		20,204.07
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>64,666.61</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		2,277,786.05
Plusvalenze nette realizzate su cambi		135,685.16
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-1,878,617.60
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>599,520.22</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		-898,435.89
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		7,234,180.22
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>6,935,264.55</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		22,764,729.92
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>1,060,069.19</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>21,704,660.73</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-10,627,526.36
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>-1,366,584.40</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>-9,260,941.96</i>
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>19,072,468.11</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>20,205,766.58</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>39,278,234.69</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Globale**

## Relazione del gestore degli investimenti

Nella sintesi della gestione del comparto internazionale si deve scomporre l'analisi tra l'esposizione in termini di duration e quella valutaria.

Per quanto riguarda l'esposizione al rischio duration in termini aggregati è stata gestita tra il 75% e il 60% dell'indice (JP Morgan Global Bond). In termini di paesi l'allocazione è stata distribuita come segue:

- Posizione sull'area dollaro:

L'esposizione ai tassi americani già in forte sottopeso all'inizio del 2005 (50% dell'indice di riferimento) è stata ulteriormente ridotta. Nei primi nove mesi dell'anno si sono preferite le scadenze lunghe (vent'anni) a quelle a cinque e a dieci anni. Il sottopeso di duration per ragioni di liquidità si è concentrato sul settore a dieci anni utilizzando lo strumento del future. Nonostante i rialzi della FED (Banca Centrale americana) che ha portato il tasso di sconto da 2.25% al 4.25%, i rendimenti sulla parte lunga della curva americana sono rimasti in media attorno al 4.20%, livelli di rendimento che non riflettono i fondamentali economici di questa area. Solo nel corso dell'ultimo trimestre si è assistito a significative vendite che hanno portato il dieci anni americano a rendere 4.60%. Nel corso dell'anno è stata venduta la forza del mercato obbligazionario americano cercando, inizialmente, di compensare la duration con i titoli obbligazionari europei. La curva ha poi proseguito l'appiattimento dei differenziali tra le scadenze brevi e quelle lunghe fino ad annullare i differenziali di rendimento tra le scadenze lunghe e quelle intermedie. Per questa ragione verso la fine dell'anno sono state spostate le attività in dollari americani dalle scadenze lunghe a quelle a 18 mesi.

- Posizione su UK

Il portafoglio ha presentato una posizione di forte sovrappeso di questa componente (150% dell'indice). All'inizio dell'anno il livello dei rendimenti (4.80% il tasso a 2 anni), incorporava una serie di rialzi da parte della BOE che sono stati ritenuti eccessivi. Le scadenze privilegiate sono state quelle a due e a dieci anni. A metà del primo trimestre, in coincidenza della fase di salita dei prezzi, è stato ridotto il sovrappeso rispetto all'indice riducendo la duration complessiva del portafoglio. La neutralità rispetto al benchmark è stata mantenuta nel corso dell'anno ma è variata l'allocazione del rischio: dalle scadenze a dieci anni si è spostato l'investimento verso quelle a trent'anni.

- Posizione sul Giappone

L'esposizione ai tassi giapponesi è stata, come nel 2004, in sottopeso, tra il 50% di inizio anno ed il 35% dell'indice di riferimento. I rendimenti continuano a nostro avviso a non prezzare la crescita del paese e la fine della politica espansiva della BOJ. Il tasso di sconto è pari a 0% dal 2000 ma ci sono deboli segnali di spinte inflazionistiche che porteranno gradualmente ad un intervento sui tassi da parte della banca centrale. Pertanto il portafoglio è rimasto sottopesato ed esposto a scadenze lunghe: dieci e vent'anni.

- Posizione su Euroland

La duration su Euroland è stata all'inizio dell'anno neutra verso l'indice, con una distribuzione concentrata sulle scadenze medio lunghe (neutralità sul dieci anni e sovrappeso sul trenta) a svantaggio della componente a due anni e di quella intermedia. Nel corso del primo semestre si è costruito un sovrappeso sull'area euro che ha contribuito con un'esposizione massima del 150% dell'indice di riferimento. Come segnalato nel commento del mercato americano si è preferito investire in Euroland come protezione parziale rispetto ai forti sottopesi sul mercato americano e giapponese. In primavera ipotizzando un rialzo dell'inflazione dovuto al caro petrolio la componente a 30 anni è stata spostata dai titoli nominali a quelli legati all'inflazione (BTP I/L 2035); è stato perso profitto su questa posizione in autunno. Nell'ultima parte dell'anno è stato ridimensionato il sovrappeso della componente Euroland sia contro USA che direzionalmente. La duration è stata ridotta vendendo il settore a due anni e, vista l'ottima performance del settore a trent'anni, chiudendo l'overweight sulle scadenze medio lunghe.

## Relazione del gestore degli investimenti

Per quanto riguarda l'esposizione valutaria:

- Posizione sull'area dollaro

Il comparto nel corso dell'anno ha avuto posizioni in sovrappeso o in sottopeso del 25% rispetto all'indice di riferimento a seconda delle fasi di mercato. All'inizio dell'anno presentava un sovrappeso sul dollaro verso euro mentre ha chiuso il primo semestre in una posizione di sottopeso (80% dell'indice): il dollaro americano in questo semestre ha recuperato valore nei confronti dell'euro passando dal 1.36 di inizio anno al 1.20 di fine giugno. Nel corso del secondo semestre sull'indebolimento del USD, fino a 1.25, è stata ricostituita la scommessa di sovrappeso nei confronti del euro. Sul rally di fine anno (1.19-1.18) il dollaro è stato riportato ad un sottopeso del 75% dell'indice di riferimento. Nel corso del primo semestre sono state azzerate le posizioni sul dollaro canadese ed australiano.

- Posizione sterline inglesi

L'indebolimento della sterlina di inizio anno è stato utilizzato per incrementare l'esposizione su questa valuta che ha raggiunto, in area 0.6950\*, un'esposizione massima del 200% rispetto all'indice di riferimento. L'apprezzamento della sterlina avvenuto nel corso dell'estate, supportato dai flussi in acquisto attratti dagli alti rendimenti dei tassi inglesi hanno permesso di prendere profitto in area 0.67\*, ritornando alla neutralità.

\*Forex exchange sterling / euro

- Posizione in Yen giapponesi

La posizione strutturale è stata di neutralità in quanto l'andamento dello yen è influenzato da due elementi contrastanti: da un lato i tassi molto bassi rendono poco appetibile l'investimento in quest'area, dall'altro lato le ipotesi di rivalutazione della divisa cinese e le prospettive di crescita dell'area asiatica ne sostengono l'andamento. Nel corso dell'anno a meno della stagionalità di inizio anno che ha portato gli investitori giapponesi a rimpatriare i loro asset all'estero per la chiusura dell'anno fiscale, neanche la strepitosa performance della borsa giapponese è stata sufficiente a rafforzare lo yen. Contro usd la divisa ha perso circa il 30%. Anche per questa divisa si è cercato di sfruttare la volatilità del mercato valutario gestendo tra l'80% e il 110% l'esposizione a questo mercato.

Il Fondo ha realizzato, al netto delle commissioni di gestione, un risultato del 6.34% verso quella dell'indice pari a 7.71%.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota : Le informazioni contenute nella presente relazione sono su base storica e non sono indicative dei risultati futuri.

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>28,842,100.04</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		22,999,682.14
<i>Prezzo d'acquisto</i>			22,996,693.29
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			2,988.85
Depositi bancari a vista e liquidità			812,399.80
Depositi vincolati			4,703,441.55
Interessi maturati			231,653.28
Sottoscrizioni da regolare			75,405.84
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 6		4,295.47
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 7		15,221.96
Passivo			<b>4,105,103.72</b>
Debiti bancari a vista			45,587.70
Debiti verso broker per acquisto titoli			3,977,769.92
Tassa d'abbonamento			2,140.38
Rimborsi chiesti e non regolati			52,324.89
Commissioni di gestione e consulenza			20,837.41
Spese della banca depositaria e amministrative			2,428.30
Altre voci del passivo			4,015.12
Valore netto d'inventario			<b>24,736,996.32</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Obbligazionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	632,681.840	311,862.640	122,652.270	821,892.210
Obbligazionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	948,680.050	681,623.640	252,963.370	1,377,340.320

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	24,736,996.32	16,686,868.00	15,583,049.46
<b>Obbligazionario Globale - Category I</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		821,892.210	632,681.840	678,553.530
Valore d'inventario netto della quota parte		11.55	10.77	10.68
<b>Obbligazionario Globale - Category R</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		1,377,340.320	948,680.050	799,456.340
Valore d'inventario netto della quota parte		11.07	10.41	10.43

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			15,563,532.33	62.92%
<b>Obbligazioni</b>			<b>15,563,532.33</b>	<b>62.92%</b>
<i>Canada</i>			<i>1,983,453.61</i>	<i>8.02%</i>
275,000,000	CANADA 0.7 06-01 20/03S	JPY	1,983,453.61	8.02%
<i>Francia</i>			<i>3,529,235.00</i>	<i>14.27%</i>
2,500,000	FRANCE OAT 3.75 05-21 25/04A	EUR	2,578,875.00	10.43%
920,000	FRANCE OAT 4.000 98-09 25/04A	EUR	950,360.00	3.84%
<i>Germania</i>			<i>3,674,262.68</i>	<i>14.85%</i>
1,000,000	BRD -163- 4.00 01-07 16/02A	EUR	1,013,650.00	4.10%
1,500,000	DEUTSCHLAND BUNDESREP 3.25 05-15 04/07A	EUR	1,496,100.00	6.05%
160,000,000	LANDWIRT.RENTENBANK 1.375 01-13 25/04A	JPY	1,164,512.68	4.71%
<i>Giappone</i>			<i>443,807.07</i>	<i>1.79%</i>
63,000,000	DBJ REGD 1.70 02-22 20/09S	JPY	443,807.07	1.79%
<i>Italia</i>			<i>3,977,660.00</i>	<i>16.08%</i>
2,000,000	ITALY BOT (12MESI) -06 13/04U	EUR	1,986,780.00	8.03%
2,000,000	ITALY BOT (12MESI) -06 15/03U	EUR	1,990,880.00	8.05%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,661,024.37</i>	<i>6.71%</i>
100,000	UK TREASURY STOCK 5.00 01-12 07/03S	GBP	152,706.84	0.62%
200,000	UNITED KINGDOM 4.25 03-36 07/03S	GBP	305,924.41	1.24%
800,000	UNITED KINGDOM 7.50 95-06 07/12S	GBP	1,202,393.12	4.86%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>294,089.60</i>	<i>1.19%</i>
350,000	UNITED STATES -D2013- 4.25 03-13 15/08S	USD	294,089.60	1.19%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			5,741,068.43	23.21%
<b>Obbligazioni</b>			<b>5,741,068.43</b>	<b>23.21%</b>
<i>Italia</i>			<i>1,444,490.55</i>	<i>5.84%</i>
200,000,000	ITALY 0.375 01-06 10/10S	JPY	1,444,490.55	5.84%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>4,296,577.88</i>	<i>17.37%</i>
225,000,000	GENERAL ELECTRIC CAP 1.40 00-06 02/11A	JPY	1,638,261.68	6.62%
2,700,000	UNITED STATES -H2007- 2.25 04-07 15/02S	USD	2,235,075.66	9.04%
500,000	USA TREASURY NOTES 1.875 04-06 31/01S	USD	423,240.54	1.71%
Altri valori mobiliari			1,695,081.38	6.85%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,695,081.38</b>	<b>6.85%</b>
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>1,695,081.38</i>	<i>6.85%</i>
2,000,000	USA TREASURY NOTES 1.875 03-05 31/12S	USD	1,695,081.38	6.85%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>22,999,682.14</b>	<b>92.98%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>512,052.70</b>
Cedole nette da obbligazioni		460,066.87
Interessi bancari su conti correnti		6,442.75
Interessi bancari su conti bancari		45,543.08
<b>Spese</b>		<b>311,867.98</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	205,440.02
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	10,226.10
Tassa d'abbonamento	Nota 4	7,195.95
Spese amministrative		36,438.75
Commissioni di domiciliazione		576.04
Onorari		14,766.51
Interessi bancari su conti correnti		5,289.21
Spese d'intermediazione	Nota 2	3,733.80
Spese di pubblicazione e stampa		18,640.00
Spese bancarie		7,084.88
Altre spese		2,476.72
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>200,184.72</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		329,902.42
Plusvalenze nette realizzate su future		47,501.86
Plusvalenze nette realizzate su cambi		64,193.59
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-23,316.43
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>618,466.16</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		4,295.47
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		13,755.33
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		548,105.89
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>1,184,622.85</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		11,007,834.88
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		3,556,702.54
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		7,451,132.34
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-4,142,329.41
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		-1,387,729.32
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		-2,754,600.09
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>8,050,128.32</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>16,686,868.00</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>24,736,996.32</b>



*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Euro**

## **Relazione del gestore degli investimenti**

### **IL CONTESTO ECONOMICO**

Ad eccezione del mercato americano, che ha fatto registrare solo un aumento deludente nell'anno (+20% per lo S&P 500), dopo un andamento decisamente contrastato i grandi indici si sono ripresi con una tendenza al rialzo dal mese di maggio, facendo rilevare le performance annuali più alte dal 1999 (20% in Europa, 40% in Giappone). Il rialzo si può attribuire a una congiuntura favorevole e ai buoni risultati realizzati dalle imprese. Un'analisi più precisa delle variazioni registrate nel corso dei mesi evidenzia l'importanza del prezzo del petrolio, in particolare durante la fase di rialzo che ha portato a fine agosto il prezzo del barile a un nuovo record.

L'inizio dell'anno era stato caratterizzato da una continua ripresa che, avviatasi in ottobre, aveva permesso alla maggior parte dei mercati di assistere a una buona performance nel quarto trimestre del 2004. La tendenza si è protratta fino a febbraio, lasciando quindi spazio a un consolidamento, innescato dal repentino rialzo del prezzo del petrolio, che si è accentuato in marzo, quando il prezzo del barile ha raggiunto nuovi record. Dopo questa correzione, e malgrado la continua crescita del prezzo del petrolio, si è determinata a partire da maggio una tendenza al rialzo interrottasi in seguito solo per brevi periodi. Il caro-petrolio, che aveva in un primo tempo frenato la tendenza al rialzo, ha infine sostenuto i mercati attraverso le performance del settore energetico, quando è apparso chiaro che l'economia mondiale era uscita dalla crisi dell'industria. Tale analisi e i risultati societari ancora una volta superiori alle attese hanno permesso ai maggiori indici di proseguire la loro progressione durante l'estate, anche se i tragici attentati di Londra del 7 luglio avrebbero potuto condurre a un'inflexione giustificata da una maggiore avversione al rischio. La resistenza dei mercati azionari conferma che i rischi geopolitici sono attualmente integrati nei comportamenti degli investitori. Inoltre, l'afflusso delle liquidità è sembrato dirigersi naturalmente verso le azioni piuttosto che verso altre classi di attivi. In un simile contesto, l'impennata del prezzo del petrolio (fino a 70 dollari al barile a fine agosto) e i timori che le distruzioni dell'uragano Katrina potessero mettere a repentaglio la crescita negli Stati Uniti hanno determinato dopo tre mesi di rialzo un consolidamento rimasto modesto e di breve durata. I maggiori indici si sono quindi ripresi sulla scia della buona tenuta dei settori legati all'energia. In ottobre, dopo un avvio difficile dovuto a importanti prese di beneficio sui titoli energetici che hanno penalizzato l'intero listino, le piazze borsistiche si sono riprese, assistendo a una progressione solida man mano che le buone notizie economiche si diffondevano dimostrando l'indubbia ripresa dell'attività industriale mondiale.

L'indice MSCI World in dollari ha evidenziato un aumento del 9% in dodici mesi. I mercati emergenti hanno registrato risultati nettamente superiori con un rialzo del 30% dell'indice MSCI Emerging in dollari, che ha tratto vantaggio dell'ottimo andamento delle piazze sostenute dall'aumento del prezzo del petrolio come quella russa e quelle latinoamericane. Le borse europee hanno evidenziato un buon comportamento dall'inizio del 2005, sorrette dal calo dell'euro rispetto al dollaro (13%) e dai segnali di ripresa economica sempre più tangibili con il passare dei mesi. Il bilancio di dodici mesi si colloca a oltre +20% nella zona euro (+21 % per l'Eurostoxx 50, +23 % per il CAC 40 e +27 % per il Dax). A Parigi il CAC 40 ha chiuso l'anno a oltre 4.700 punti, dopo aver toccato qualche giorno prima il valore massimo dall'agosto del 2001. L'Eurostoxx 50 ha fatto registrare il record dall'aprile 2002 a quasi 3.600 punti. La performance eccezionale delle borse europee rispetto agli indici americani è decisamente evidente, considerato che lo S&P 500 ha segnato solo un +20%, pur facendo registrare un massimo da metà 2001 a quasi 1.250 punti. La sensibile restrizione monetaria dei tassi di riferimento della Fed nel 2005 (+200 pb) ha probabilmente pesato sulle piazze borsistiche americane. Non si è smentito il vigore della borsa di Tokyo, che ha evidenziato un rialzo del 40% dell'indice Nikkei 225 (essenzialmente nel secondo semestre) ascrivibile all'interesse degli investitori non residenti per le azioni giapponesi, che dovrebbero beneficiare di una migliore congiuntura. L'indice chiude l'anno a 16.111 punti, dopo aver toccato verso fine mese la soglia dei 16.400 punti che non veniva raggiunta dal settembre del 2000.

## Relazione del gestore degli investimenti

La Federal reserve americana ha portato avanti la restrizione sistematica delle condizioni di credito negli Stati Uniti (otto rialzi di 25 pb nel 2005 per arrivare al 4,25% il 13 dicembre). Le decisioni del FOMC si sono mantenute nelle previsioni degli operatori del mercato grazie a una comunicazione chiara, per quanto le prospettive di rialzo dei tassi siano temporaneamente svanite a fine agosto, quando alcuni hanno immaginato che le autorità monetarie venissero in soccorso della crescita minacciata dagli uragani optando per un mantenimento delle condizioni vigenti. In ogni caso, nonostante qualche divergenza all'interno del comitato, il contenuto dei comunicati non ha subito modifiche fino a novembre, testimoniando la fiducia nella ripresa e qualche timore sul fronte dell'inflazione. In dicembre, come lasciato prevedere dal resoconto dei dibattiti di novembre, sono intervenute due modifiche di entità rilevante ma del tutto giustificate in questa fase del ciclo di restrizione. Non si fa più riferimento a una politica "accomodante", dopo un rialzo totale di 325 pb, e il comitato sopprime il richiamo sistematico a "proseguire nel rialzo a un ritmo misurato" per concedersi una maggiore libertà. Il messaggio non implica quindi una sospensione immediata del rialzo dei tassi, come alcuni avevano presagito commentando la pubblicazione dei *minutes* del FOMC del 1° novembre. In effetti, l'enfasi posta sul rischio inflazionistico, legato ai prezzi dell'energia e a una crescita superiore al potenziale, indica che la Fed non esiterà a perseguire una restrizione della propria politica monetaria, continuando a valutare con attenzione i dati economici. Il trimestre è stato inoltre caratterizzato dalla nomina, da parte del presidente Bush, del successore di Alan Greenspan. Ben Bernanke, attuale capo del consiglio economico della Casa Bianca, dovrebbe assumere la presidenza della Fed il prossimo 1° febbraio. La scelta di Ben Bernanke, che fino al marzo scorso presiedeva il FOMC, rappresenta una soluzione di continuità rispetto all'"era Greenspan", almeno nell'immediato. La Fed si sforzerà di moderare i timori inflazionistici nel contesto di una crescita solida e sempre leggermente al di sopra del potenziale.

Il 1° dicembre, per la prima volta dopo due anni e mezzo, la Banca centrale europea (BCE) ha modificato la propria politica monetaria e aumentato di 25 pb il tasso refi portandolo al 2,25%. Tale decisione, ampiamente criticata da gran parte dei governi europei, ha presentato la novità di essere stata annunciata con quindici giorni di anticipo. Jean-Claude Trichet ha infatti dichiarato venerdì 18 novembre a Francoforte che "il consiglio direttivo è pronto a prendere una decisione sui tassi di interesse e aumentare moderatamente il livello corrente dei tassi di intervento al fine di prendere in considerazione il grado di rischi per la stabilità dei prezzi". Simili propositi costituiscono una svolta nelle comunicazioni della BCE, che fino ad allora aveva sostenuto che "l'orientamento di politica monetaria risulta appropriato" pur sempre ribadendo la necessità di riservare una "maggiore attenzione" alla stabilità dei prezzi. Trichet, che cerca "di esprimere le intenzioni del consiglio direttivo" è sembrato manifestare in questa occasione il punto di vista dei "falchi", pur precisando qualche giorno più tardi che "il consiglio non è diviso". La BCE ha scelto di approfittare dello spiraglio offerto dal recente miglioramento dei dati economici (in particolare gli indicatori presentati dall'industria), ritenendo che lo scenario relativamente ottimista mantenuto nel 2005 sia stato confermato dai dati pubblicati a partire dall'autunno, anche se la ripresa dei consumi appare in ritardo. In ogni caso, il ciclo di restrizione monetaria dovrebbe essere breve, come ha precisato lo stesso Trichet. Le opinioni divergenti all'interno del consiglio hanno in qualche modo confuso il messaggio, tanto più che nei loro commenti numerosi politici e istituzioni internazionali (FMI, OCSE...) hanno chiesto a gran voce un calo dei tassi in un momento in cui gli indicatori economici apparivano deludenti. Le comunicazioni della BCE oscillano tra il pragmatismo, di fronte a una congiuntura fragile, e l'ortodossia monetaria. Un simile atteggiamento rende più complesse le previsioni sulla politica monetaria, come testimonia l'andamento dei tassi a due anni nel corso degli ultimi dodici mesi. Passati dal 2,50% di fine dicembre 2004 al 2,60% di fine marzo, sono ritornati verso il 2% a fine giugno, toccando il minimo degli ultimi due anni sulla scia di una crescita deludente, prima di orientarsi nettamente al rialzo e chiudere l'anno oltre il 2,85%, il record dalla fine del 2002.

## Relazione del gestore degli investimenti

### EVOLUZIONE DEI TASSI A LUNGO TERMINE

Nel 2005 i tassi a lungo termine statunitensi si sono attestati tra il 3,90% e il 4,65% circa (per il rendimento del T-Note a 10 anni), ossia a un livello inferiore a quello del 4,70% prevalente nel giugno del 2004, all'inizio del ciclo di restrizione della politica monetaria. Chiudono l'anno al 4,40%, un aumento molto limitato rispetto a fine 2004 (meno di 20 pb) a fronte di una crescita dei tassi di riferimento di 200 pb nel 2005. È una situazione parzialmente legata a particolari condizioni di mercato che secondo le parole di Alan Greenspan costituisce un "enigma". L'appiattimento della curva dei tassi resterà il fattore caratteristico dell'anno. A fine dicembre il differenziale tra i tassi a 10 e a 2 anni è sceso a zero, toccando un minimo da fine 2000, dopo essersi attestato a 120 pb a fine 2004. Importanti flussi di capitale connessi all'apprezzamento del dollaro hanno continuato a dirigersi massicciamente verso il mercato obbligazionario statunitense.

Non è facile identificare una tendenza annuale; alcuni investitori hanno approfittato dell'aumento dei tassi legato alle previsioni inflazionistiche piuttosto volatili per posizionarsi sul mercato. A metà febbraio 2005, dopo che il tasso a 10 anni è tornato al 4%, in occasione del tradizionale intervento al Congresso il presidente della Fed ha deplorato il livello troppo basso dei tassi a lungo termine. Le sue parole inequivocabili e l'accentuarsi dei timori inflazionistici hanno spinto i tassi a 10 anni oltre la soglia del 4,60% in marzo, dopo che nel comunicato del FOMC del 22 si era fatto riferimento alle maggiori pressioni sui prezzi. La primavera è stata caratterizzata da un calo dei tassi a lungo termine dopo la pubblicazione di indicatori economici che sembravano riflettere un sensibile rallentamento dell'attività negli USA; per questo alcuni investitori sono stati indotti ad aderire a uno scenario decisamente cupo sulla crescita. Né la restrizione monetaria né i timori inflazionistici manifestati dalla Fed si sono tradotti in aumenti dei tassi a lungo termine. Analogamente, l'aumento del prezzo del petrolio è stato innanzitutto considerato un elemento che poteva pesare sulla crescita piuttosto che un fattore inflazionistico. Inoltre, i timori provocati dal peggioramento delle obbligazioni General Motors e Ford all'inizio di maggio hanno alimentato un movimento di fuga verso la qualità che si è tradotto in una nuova diminuzione dei prestiti statali. In giugno il tasso a 10 anni è quindi ridisceso nettamente sotto il 4% prima di registrare, a partire da luglio, un'evoluzione più contrastante a seconda dei dati economici e sulla scia delle catastrofi naturali. All'inizio di agosto i tassi a lungo termine hanno recuperato il loro livello più alto in quattro mesi attestandosi a oltre il 4,40% dopo la pubblicazione di dati economici notevolmente incoraggianti e l'annuncio, il 21 luglio, della riforma del sistema di cambio cinese. Le delusioni per l'andamento dell'economia e i timori di forte rallentamento, sorti a causa del ciclone Katrina, hanno innescato in agosto un nuovo calo dei tassi a lungo termine, ritornati puntualmente verso quota 4% a fine mese. Successivamente, la pubblicazione di dati tali da suscitare nuovi timori inflazionistici, timori espressi nel corso del mese di settembre da numerosi funzionari della Fed, hanno riportato, dopo otto settimane di rialzo, il rendimento del T-Note a 10 anni al suo livello più alto da metà 2004 (4,65% dall'inizio di novembre). L'andamento negativo dei mercati si è quindi interrotto quando gli operatori hanno ritenuto che fosse meno presente il rischio inflazionistico. Il ritorno dell'inflazione dal 4,7% di settembre (il record degli ultimi 14 anni) al 4,3% in ottobre e al 3,5% in novembre, in linea con l'inflessione dei prezzi dell'energia, ha in effetti occultato una crescita economica sempre molto solida e una ripresa dell'apparato produttivo.

Nella zona euro, malgrado l'influenza sempre importante dei mercati obbligazionari americani, è emersa nell'anno una tendenza al ribasso dei tassi a lungo termine. Il rendimento del Bund a 10 anni si è attestato al 3,30% a fine 2005, contro il 3,70% circa di fine 2004, pari a un calo di 40 pb, a fronte di un aumento di circa 20 pb dei tassi americani con la stessa scadenza. L'ottima performance dei mercati obbligazionari europei si è delineata nonostante il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (-13% nel 2005). A partire da marzo i tassi a lungo termine europei si sono indeboliti sensibilmente fino a toccare a settembre il minimo storico, poco al di sopra del 3%. Tale andamento è da attribuirsi principalmente alle aspettative disattese di crescita che avevano indotto numerosi governi europei e istituzioni internazionali a reclamare un calo dei tassi della BCE. In seguito, l'acuirsi dei timori

## Relazione del gestore degli investimenti

inflazionistici negli Stati Uniti in ottobre e l'affermarsi della ripresa nella zona euro hanno contribuito a qualche ulteriore aumento che ha spinto il tasso a 10 anni oltre la soglia del 3,50% a novembre, mese contrassegnato da un'importante svolta nei comunicati della BCE. Venerdì 18 novembre, Jean-Claude Trichet ha dichiarato a Francoforte che il consiglio direttivo avrebbe potuto "ridurre l'attuale politica monetaria accomodante", annunciando di fatto, con oltre 15 giorni di anticipo, un rialzo dei tassi di riferimento il 1° dicembre. Il calo dei tassi a lungo termine registratosi a seguito di tale decisione riflette sicuramente la fiducia che la BCE vigilerà sul rischio inflazionistico, ma soprattutto il riposizionamento di taluni investitori istituzionali prima della fine dell'anno. Le mutate aspettative sulla politica monetaria hanno dato luogo ad aumenti piuttosto netti sulle scadenze più brevi nel secondo semestre, che hanno fatto attestare il tasso a 2 anni a fine dicembre al di sopra del 2,85%, il valore più alto degli ultimi tre anni. Il differenziale tra i tassi a 10 e 2 anni si colloca a 44 pb a fine anno contro i 120 pb dell'anno precedente.

### Prospettive

Nel 2006 la crescita mondiale dovrebbe restare solida riequilibrandosi. Il forte aumento degli investimenti come propulsore dell'attività, insieme al consumo privato, dovrebbe garantire il mantenimento di margini relativamente elevati. Le imprese non sembrano infatti disposte a diminuire il loro impegno nei confronti della produttività e del controllo dei costi. L'ambiente appare quindi sempre favorevole ai mercati azionari, tanto più che l'inflazione dovrebbe restare contenuta e che i futuri aumenti dei tassi a lungo termine dovrebbero rimanere moderati. Le politiche monetarie preventive attuate dalle Banche centrali e una liquidità mondiale ancora abbondante limitano in effetti i rischi di aumento vertiginoso dei rendimenti obbligazionari. Le operazioni finanziarie infine, già importanti in volume nel 2005, dovrebbero realizzarsi tenendo conto delle abbondanti capacità di autofinanziamento di cui dispone la maggior parte delle imprese.

## VARIAZIONI

### TASSI

Tasso a 10 anni	30 dic '05	31 dic '04	variazione dic/dic
US T-note	4.39	4.22	17
JGB	1.48	1.44	4
OAT	3.30	3.68	-38
Bund	3.31	3.68	-37

### VALUTE

chiusure Europa	30 dic '05	31 dic '04	variazione dic/dic
EUR/USD	1.1825	1.3587	-12.97%
USD/JPY	117.87	102.50	15.00%
EUR/JPY	139.43	139.27	0.11%
EUR/GBP	0.6884	0.7074	-2.69%
GBP/USD	1.7181	1.9206	-10.54%
EUR/CHF	1.5561	1.5443	0.76%
USD/CHF	1.3156	1.1366	15.75%

## Relazione del gestore degli investimenti

### BORSE

	30 dic '05	31 dic '04	variazione dic/dic
Euro Stoxx 50	3578.93	2951.24	21.27%
Stoxx 50	3349.1	2774.77	20.70%
CAC 40	4715.23	3821.16	23.40%
Xetra-DAX	5408.26	4256.08	27.07%
Footsie 100	5618.8	4814.3	16.71%
SMI	7583.93	5693.2	33.21%
Dow Jones 30	10717.5	10783.01	-0.61%
Nasdaq	2205.32	2175.44	1.37%
S&P 500	1248.29	1211.92	3.00%
Nikkei 225	16111.43	11488.76	40.24%
Topix	1649.76	1149.63	43.50%
Hang Seng	14876.43	14230.14	4.54%
Straits Time	2347.34	2066.14	13.61%
Taiwan Weighted	6548.34	6139.69	6.66%

### POLITICA DI GESTIONE

In questo contesto il fondo ha mantenuto durante tutto l'esercizio una duration vicina a 4,80.

Nel primo trimestre l'esposizione sui titoli indicizzati all'inflazione è stata aumentata con un posizionamento su titoli a lungo termine.

Durante il secondo trimestre si è tratto profitto dall'andamento negativo del mercato creditizio per aumentare l'esposizione su tale segmento di mercato, soprattutto attraverso emissioni finanziarie.

Infine, nel corso del secondo semestre si è optato per investimenti su scadenze sempre più brevi con l'avvicinarsi della fine dell'anno. In media le scadenze a 7 anni sono state abbandonate a vantaggio di scadenze da 2 a 5 anni. Benché i tassi sembrassero troppo bassi (a settembre è stata raggiunta la soglia del 3% sul tasso a 10 anni), il discorso di Trichet a novembre ha permesso di prevederne il rialzo.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota : Le informazioni contenute nella presente relazione sono su base storica e non sono indicative dei risultati futuri.

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>62,982,580.72</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	60,583,484.61
<i>Prezzo d'acquisto</i>		58,255,516.60
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		2,327,968.01
Depositi vincolati		1,000,000.00
Interessi maturati		1,216,310.35
Sottoscrizioni da regolare		158,685.76
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 7	24,100.00
<b>Passivo</b>		<b>543,319.99</b>
Debiti bancari a vista		148,523.62
Debiti verso broker per acquisto titoli		12,600.00
Tassa d'abbonamento		7,697.82
Rimborsi chiesti e non regolati		296,055.24
Commissioni di gestione e consulenza		61,737.10
Spese della banca depositaria e amministrative		6,251.18
Altre voci del passivo		10,455.03
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>62,439,260.73</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/05</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/05</b>
Obbligazionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	118,243.360	489.270	31,709.900	87,022.730
Obbligazionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,203,585.370	2,162,565.300	803,658.160	4,562,492.510

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	62,439,260.73	43,394,607.76	34,731,163.68
<b>Obbligazionario Euro - Category I</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		87,022.730	118,243.360	157,483.780
Valore d'inventario netto della quota parte		13.86	13.38	12.59
<b>Obbligazionario Euro - Category R</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		4,562,492.510	3,203,585.370	2,646,350.770
Valore d'inventario netto della quota parte		13.42	13.05	12.37

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			54,994,920.40	88.08%
<b>Obbligazioni</b>			<b>53,961,946.52</b>	<b>86.42%</b>
<i>Austria</i>			<i>524,975.00</i>	<i>0.84%</i>
500,000 AUSTRIA	3.90 04-20 15/07A	EUR	524,975.00	0.84%
<i>Belgio</i>			<i>3,664,325.00</i>	<i>5.87%</i>
1,000,000 BELGIAN -43-	4.25 04-14 28/09A	EUR	1,073,300.00	1.72%
1,500,000 BELGIQUE OLO	5.75 97-08 28/03A	EUR	1,591,725.00	2.55%
1,000,000 BELGIQUE-OLO SER 45-	3.00 05-10 28/03A	EUR	999,300.00	1.60%
<i>Finlandia</i>			<i>2,112,700.00</i>	<i>3.38%</i>
1,000,000 FINLAND	2.75 05-10 15/09A	EUR	987,300.00	1.58%
1,000,000 FINLAND	5.75 00-11 23/02A	EUR	1,125,400.00	1.80%
<i>Francia</i>			<i>22,478,121.69</i>	<i>36.00%</i>
500,000 BOUYGUES	5.875 02-09 15/05A	EUR	540,150.66	0.87%
500,000 CADES	3.125 05-10 12/07A	EUR	500,824.97	0.80%
1,500,000 FRANCE BTAN	3.00 04-10 12/01A	EUR	1,499,700.00	2.40%
900,000 FRANCE FTB	3.50 05-15 25/04A	EUR	915,930.00	1.47%
1,000,000 FRANCE OAT	3.00 04-15 25/10A	EUR	975,100.00	1.56%
2,000,000 FRANCE OAT	4.00 03-13 25/10A	EUR	2,107,200.00	3.37%
500,000 FRANCE OAT	4.00 04-14 25/10A	EUR	528,050.00	0.85%
500,000 FRANCE OAT	4.00 04-55 25/04A	EUR	546,372.50	0.88%
1,500,000 FRANCE OAT	4.75 01-12 25/10A	EUR	1,644,300.00	2.63%
1,500,000 FRANCE OAT	5.00 01-11 25/10A	EUR	1,649,850.00	2.64%
2,000,000 FRANCE OAT	5.00 01-16 25/10A	EUR	2,301,910.00	3.69%
500,000 FRANCE OAT	5.50 00-10 25/10A	EUR	554,300.00	0.89%
1,000,000 FRANCE OAT	5.50 97-07 25/10A	EUR	1,046,200.00	1.68%
400,000 FRANCE OAT	5.50 98-29 25/04A	EUR	520,338.00	0.83%
2,000,000 FRANCE OAT	6.50 96-11 25/04A	EUR	2,330,800.00	3.73%
500,000 FRANCE OAT INDEX	2.25 03-20 25/07A	EUR	589,685.48	0.94%
700,000 FRANCE OAT INDEX	3.40 99-29 25/07A	EUR	1,095,503.58	1.75%
500,000 FRENCH TREASURY NOTE	3.75 01-07 12/01A	EUR	505,100.00	0.81%
500,000 PEUGEOT	5.875 01-11 27/09A	EUR	561,392.75	0.90%
500,000 RENAULT SA EMTN	6.125 02-09 26/06A	EUR	544,188.75	0.87%
1,500,000 UNEDIC	3.50 03-08 18/09A	EUR	1,521,225.00	2.44%
<i>Germania</i>			<i>1,981,300.00</i>	<i>3.17%</i>
2,000,000 ALLEMAGNE-FED TREAS	2.25 05-07 14/09A	EUR	1,981,300.00	3.17%
<i>Grecia</i>			<i>1,656,900.00</i>	<i>2.65%</i>
1,000,000 GREECE	4.65 02-07 19/04A	EUR	1,022,500.00	1.64%
500,000 HELLENIC REPUBLIC	5.90 02-22 22/10A	EUR	634,400.00	1.02%
<i>Irlanda</i>			<i>1,536,450.00</i>	<i>2.46%</i>
1,500,000 IRISH GOVT TREASURY	4.25 02-07 18/10A	EUR	1,536,450.00	2.46%
<i>Italia</i>			<i>6,210,253.68</i>	<i>9.95%</i>
1,250,000 ITALY	5.75 01-16 25/07A	EUR	1,493,997.35	2.39%
3,000,000 ITALY BTP	4.25 99-09 01/11S	EUR	3,130,485.00	5.01%
750,000 ITALY BTP	5.75 02-33 01/33S	EUR	986,212.41	1.58%
500,000 ITALY BTP (INDEXEE)	2.35 04-35 15/09S	EUR	599,558.92	0.96%
<i>Lussemburgo</i>			<i>527,350.00</i>	<i>0.84%</i>
500,000 EUROP.INVEST.BK EMTN	4.00 05-37 15/10A	EUR	527,350.00	0.84%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>4,107,869.58</i>	<i>6.58%</i>
500,000 ALLIANZ FIN II	4.625 02-07 29/11A	EUR	514,674.40	0.82%
500,000 E.ON INTL FIN. EMTN	5.75 02-09 29/05A	EUR	540,138.94	0.87%
2,000,000 NEDERLAND	5.50 00-10 15/07A	EUR	2,205,500.00	3.53%
500,000 SAINT GOBAIN NED	4.75 99-09 09/07A	EUR	522,751.00	0.84%
300,000 SAINT GOBAIN NEDERL	5.00 04-14 25/04A	EUR	324,805.24	0.52%
<i>Portogallo</i>			<i>1,655,100.00</i>	<i>2.65%</i>
1,500,000 PORTUGAL	5.00 02-12 15/06A	EUR	1,655,100.00	2.65%
<i>Spagna</i>			<i>5,409,375.00</i>	<i>8.66%</i>
1,500,000 SPAIN	5.15 98-09 30/07A	EUR	1,608,900.00	2.58%
1,500,000 SPAIN	5.35 01-11 31/10A	EUR	1,675,575.00	2.68%
2,000,000 SPAIN BTS	6.00 97-08 31/01A	EUR	2,124,900.00	3.40%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>2,097,226.57</i>	<i>3.36%</i>
500,000 FREDDIE MAC EMTN	4.375 04-14 15/01A	EUR	535,549.44	0.86%
1,000,000 GENERAL ELECTRIC EMTN	5.125 02-07 20/06A	EUR	1,030,695.13	1.65%
500,000 HOUSEHOLD FINANCE	5.125 99-09 24/06A	EUR	530,982.00	0.85%



# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

## Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>1,030,523.88</b>	<b>1.65%</b>
<i>Francia</i>			<i>1,030,523.88</i>	<i>1.65%</i>
500,000	BNP PARIBAS EMTN FL.R 02-14 23/01A	EUR	528,921.38	0.85%
500,000	CREDIT LOGEMENT SUB FL.R 05-15 23/06Q	EUR	501,602.50	0.80%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>2,450.00</b>	<b>0.00%</b>
<i>Germania</i>			<i>2,450.00</i>	<i>0.00%</i>
20	EURX EURO BUND FEV 119.00 23.01.06 PUT	EUR	400.00	0.00%
20	EURX EURO BUND FEV 120.00 24.01.06 PUT	EUR	1,400.00	0.00%
5	EURX EURO BUND FEV 120.50 24.01.06 PUT	EUR	650.00	0.00%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			5,588,564.21	8.95%
<b>Obbligazioni</b>			<b>4,584,552.50</b>	<b>7.34%</b>
<i>Francia</i>			<i>4,064,800.00</i>	<i>6.51%</i>
4,000,000	FRANCE BTAN 3.50 04-09 12/01A	EUR	4,064,800.00	6.51%
<i>Spagna</i>			<i>519,752.50</i>	<i>0.83%</i>
500,000	ABERTIS INFRASTRUCT. 4.375 05-20 30/03A	EUR	519,752.50	0.83%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>1,004,011.71</b>	<b>1.61%</b>
<i>Francia</i>			<i>494,350.12</i>	<i>0.79%</i>
500,000	BNP PARIBAS SUB FL.R 05-15 06/12A	EUR	494,350.12	0.79%
<i>Regno Unito</i>			<i>509,661.59</i>	<i>0.82%</i>
500,000	LLOYDS TSB SUB FL.R 05-XX 29/05A	EUR	509,661.59	0.82%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>60,583,484.61</b>	<b>97.03%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>2,001,646.24</b>
Cedole nette da obbligazioni		1,825,031.55
Interessi bancari su conti correnti		941.16
Interessi bancari su conti bancari		175,673.53
Spese		<b>898,530.52</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	633,608.77
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	26,838.28
Tassa d'abbonamento	Nota 4	27,291.72
Spese amministrative		57,679.46
Commissioni di domiciliazione		1,241.84
Onorari		78,477.73
Interessi bancari su conti correnti		4,337.24
Spese d'intermediazione	Nota 2	30,965.79
Spese di pubblicazione e stampa		30,218.50
Spese bancarie		1,339.86
Altre spese		6,531.33
Reddito netto da investimenti		<b>1,103,115.72</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		308,683.51
Minusvalenze nette realizzate su future		-95,858.45
Minusvalenze nette realizzate su opzioni		-10,012.25
Utile netto realizzato		<b>1,305,928.53</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		23,820.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-13,778.48
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,315,970.05</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		28,856,420.06
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		6,759.94
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		28,849,660.12
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-11,127,737.14
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		-434,597.02
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		-10,693,140.12
Aumento del patrimonio netto		<b>19,044,652.97</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>43,394,607.76</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>62,439,260.73</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Paesi Emergenti**

## Relazione del gestore degli investimenti

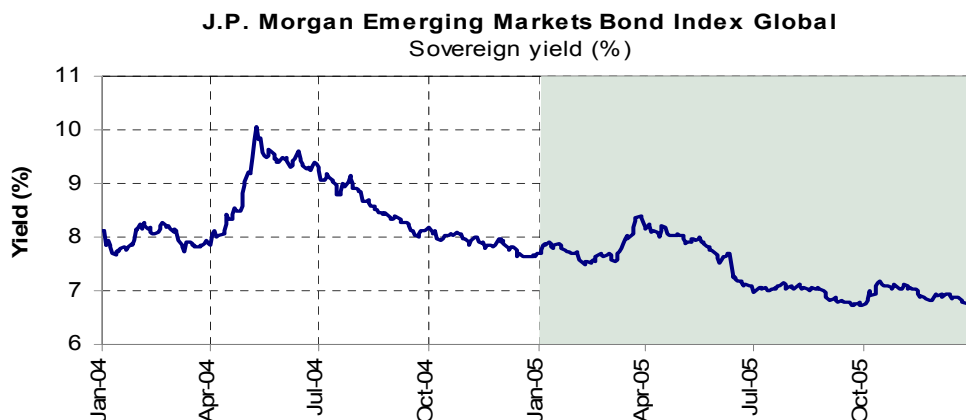
### Analisi del mercato obbligazionario

I mercati emergenti sono stati la classe di strumenti che ha evidenziato la performance migliore nel 2005 e, nel corso del processo, gli spread si sono ristretti. Le performance dei diversi paesi sono state diverse e i paesi migliori sono stati quelli produttori di commodity. In rilievo anche una crescente propensione a favore delle obbligazioni locali e più esotiche. Il mercato ha trovato altresì un sostegno in un'offerta limitata e in notevoli afflussi provenienti dall'esterno degli Stati Uniti, ad esempio dall'Asia e dal Medio Oriente.

Il 2005 ha avuto avvio con un crollo dei prezzi, dal momento che il volume elevato a livello stagionale di nuove emissioni ha inciso sul mercato. Tuttavia questa tendenza è stata di breve durata e il mercato ha evidenziato un rally nella seconda settimana di gennaio fino a fine febbraio. Nel corso del mese di marzo, il mercato è stato caratterizzato da significative svendite, lasciando sul terreno più dei rendimenti conseguiti nei due mesi precedenti, poiché i timori inflazionistici, il potenziale per un programma d'inasprimento più aggressivo da parte della Federal Reserve e il rialzo dei rendimenti delle obbligazioni USA hanno determinato un incremento dell'avversione al rischio degli investitori.

Il calo di marzo è stato lentamente recuperato nel corso di aprile e maggio, sulla scia del rally dei Treasury USA. Nei due mesi abbiamo assistito a un movimento altalenante degli spread. Ad aprile si è evidenziato un allargamento degli spread dei mercati emergenti, dal momento che i mercati globali hanno risentito dei timori relativi a un rallentamento della crescita USA, che hanno prodotto una debolezza dei mercati azionari e un allargamento degli spread creditizi. Tuttavia gli spread hanno registrato un restringimento di egual misura a maggio, poiché S&P ha effettuato un upgrade dell'Ucraina. Dei fattori tecnici positivi, come una quantità limitata di nuove emissioni, buoni flussi e cedole e ammortamenti solidi hanno fornito un contributo all'outperformance.

Il rally del mercato è proseguito fino a giugno, e gli spread di mercato si sono ristretti notevolmente di 85 punti base, dal momento che l'Argentina ha focalizzato la propria attenzione sul rispetto del target di fine giugno in termini di base monetaria. Nonostante la rivalutazione dello yuan cinese, gli scandali a livello politico in Brasile e nelle Filippine e la deludente performance dei Treasury USA, a luglio la svendita sui mercati emergenti è stata piuttosto limitata. Ciò è dipeso innanzitutto dai fattori tecnici, ancora una volta solidi, che hanno sospinto il mercato. Ad agosto e settembre il mercato ha evidenziato un rally. Nel corso di questi mesi l'aumento del prezzo del petrolio è stato il principale fattore di spinta della performance delle obbligazioni dei mercati emergenti. A fine agosto, il prezzo del petrolio è salito temporaneamente oltre i 70 USD al barile, poiché la principale regione per la produzione di petrolio negli USA è stata devastata dall'uragano Katrina. A ottobre, il mercato ha evidenziato il secondo significativo ribasso nel corso dell'anno, dal momento che i mercati dei Treasury hanno registrato delle svendite ed è prevalsa l'avversione al rischio, mentre gli spread dei mercati emergenti hanno registrato un allargamento di 8 punti base. I mercati hanno velocemente registrato un rimbalzo dal ribasso di ottobre. I fattori tecnici continuano a spingere la performance, dal momento che gli afflussi nella classe di strumenti sono rimasti solidi. Il rally sui mercati emergenti è continuato a dicembre, poiché i Treasury USA si sono rafforzati. Inoltre gli investitori, vincolati da un riequilibrio di fine anno, hanno fatto nuovamente il loro ingresso sul mercato a dicembre, facendo sì che i mercati emergenti potessero concludere l'anno in modo positivo.

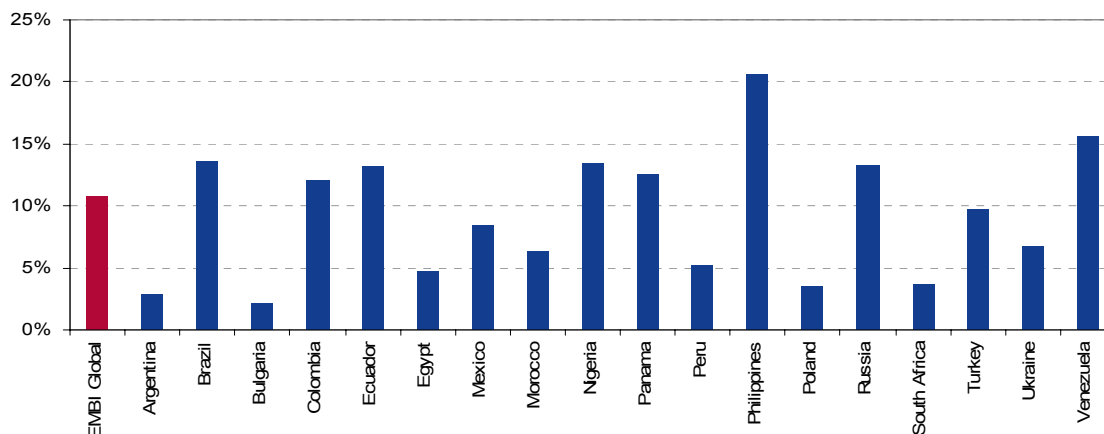


Source: Bloomberg, as of December 31, 2005

## Relazione del gestore degli investimenti

In termini di paesi specifici, Filippine, Venezuela e Russia, paesi produttori di petrolio, sono stati i paesi dell'universo che hanno evidenziato la performance migliore. Le obbligazioni argentine hanno nettamente sottoperformato il resto dell'universo.

### Performance (in %) dell'indice JP Morgan EMBI Global Index e dei paesi specifici 31 dic 04 – 30 dic 05



### Rassegna del portafoglio

Nel periodo in esame, FFTW non ha previsto il rally delle obbligazioni dei mercati emergenti e, al contrario, ha deciso di mantenere un'esposizione sottopesata rispetto al benchmark in relazione ad alcuni dei paesi ivi contenuti, quali Brasile, Messico, Russia e Turchia. Ciò ha prodotto una consistente posizione in liquidità nel portafoglio, che nel corso del periodo è stata in media del 28%.

Tale posizione ha avuto effetti negativi sulla performance del portafoglio rispetto a quella del benchmark, e nel corso del periodo l'indice dei titoli di stato dei mercati emergenti ha sovraperformato la liquidità.

In termini di selezione per paese, le nostre posizioni, in linea con l'allocazione del benchmark, non hanno avuto un impatto sulla performance del portafoglio rispetto alla performance del benchmark.

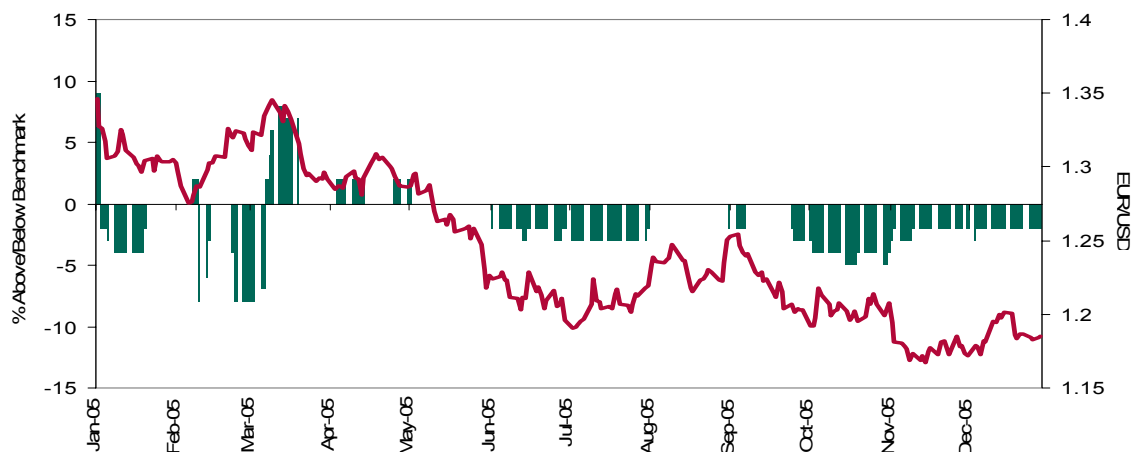
### Gestione delle valute

Nel corso dell'anno l'USD ha evidenziato un'outperformance rispetto a tutte le principali valute. Il dollaro si è rafforzato a inizio anno, dal momento che il governo USA ha espresso l'intenzione di concentrarsi maggiormente sull'abbattimento degli elevati deficit gemelli (di bilancio e delle partite correnti). Ad aprile, maggio e giugno il continuo inasprimento sul piano economico della Federal Reserve ha fornito un notevole sostegno al dollaro e la debolezza dei dati provenienti dagli USA si è dimostrata essere un soft patch, piuttosto che un rallentamento. Il dollaro ha evidenziato un calo a seguito della rivalutazione cinese di luglio, ma si è ripreso presto ritornando ai livelli precedenti. A luglio, gran parte delle principali valute ha evidenziato un rally rispetto al dollaro, e ad agosto i principali paesi produttori di petrolio, quali Canada e Norvegia, hanno registrato un rally in virtù del rialzo dei prezzi del petrolio. Dal momento che i prezzi del petrolio sono calati a settembre e le previsioni relative all'inflazione hanno registrato un rialzo, negli USA sono emersi una Fed aggressiva e un rialzo dei rendimenti, che hanno contribuito a un notevole rally del dollaro rispetto all'euro e allo yen. Tale rally è proseguito per il resto dell'anno, sospinto dal tema, ancora presente, dei favorevoli differenziali dei tassi e da una solida crescita economica. Lo yen è stato particolarmente debole, poiché gli investitori giapponesi hanno mostrato una maggiore propensione al rischio e sono stati disposti a spostarsi verso attività estere "più rischiose", e ciò ha determinato dei costanti deflussi a livello di yen. Nel complesso, nel corso del periodo il dollaro USA si è apprezzato del 12,60% rispetto all'euro e del 12,90% rispetto allo yen giapponese.

Nel corso dell'anno, il dollaro USA è stato negoziato in modo attivo e, ciononostante, il conseguimento di rendimenti dalla valuta è diventato eccessivamente difficoltoso, dal momento che il trend di mercato è stato ben lungi dall'essere continuo e la valuta ha oscillato in entrambe le direzioni. Nel complesso, le posizioni in valuta estera non hanno avuto alcun impatto sui rendimenti.

## Relazione del gestore degli investimenti

**Posizione in valute del portafoglio, in EUR, al di sopra e al di sotto del benchmark e EUR/USD  
31 dic 04 – 31 dic 05**



### Prospettive del mercato

Manteniamo un atteggiamento prudente, dal momento che riteniamo che in futuro avrà luogo una correzione del mercato obbligazionario USA, che andrà potenzialmente a incidere sulla performance del mercato delle obbligazioni emergenti. Per tale ragione continuiamo a mantenere una quota di liquidità all'interno del portafoglio. Tuttavia siamo dell'idea che la Federal Reserve rallenterà il ciclo di rialzo dei tassi dopo aver raggiunto il 5%, e per questo prevediamo che il livello di liquidità in portafoglio sarà ridotto in futuro, in virtù della sostanziale correzione dei rendimenti che ci darà l'opportunità d'incrementare la nostra esposizione verso il mercato delle obbligazioni emergenti.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative delle performance future.

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

<b>Attivo</b>		<b>18,652,773.91</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	10,954,588.84
<i>Prezzo d'acquisto</i>		9,650,692.00
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		1,303,896.84
Depositi bancari a vista e liquidità		7,340,897.17
Interessi maturati		273,291.32
Sottoscrizioni da regolare		73,121.62
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 6	10,874.96
<b>Passivo</b>		<b>84,493.44</b>
Tassa d'abbonamento		2,303.22
Rimborsi chiesti e non regolati		49,405.53
Commissioni di gestione e consulenza		27,089.08
Spese della banca depositaria e amministrative		2,572.78
Altre voci del passivo		3,122.83
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>18,568,280.47</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/05</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/05</b>
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	9,650.290	0.000	650.190	9,000.100
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	729,174.830	535,834.150	177,566.290	1,087,442.690

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	18,568,280.47	11,555,065.42	16,962,571.55
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		9,000.100	9,650.290	108,795.450
Valore d'inventario netto della quota parte		17.75	16.25	15.34
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,087,442.690	729,174.830	1,024,481.870
Valore d'inventario netto della quota parte		16.93	15.63	14.93

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			10,954,588.84	59.00%
<b>Obbligazioni</b>			<b>10,746,644.02</b>	<b>57.88%</b>
<i>Argentina</i>			<i>195,661.51</i>	<i>1.05%</i>
795,938	ARGENTINA IN DEFAULT -2018- 01-18 19/06S	USD	195,661.51	1.05%
<i>Brasile</i>			<i>2,458,467.03</i>	<i>13.24%</i>
791,000	BRAZIL 8.00 05-18 15/01S	USD	723,513.23	3.90%
750,000	BRAZIL 11.00 00-40 17/08S	USD	820,250.91	4.42%
250,000	BRAZIL 11.25 00-07 26/07S	USD	230,312.79	1.24%
750,000	BRAZIL GLOBAL BD 9.375 98-08 07/04S	USD	684,390.10	3.69%
<i>Cile</i>			<i>217,068.89</i>	<i>1.17%</i>
250,000	CHILE (REPUBLIC OF) 5.50 03-13 15/01S	USD	217,068.89	1.17%
<i>Filippine</i>			<i>844,789.63</i>	<i>4.55%</i>
250,000	PHILIPPINES 9.875 00-10 16/03S	USD	239,790.37	1.29%
600,000	PHILIPPINES 9.875 99-19 15/01S	USD	604,999.26	3.26%
<i>Malesia</i>			<i>474,445.68</i>	<i>2.56%</i>
500,000	MALAYSIA 8.75 99-09 01/06S	USD	474,445.68	2.56%
<i>Messico</i>			<i>2,227,896.81</i>	<i>12.00%</i>
1,000,000	MEXICAN STATES 8.30 01-31 15/08S	USD	1,090,149.92	5.87%
1,000,000	MEXICAN STATES 9.875 97-07 15/01A	USD	893,447.49	4.81%
250,000	MEXICAN STATES 10.375 99-09 17/02S	USD	244,299.40	1.32%
<i>Panama</i>			<i>249,407.96</i>	<i>1.34%</i>
250,000	PANAMA (REP.OF) 9.375 01-12 23/07S	USD	249,407.96	1.34%
<i>Perù</i>			<i>255,067.21</i>	<i>1.37%</i>
250,000	PERU 9.875 03-15 06/02S	USD	255,067.21	1.37%
<i>Russia</i>			<i>1,737,157.65</i>	<i>9.36%</i>
250,000	RUSSIA MINFIN-REG S- 10.00 97-07 26/06S	USD	226,900.89	1.22%
250,000	RUSSIA REG -S- 11.00 98-18 24/07S	USD	315,037.71	1.70%
1,250,000	RUSSIA REG-S STEP UP 5.00 00-30 31/03S	USD	1,195,219.05	6.44%
<i>Sudafrica</i>			<i>238,010.75</i>	<i>1.28%</i>
250,000	SOUTH AFRICA 9.125 99-09 19/05S	USD	238,010.75	1.28%
<i>Turchia</i>			<i>1,132,427.74</i>	<i>6.10%</i>
250,000	TURKEY 11.375 01-06 27/11S	USD	223,626.77	1.20%
500,000	TURKEY 11.875 00-30 15/01S	USD	653,005.00	3.52%
250,000	TURKEY 12.375 99-09 15/06S	USD	255,795.97	1.38%
<i>Venezuela</i>			<i>716,243.16</i>	<i>3.86%</i>
500,000	VENEZUELA 9.25 97-27 15/09S	USD	503,433.08	2.71%
250,000	VENEZUELA PAR BOND 6.75 91-20 18/04S	USD	212,810.08	1.15%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>193,958.21</b>	<b>1.04%</b>
<i>Equatore</i>			<i>193,958.21</i>	<i>1.04%</i>
250,000	ECUADOR STEP-UP REG-S FL.R 00-30 15/08S	USD	193,958.21	1.04%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>13,986.61</b>	<b>0.08%</b>
<i>Nigeria</i>			<i>13,986.61</i>	<i>0.08%</i>
750	CENTRAL BK NIGERIA PMT.ADJ. 15.11.20 WAR	USD	13,986.61	0.08%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>10,954,588.84</b>	<b>59.00%</b>



# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>884,650.36</b>
Cedole nette da obbligazioni		825,457.02
Interessi bancari su conti correnti		59,193.34
Spese		<b>349,573.69</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	254,421.08
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	14,242.45
Tassa d'abbonamento	Nota 4	7,505.26
Spese amministrative		32,054.59
Commissioni di domiciliazione		321.09
Onorari		15,180.03
Spese d'intermediazione	Nota 2	7,494.48
Spese di pubblicazione e stampa		7,545.10
Spese bancarie		3,193.56
Altre spese		7,616.05
Reddito netto da investimenti		<b>535,076.67</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		60,237.28
Plusvalenze nette realizzate su cambi		55,772.25
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-724,658.10
Perdita netta realizzata		<b>-73,571.90</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		-545,947.25
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		1,767,863.97
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,148,344.82</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		8,745,161.98
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		8,745,161.98
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-2,880,291.75
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		-11,423.84
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		-2,868,867.91
Aumento del patrimonio netto		<b>7,013,215.05</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>11,555,065.42</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>18,568,280.47</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Breve Termine Euro**

## **Relazione del gestore degli investimenti**

L'anno passato è stato caratterizzato da un continuo trend di appiattimento della curva, e specialmente le scadenze sul lungo termine hanno tratto vantaggio dalla domanda proveniente dal settore assicurativo e dei fondi pensione. Il cambiamento dei requisiti normativi, unitamente al quadro di bassi rendimenti su base storica, hanno sostenuto tale tendenza. Nel corso dell'anno, il rendimento a due anni in rappresentanza delle obbligazioni a breve termine è cresciuto, passando dal 2,48 al 2,86%.

Dal punto di vista economico, il progresso dell'anno 2005 potrebbe essere suddiviso in due parti, in particolar modo nell'ambito di Eurolandia. Nella prima metà dell'anno, dati scoraggianti sull'andamento commerciale, prospettive di crescita deboli e un ribasso dei tassi d'inflazione core hanno determinato il comportamento del mercato. Pertanto, i tassi sul tratto breve della curva sono diminuiti fino a quasi il 2%. Immediatamente sono incominciate le discussioni su un allentamento della politica monetaria della BCE. Tuttavia il notevole apprezzamento degli asset in diversi mercati residenziali (ad es. Spagna e Irlanda) e l'elevata liquidità sul mercato hanno rappresentato un contrappeso.

A giugno si è registrata una svolta. Livelli record per il petrolio hanno alimentato la preoccupazione di un rialzo dell'inflazione, i segnali di un miglioramento dell'economia USA e i continui rialzi dei tassi d'interesse da parte della FED hanno spianato il terreno per un cambiamento della percezione anche in Eurolandia. In Europa, ci è voluto un po' di più prima che le spese in corso delle aziende e i buoni risultati delle esportazioni per via dell'apprezzamento dell'USD sostenessero la prospettiva di un'economia caratterizzata da una crescita lenta. Gli effetti del devastante uragano "Katrina" non sono durati a lungo sul mercato, tuttavia il timore di diversi membri della BCE di scivolare "dietro la curva" ha indicato una possibile mossa in relazione al repo rate nell'ambito di Eurolandia. Si è dovuto attendere fino a novembre per una comunicazione ufficiale da parte di Trichet, presidente della BCE, sul primo rialzo degli ultimi anni. I rendimenti sul breve termine sono aumentati e la curva dei rendimenti si è appiattita.

Per il 2006, intravediamo un repo rate della BCE a quota 2,75%. E prevediamo una crescita del PIL dell'1,70%. L'aumento dell'IVA in Germania nel 2007 potrebbe sostenere una crescita delle spese al consumo nel 2006. Tuttavia questo effetto sul fronte della domanda non durerà a lungo.

Il rialzo dei tassi sul breve termine e un quadro dei rendimenti relativamente stabile stanno incoraggiando un ulteriore appiattimento della curva europea dei rendimenti. L'attuale domanda di greggio nelle vivaci economie asiatiche determinerà elevati prezzi delle materie prime e, pertanto, il timore di un incremento dell'inflazione potrebbe rappresentare uno dei temi chiave. Ora il mercato ha già scontato due rialzi della BCE fino a fine anno.

Pertanto siamo prudenti e abbiamo presentato una posizione neutrale rispetto al benchmark per l'inizio del 2006. Il portafoglio consiste di un numero elevato di titoli di stato, e ciò riflette il carattere difensivo del comparto.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>74,610,170.37</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	71,094,379.76
<i>Prezzo d'acquisto</i>		71,565,152.72
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-470,772.96
Depositi bancari a vista e liquidità		767,788.78
Interessi maturati		1,156,556.81
Sottoscrizioni da regolare		1,586,195.02
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 7	5,250.00
Passivo		<b>509,548.33</b>
Tassa d'abbonamento		9,133.72
Rimborsi chiesti e non regolati		442,445.44
Commissioni di gestione e consulenza		42,564.86
Spese della banca depositaria e amministrative		7,323.74
Altre voci del passivo		8,080.57
Valore netto d'inventario		<b>74,100,622.04</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	37,632.480	94,111.880	12,160.000	119,584.360
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,952,627.690	4,858,373.300	2,328,308.520	6,482,692.470

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	74,100,622.04	44,352,952.04	29,173,442.01
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		119,584.360	37,632.480	74,934.320
Valore d'inventario netto della quota parte		11.45	11.29	11.00
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		6,482,692.470	3,952,627.690	2,610,422.620
Valore d'inventario netto della quota parte		11.22	11.11	10.86

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			71,094,379.76	95.94%
<b>Obbligazioni</b>			<b>67,547,234.67</b>	<b>91.16%</b>
<i>Austria</i>			<i>2,010,155.50</i>	<i>2.71%</i>
2,000,000	KOMMUNALKREDIT 3.25 04-09 05/03A	EUR	2,010,155.50	2.71%
<i>Francia</i>			<i>5,128,463.39</i>	<i>6.92%</i>
2,000,000	CIF EUROMORTGAGE 3.50 03-07 12/11A	EUR	2,019,395.26	2.73%
1,500,000	DEXIA MUN AGENCY EMTN 3.25 03-08 12/07A	EUR	1,508,827.32	2.04%
1,000,000	FINANCEMENT FONC. EMTN3.625 03-08 28/01A	EUR	1,013,035.50	1.37%
300,000	LVMH MOET HENNESSY 6.125 01-08 25/06A	EUR	320,694.03	0.43%
250,000	SUEZ CIE ALLIANCE 5.50 02-09 20/02A	EUR	266,511.28	0.36%
<i>Germania</i>			<i>25,497,245.52</i>	<i>34.41%</i>
1,500,000	BAYERISCHE HYPO-1064- 3.00 03-08 11/06A	EUR	1,500,075.00	2.02%
1,000,000	BERLIN HANNOV.HYPO139 3.00 04-08 27/10A	EUR	999,050.00	1.35%
1,500,000	BUNDESLAENDER BRD -14-3.50 03-08 22/01A	EUR	1,515,648.37	2.05%
1,500,000	EUROHYPO -2166- EMTN 1.60 05-07 12/04A	EUR	1,476,195.00	1.99%
1,500,000	EUROHYPO -2266- 2.50 05-09 09/06A	EUR	1,464,675.00	1.98%
2,000,000	HYP-BANK ESSEN 3.00 04-08 17/06A	EUR	2,000,700.00	2.70%
1,000,000	HYP-BANK ESSEN -A71Z- 3.25 04-08 19/05A	EUR	1,005,250.00	1.36%
2,000,000	HYPO REAL ESTATE.1049 3.25 03-06 05/12A	EUR	2,008,300.00	2.71%
1,000,000	HYPO REAL EST-P- 4035 2.75 03-06 17/07A	EUR	1,000,050.00	1.35%
1,000,000	KRED.ANST.WIEDER.EMTN 2.625 05-07 20/06A	EUR	996,813.88	1.35%
2,000,000	LAND BADEN-WUERTTEM 3.25 03-08 29/01A	EUR	2,012,453.26	2.72%
1,000,000	LBK BAD.WUERT 4.75 02-07 17/08A	EUR	1,027,850.00	1.39%
1,500,000	MUENCHENER HYPO BK598 2.75 04-07 27/04A	EUR	1,497,975.00	2.02%
2,500,000	NRW.BANK -31- EMTN 2.50 04-07 26/11A	EUR	2,480,950.63	3.35%
1,500,000	NRW.BANK -7712- 3.00 03-06 06/11A	EUR	1,503,075.00	2.03%
2,000,000	SEB AG 325 2.75 04-07 05/03A	EUR	1,997,900.00	2.70%
1,000,000	STATE BERLIN -150- 3.50 03-08 13/02A	EUR	1,010,284.38	1.36%
<i>Grecia</i>			<i>5,020,675.00</i>	<i>6.78%</i>
2,000,000	HELLENIC REPUBLIC 2.90 05-08 21/06A	EUR	1,995,400.00	2.69%
1,500,000	HELLENIC REPUBLIC 3.25 04-07 21/06A	EUR	1,508,175.00	2.04%
1,500,000	HELLENIC REPUBLIC 3.50 03-08 18/04A	EUR	1,517,100.00	2.05%
<i>Irlanda</i>			<i>3,502,549.33</i>	<i>4.73%</i>
1,750,000	DEPFA ACS BANK REGS 3.25 03-08 15/04A	EUR	1,758,740.60	2.37%
1,750,000	WESTLB COVERED BOND 2.75 04-07 05/11A	EUR	1,743,808.73	2.35%
<i>Italia</i>			<i>5,010,662.50</i>	<i>6.76%</i>
1,500,000	ITALY 2.75 03-06 01/09S	EUR	1,501,282.50	2.03%
2,500,000	ITALY 2.75 05-08 01/02S	EUR	2,494,875.00	3.37%
1,000,000	ITALY BTP 3.50 03-08 15/09S	EUR	1,014,505.00	1.37%
<i>Lituania</i>			<i>1,075,996.75</i>	<i>1.45%</i>
1,000,000	REPUBLIC OF LITHUANIA 6.625 01-08 20/02A	EUR	1,075,996.75	1.45%
<i>Lussemburgo</i>			<i>2,991,600.00</i>	<i>4.04%</i>
3,000,000	EUROP.INVEST.BK EMTN 2.625 04-07 15/10A	EUR	2,991,600.00	4.04%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>6,882,390.70</i>	<i>9.29%</i>
1,000,000	ABN AMRO BOUWFDS EMTN 3.25 03-08 03/06A	EUR	1,004,139.31	1.36%
2,000,000	ABN AMRO BOWFONDS 3.125 04-07 14/12A	EUR	2,004,076.26	2.70%
200,000	ALTADIS FINANCE 4.25 03-08 02/10A	EUR	204,996.09	0.28%
1,000,000	BANK V.NED.GEM. EMTN 4.625 02-07 17/08A	EUR	1,026,844.88	1.39%
1,000,000	BANK V.NED.GEM.EMTN 2.875 04-07 15/05A	EUR	1,000,438.00	1.35%
1,000,000	BANK V.NED.GEM.EMTN 3.50 03-08 31/03A	EUR	1,010,999.19	1.36%
300,000	DEUTSCHE TELEKOM INT 5.25 98-08 20/05A	EUR	313,795.13	0.42%
300,000	PHILIPS ELECTRONICS 5.75 01-08 16/05A	EUR	317,101.84	0.43%
<i>Polonia</i>			<i>1,022,400.00</i>	<i>1.38%</i>
1,000,000	POLAND EMTN 3.875 04-09 15/01A	EUR	1,022,400.00	1.38%
<i>Portogallo</i>			<i>2,799,575.00</i>	<i>3.78%</i>
1,500,000	PORTUGAL 3.25 04-08 15/07A	EUR	1,510,200.00	2.04%
1,250,000	PORTUGAL 4.875 02-07 17/08A	EUR	1,289,375.00	1.74%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,273,014.22</i>	<i>1.72%</i>
250,000	ANGLO AMERICAN EMTN 3.625 03-08 05/06A	EUR	252,594.16	0.34%
1,000,000	BRAD.AND BINGL.EMTN 3.75 04-09 26/05A	EUR	1,020,420.06	1.38%
<i>Slovenia</i>			<i>526,917.75</i>	<i>0.71%</i>
500,000	SLOVENIA (REP OF) 4.875 99-09 18/03A	EUR	526,917.75	0.71%
<i>Spagna</i>			<i>3,837,689.58</i>	<i>5.18%</i>
1,800,000	BSCH 4.00 02-07 01/10A	EUR	1,831,889.70	2.47%
2,000,000	SPAIN 3.00 04-07 30/07A	EUR	2,005,799.88	2.71%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Stati Uniti d'America</i>		428,125.65	0.58%
400,000	PEMEX PROJECT FD REGS 7.75 00-07 02/08A	EUR	428,125.65	0.58%
	<i>Sudafrica</i>		539,773.78	0.73%
500,000	SOUTH AFRICA 7.00 01-08 10/04A	EUR	539,773.78	0.73%
	<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>		<b>1,758,336.13</b>	<b>2.37%</b>
	<i>Germania</i>		751,864.13	1.01%
750,000	VOLKSWAGEN FIN SVCS FL.R 04-07 19/01Q	EUR	751,864.13	1.01%
	<i>Italia</i>		1,006,472.00	1.36%
1,000,000	AUTOSTRADA SPA EMTN FL.R 04-11 09/06Q	EUR	1,006,472.00	1.36%
	<b>Titoli ipotecari e garantiti da attività</b>		<b>1,788,808.96</b>	<b>2.41%</b>
	<i>Irlanda</i>		796,819.76	1.08%
391,372	LUSITANO SER.2 CL.A FL.R 03-36 16/11Q	EUR	392,780.53	0.53%
402,430	MAGELLAN MTGS S.2 FL.R 03-36 01/07Q	EUR	404,039.23	0.55%
	<i>Italia</i>		991,989.20	1.34%
486,113	SIENA MORT.S03-4 -A2- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	486,606.20	0.66%
500,000	SIENA MORT.S03-4 C-B- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	505,383.00	0.68%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>71,094,379.76</b>	<b>95.94%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1,884,546.33</b>
Cedole nette da obbligazioni		1,863,314.61
Interessi bancari su conti correnti		18,032.86
Interessi bancari su conti bancari		3,198.86
Spese		<b>731,597.11</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	426,297.40
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	30,572.02
Tassa d'abbonamento	Nota 4	27,401.41
Spese amministrative		64,800.77
Commissioni di domiciliazione		1,426.75
Onorari		102,107.70
Spese d'intermediazione	Nota 2	40,527.97
Spese di pubblicazione e stampa		31,653.81
Spese bancarie		2,790.43
Altre spese		4,018.85
Reddito netto da investimenti		<b>1,152,949.22</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-203,792.03
Minusvalenze nette realizzate su future		-64,105.75
Utile netto realizzato		<b>885,051.44</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		5,250.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-480,503.88
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>409,797.56</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		55,619,033.56
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		<i>1,077,437.12</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		<i>54,541,596.44</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-26,281,161.12
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		<i>-139,416.70</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		<i>-26,141,744.42</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>29,747,670.00</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>44,352,952.04</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>74,100,622.04</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Convertible Europeo**



## **Relazione del gestore degli investimenti**

Nel 2005 le obbligazioni convertibili europee hanno ampiamente beneficiato del rialzo dei mercati azionari. La breve durata delle obbligazioni convertibili (circa 3,5 anni) ha permesso di limitare l'impatto negativo dell'aumento dei tassi governativi della zona euro, mentre il perdurante ribasso della volatilità delle azioni ha continuato a penalizzare la componente opzionale delle convertibili. Nel complesso, le obbligazioni convertibili europee hanno evidenziato nel 2005 un acquisto di valore dell'ordine del 10%.

Al di là del rally azionario, l'elemento più significativo è rappresentato ancora una volta dalle oscillazioni del dollaro nei confronti dell'euro (1,35 \$ alla fine del 2004 a fronte di 1,18 \$ al termine del 2005): occorre ricordare che le obbligazioni convertibili europee denominate in dollari costituiscono il 20% circa del mercato. In tal contesto, la sottoponderazione del fondo in dollari durante la fase di ribasso dell'euro da 1,35 \$ a 1,23 \$ ha penalizzato i fondi rispetto all'indice di riferimento. Ciononostante, grazie alla sovraesposizione sui mercati azionari per la maggior parte dell'anno il fondo ha realizzato una performance annuale pari al 10% circa.

Durante tutto l'arco dell'anno abbiamo attuato una politica di gestione fedele a quella dell'anno precedente, mirata a rafforzare i titoli più convessi a detrimento di quelli più marcatamente obbligazionari, con un doppio effetto: positivo in quanto, di fatto, il fondo ha beneficiato ulteriormente del rialzo dei mercati azionari; negativo, poiché è stato penalizzato al contempo dalla diminuzione delle volatilità implicite, seppure in misura minore.

Queste ultime sono tuttora svalutate rispetto alla relativa media storica. D'altro canto occorre sottolineare come minori sono le volatilità, più la convessità delle obbligazioni convertibili aumenta, a beneficio del fondo. In tal contesto non riteniamo che vi sia motivo di modificare la nostra politica d'investimento per il 2006 e continuiamo a privilegiare le obbligazioni convertibili più convesse, cercando al contempo la migliore diversificazione settoriale possibile.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota : Le informazioni contenute nella presente relazione sono su base storica e non sono indicative dei risultati futuri.

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>24,760,344.30</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	22,995,119.51
<i>Prezzo d'acquisto</i>		21,363,896.32
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		1,631,223.19
Depositi bancari a vista e liquidità		1,332,007.17
Interessi maturati		217,325.09
Sottoscrizioni da regolare		215,510.84
Altre voci dell'attivo		381.69
Passivo		<b>909,816.02</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		851,271.23
Tassa d'abbonamento		2,606.53
Rimborsi chiesti e non regolati		20,199.11
Commissioni di gestione e consulenza		29,575.31
Spese della banca depositaria e amministrative		2,322.24
Altre voci del passivo		3,841.60
Valore netto d'inventario		<b>23,850,528.28</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	22,069.110	511,022.960	209,132.960	323,959.110
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,437,280.610	767,691.290	318,747.130	1,886,224.770

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	23,850,528.28	14,243,783.57	12,220,942.27
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		323,959.110	22,069.110	120,967.320
Valore d'inventario netto della quota parte		11.22	10.10	9.76
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,886,224.770	1,437,280.610	1,157,846.580
Valore d'inventario netto della quota parte		10.72	9.76	9.54

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			20,964,877.17	87.90%
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>20,964,877.17</b>	<b>87.90%</b>
<i>Austria</i>			<i>162,872.08</i>	<i>0.68%</i>
327	OMV CV 1.50 04-08 22/12A	EUR	162,872.08	0.68%
<i>Bermuda</i>			<i>113,385.83</i>	<i>0.48%</i>
187,000	HOLCIM CAPITAL REG CV 0.00 02-17 10/06U	USD	113,385.83	0.48%
<i>Francia</i>			<i>6,754,594.25</i>	<i>28.32%</i>
700	ACCOR CV 1.00 02-07 01/01A	EUR	83,884.53	0.35%
2,800	ACCOR CV 1.75 03-08 01/01A	EUR	127,821.76	0.54%
25,181	ALCATEL CV 4.75 03-13 01/01A	EUR	438,798.28	1.84%
3,000	ALTRAN TECHNO. CV 3.75 04-09 01/01A	EUR	40,658.25	0.17%
1,520	ARTEMIS CONSEIL CV 1.50 01-07 16/05A	EUR	453,096.11	1.90%
2,950	AXA SUB CV 2.50 99-14 01/01A	EUR	599,362.86	2.51%
2,750	AXA UAP CV 3.75 00-17 01/01A	EUR	636,994.54	2.67%
1,825	CAP GEMINI SA CV -CAP- 2.50 03-10 01/01A	EUR	91,788.84	0.38%
1,600	COMP.SAINT GOBAIN CV 2.625 02-07 01/01A	EUR	353,338.28	1.48%
1,851	ESSILOR -EF- CV 1.50 03-10 07/02A	EUR	129,056.52	0.54%
4,871	FINANCIERE AGACHE CV 0.00 02-06 13/05U	EUR	384,491.35	1.61%
200	FRANCE TELECOM CV 1.60 04-09 01/01A	EUR	521,903.83	2.19%
5,223	PINAULT-PRINT.RED. CV 2.50 03-08 01/01A	EUR	521,690.89	2.19%
10,000	PUBLICIS GROUP CV 0.75 03-08 17/07A	EUR	324,067.24	1.36%
3,300	RALLYE (CASINO) CV 3.25 00-06 30/06A	EUR	493,457.54	2.07%
4,252	RALLYE SA CV 3.75 03-08 01/01A	EUR	200,916.87	0.84%
5,894	SIMETRA OB CV REG 1.50 03-08 26/06A	EUR	283,718.41	1.19%
3,500	THALES SA CV 2.5 01-07 01/01A	EUR	182,780.73	0.77%
4,750	THOMSON CV 1.00 00-06 01/01A	EUR	376,948.02	1.58%
4,730	VIVENDI UNIVERSAL CV 1.75 03-08 30/10A	EUR	161,404.01	0.68%
8,000	WENDEL INVEST CV 2.00 03-09 19/06A	EUR	348,415.39	1.46%
<i>Germania</i>			<i>2,379,309.63</i>	<i>9.98%</i>
100,000	ADIDAS SALOMON INTL 2.50 03-18 08/10A	EUR	161,850.64	0.68%
300,000	DEUTSCHE POST.FIN. CV 2.65 04-07 02/07A	EUR	396,587.17	1.66%
300,000	KFW INT.FINANCE 0.875 04-07 08/01A	EUR	318,987.90	1.34%
1,350,000	KFW INT.FINANCE -DTE- 0.75 03-08 08/08A	EUR	1,340,163.74	5.62%
150,000	TUI CONV 4.00 03-08 01/12A	EUR	161,720.18	0.68%
<i>Guernesey</i>			<i>771,153.94</i>	<i>3.23%</i>
300,000	ABB INTL CV(ABB REG) 3.50 03-10 10/09A	CHF	278,678.01	1.17%
320,000	ABB INTL FIN CONV 4.625 02-07 16/05S	USD	315,525.18	1.32%
79,000	FORESTER LTD CV 3.75 02-09 12/11S	GBP	176,950.75	0.74%
<i>Irlanda</i>			<i>790,625.15</i>	<i>3.31%</i>
700,000	UNCRED.ITALIANO CV 2.50 03-08 19/12A	EUR	790,625.15	3.31%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>213,915.62</i>	<i>0.90%</i>
200,000	SCOTTISH CV SUB REG-S FL.R 03-XX 29/07S	USD	213,915.62	0.90%
<i>Italia</i>			<i>385,658.04</i>	<i>1.62%</i>
150,000	CAPITALIA CV 1.625 04-09 07/05A	EUR	173,794.86	0.73%
205,640	COMUNE DI MILANO CV 2.25 04-09 22/12S	EUR	211,863.18	0.89%
<i>Lussemburgo</i>			<i>1,639,353.70</i>	<i>6.87%</i>
17,655	ARCELOR SA CV 3.00 02-17 27/06S	EUR	415,479.16	1.74%
240,000	FINMECCANICA CV 0.375 03-10 08/08A	EUR	225,047.82	0.94%
300,000	GLENCORE FINANCE -XTA-4.125 03-10 06/10S	USD	441,715.77	1.85%
497,000	REPCON LUX REG-S CV 4.50 04-11 26/01S	USD	557,110.95	2.34%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>3,548,666.68</i>	<i>14.88%</i>
320,000	ALLIANZ FIN CV REG-S 1.25 01-06 20/12A	EUR	399,909.44	1.68%
200,000	BMW FINANCE CV -RR- 1.875 04-08 18/12A	EUR	354,339.15	1.49%
100,000	CAIXA CONV 0.25 03-06 03/07A	EUR	138,957.89	0.58%
100,000	CONTI GUMMI FINANCE 1.625 04-11 19/05A	EUR	152,101.00	0.64%
200,000	INFINEON TECHO. CV 4.25 02-07 06/02A	EUR	201,447.50	0.84%
150,000	INFINEON TECHO. CV 5.00 03-10 05/06A	EUR	159,485.61	0.67%
200,000	LINDE FINANCE BV CV 1.25 04-09 05/05A	EUR	241,998.75	1.01%
100,000	NUMICO,KONINKLIJKE CV 3.00 03-10 11/07A	EUR	175,898.76	0.74%
700,000	SIEMENS FIN CONV 1.375 03-10 04/06A	EUR	911,731.89	3.82%
1,000,000	STMICROELEC CV REG-S 0.00 03-13 05/07U	USD	812,796.69	3.41%
<i>Regno Unito</i>			<i>2,654,299.05</i>	<i>11.13%</i>
760,000	ANGLO AMERICAN CV 3.375 02-07 17/04S	USD	944,266.98	3.96%
150,000	BAA PLC CV 2.625 03-09 19/08S	GBP	247,183.55	1.04%
440,000	BRITISH AEROSPACE CV 3.75 99-06 21/07S	GBP	652,462.28	2.74%
90,000	CABLE WIRELESS CV 4.00 03-10 16/07S	GBP	136,208.27	0.57%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
90,000	FRIENDS PROVIDENT CV 5.25 02-07 11/12S	GBP	151,548.62	0.64%
110,000	LEGAL AND GEN.REG-S CV2.75 01-06 18/12S	GBP	158,797.95	0.67%
125,000	SCOTTISH AND SOUT. CV 3.75 04-09 29/10S	GBP	215,482.16	0.90%
100,000	WPP GROUP CONV 2.00 02-07 11/04S	GBP	148,349.24	0.62%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>936,147.58</i>	<i>3.93%</i>
200,000	NESTLE HOLDINGS 0.00 01-08 11/06U	USD	172,114.05	0.72%
700,000	ROCHE HOLDINGS REGS CV0.00 01-21 25/07U	USD	477,514.06	2.00%
360,000	SWISS AMER.CV REG SUB 3.25 01-21 21/11A	USD	286,519.47	1.20%
	<i>Svizzera</i>		<i>614,895.62</i>	<i>2.58%</i>
410,000	ADECCO FINANCIAL SERV 0.00 03-13 26/08U	CHF	264,668.95	1.11%
550,000	SUISSE CONFEDERAT. CV 0.25 03-07 19/12A	CHF	350,226.67	1.47%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			2,030,242.34	8.51%
	<b>Obbligazioni</b>		<b>372,987.20</b>	<b>1.56%</b>
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>372,987.20</i>	<i>1.56%</i>
483	NEWS CORP REGS 144A 0.75 03-23 15/03S	USD	372,987.20	1.56%
	<b>Obbligazioni convertibili</b>		<b>1,657,255.14</b>	<b>6.95%</b>
	<i>Belgio</i>		<i>444,201.62</i>	<i>1.86%</i>
250,000	GROUPE DELHAIZE CONV. 2.75 04-09 30/04A	EUR	272,953.88	1.14%
150,000	SAGERPAR SA CONV 2.95 05-12 27/04A	EUR	171,247.74	0.72%
	<i>Francia</i>		<i>134,924.54</i>	<i>0.57%</i>
1,600	RALLYE (CASINO) CV 3.25 03-13 01/07A	EUR	134,924.54	0.57%
	<i>Isola di Jersey</i>		<i>153,712.78</i>	<i>0.64%</i>
73,000	HILTON GROUP CONV 3.375 03-10 02/10S	GBP	153,712.78	0.64%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>492,821.75</i>	<i>2.07%</i>
150,000	ASML HDH SUB CV REG S 5.75 01-06 15/10S	USD	145,953.42	0.61%
258,000	ASML HOLDING NV CV 5.50 03-10 15/05A	EUR	346,868.33	1.45%
	<i>Regno Unito</i>		<i>190,057.87</i>	<i>0.80%</i>
170,000	3I GROUP CONV.REG-S- 1.375 03-08 01/08S	EUR	190,057.87	0.80%
	<i>Ungheria</i>		<i>241,536.58</i>	<i>1.01%</i>
200,000	HUNGARY REGD.CV 1.00 04-09 28/09A	EUR	241,536.58	1.01%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>22,995,119.51</b>	<b>96.41%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>333,231.41</b>
Dividendi netti		3,714.80
Cedole nette da obbligazioni		315,776.85
Interessi bancari su conti correnti		13,739.76
Spese		<b>381,758.72</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	278,166.71
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	8,816.85
Tassa d'abbonamento	Nota 4	6,813.51
Spese amministrative		34,343.50
Commissioni di domiciliazione		450.78
Onorari		21,715.49
Interessi bancari su conti correnti		308.96
Spese d'intermediazione	Nota 2	9,253.11
Spese di pubblicazione e stampa		9,549.90
Spese bancarie		3,817.15
Altre spese		8,522.76
Perdite nette da investimenti		<b>-48,527.31</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		626,315.06
Plusvalenze nette realizzate su cambi		12,299.18
Utile netto realizzato		<b>590,086.93</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		1,178,744.56
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,768,831.49</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		13,260,121.03
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		5,358,800.46
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		7,901,320.57
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,422,207.81
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		-2,231,333.08
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		-3,190,874.73
Aumento del patrimonio netto		<b>9,606,744.71</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>14,243,783.57</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>23,850,528.28</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Europa Dell'Est**

## **Relazione del gestore degli investimenti**

Nel 2005, gli indici dei prezzi azionari dei mercati dell'Europa dell'Est hanno evidenziato un significativo incremento. La solida crescita economica, unitamente a una notevole redditività del settore societario sono stati i fattori chiave di spinta per le vivaci attività sui mercati azionari. Inoltre le valutazioni delle azioni sono rimaste favorevoli, nonostante l'attuale movimento al rialzo. Pertanto sempre più investitori stranieri hanno scoperto le azioni dell'Europa dell'Est, incrementando la quota di tali paesi nei rispettivi portafogli. Ciononostante, tale regione non è ancora rappresentata sufficientemente nei comparti con un approccio globale.

Nel 2005, in testa tra i mercati azionari dell'Europa dell'Est si è posizionata la Russia. Avendo mostrato un'underperformance nel 2004, questa volta le azioni russe hanno chiaramente sovraperformato le controparti polacche, ceche e ungheresi, e l'indice russo RTS è cresciuto dell'83 per cento. Quest'andamento positivo è emerso non solo dal favorevole quadro economico che, pur avendo subito un leggero rallentamento nel corso del 2005, è rimasto a un livello elevato, con una crescita del PIL del 6,40 per cento secondo i dati dell'FMI. Il notevole rialzo dei mercati azionari è risultato altresì dagli elevati prezzi dei metalli e del petrolio, nonché dai tentativi di Putin di riportare la fiducia nell'economia russa dopo il fallimento di Yukos. Una mossa in questo senso è stata l'amnistia fiscale generale sulle privatizzazioni. A parte questo, il grave black-out elettrico a Mosca del 25 maggio ha reso evidente che sussiste un'impellente necessità di modernizzazioni e liberalizzazioni. "Una questione primaria" in materia di liberalizzazioni è stata l'apertura agli investitori stranieri del capitale effettivo di Gazprom. Dopo aver garantito la maggioranza statale nel produttore più grande al mondo di gas aver rilevato, per 13 miliardi di USD, Sibneft in autunno, il governo russo ha proposto una legge corrispondente entro la fine del 2005. Il quadro favorevole del mercato azionario russo nel 2005 ha trovato infine riflesso nel maggior numero di offerte pubbliche iniziali.

Nel 2005, gli altri mercati azionario dell'Europa dell'Est, in particolar modo Repubblica ceca, Ungheria e Polonia, hanno proseguito la loro solida performance dello scorso anno, con rialzi pari o superiori al 30 per cento. Le azioni di tali paesi stanno ancora beneficiando del processo di convergenza. Gli investimenti diretti esteri sono continuati a confluire nei paesi, sostenendo così la crescita economica. Si prevede che, nel 2005, il PIL reale sia cresciuto del 5,10 per cento in Europa centrale rispetto a un più 1,40 per cento dell'UME e un più 2,30 per cento dei restanti paesi dell'Europa occidentale, in base alle stime di consensus. Oltre a ciò, anche il ribasso dei tassi d'interesse e dei rendimenti delle obbligazioni ha sostenuto la performance dei mercati azionari.

Alla fine del periodo in esame, Nord Est Fund: Azionario Europa dell'Est ha principalmente investito in Russia, che rappresenta quasi un terzo del volume del comparto. Il secondo paese più importante è stata la Polonia, con un quarto circa, seguito da Ungheria (un sesto) e Repubblica ceca (un nono). Rispetto al benchmark, le esposizioni in Russia e Ungheria hanno rappresentato una posizione sovrappesata, quelle in Polonia e Repubblica ceca una posizione sottopesata.

Le prospettive per il prossimo periodo sono promettenti. La Russia rimane il nostro mercato azionario favorito sul lungo termine per via del positivo quadro macroeconomico. Ultimo aspetto, ma non meno importante, sosterranno le azioni russe gli elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime. Le loro valutazioni, nonostante la performance più recente, sono favorevoli. Siamo ottimisti anche per quel che riguarda l'andamento su altri mercati dell'Europa orientale. Sono promettenti, in particolar modo, i piccoli mercati azionari dei paesi baltici. Nelle ultime settimane dello scorso anno il nostro giudizio prudente sulla Polonia è leggermente migliorato.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>38,813,408.58</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	36,364,356.96
<i>Prezzo d'acquisto</i>		28,623,269.15
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		7,741,087.81
Depositi bancari a vista e liquidità		1,581,766.65
Interessi maturati		56.62
Crediti verso broker per vendita titoli		473,181.73
Sottoscrizioni da regolare		392,836.90
Altre voci dell'attivo		1,209.72
Passivo		<b>1,478,884.68</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		1,255,407.64
Tassa d'abbonamento		4,587.68
Rimborsi chiesti e non regolati		145,550.34
Commissioni di gestione e consulenza		62,819.28
Spese della banca depositaria e amministrative		6,673.22
Altre voci del passivo		3,846.52
Valore netto d'inventario		<b>37,334,523.90</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Azionario Europa Dell'Est - Category I Quote parti a capitalizzazione	63,703.330	55,546.720	89,022.740	30,227.310
Azionario Europa Dell'Est - Category R Quote parti a capitalizzazione	793,419.860	1,610,859.070	825,035.260	1,579,243.670

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	37,334,523.90	13,020,834.47	5,094,855.81
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		30,227.310	63,703.330	74,840.380
Valore d'inventario netto della quota parte		24.42	15.74	11.39
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,579,243.670	793,419.860	381,119.520
Valore d'inventario netto della quota parte		23.17	15.15	11.13



# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			35,730,269.57	95.70%
<b>Azioni</b>			<b>35,730,269.57</b>	<b>95.70%</b>
<i>Austria</i>			<i>964,950.00</i>	<i>2.58%</i>
5,000	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG	EUR	469,950.00	1.26%
10,000	OMV AG	EUR	495,000.00	1.33%
<i>Cipro</i>			<i>310,812.78</i>	<i>0.83%</i>
30,000	XXI CENTURY INVESTMENTS PUBLIC LTD	GBP	310,812.78	0.83%
<i>Guernesey</i>			<i>373,823.85</i>	<i>1.00%</i>
21,000	KAZAKHGOLD GROUP LTD GDR REPR SHS REGS	USD	373,823.85	1.00%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>28,658.98</i>	<i>0.08%</i>
8,000	HIGHLAND GOLD MINING	GBP	28,658.98	0.08%
<i>Lettonia</i>			<i>413,653.12</i>	<i>1.11%</i>
41,737	GRINDEX	LVL	413,653.12	1.11%
<i>Lituania</i>			<i>1,181,817.66</i>	<i>3.17%</i>
60,545	BANK OF SIAULIAI AB	LTL	70,140.18	0.19%
12,000	BANKAS SNORAS AB	LTL	227,641.33	0.61%
100,000	LIETUVOS TELEKOMAS AB	LTL	78,487.03	0.21%
150,000	MAZEIKIU NAFTA	LTL	411,405.24	1.10%
39,000	PANEVEZIO STATYBOS AB	LTL	158,132.53	0.42%
8,700	ROKISKIO SURIS AB	LTL	188,977.06	0.51%
11,600	SANITAS -SHS-	LTL	47,034.29	0.13%
<i>Lussemburgo</i>			<i>802,424.44</i>	<i>2.15%</i>
30,000	EVRAZ GROUP SA GDR REPR.SHS REG-S	USD	460,286.51	1.23%
5,500	ORCO PROPERTY GROUP	CZK	342,137.93	0.92%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>917,906.33</i>	<i>2.46%</i>
20,000	AMREST HOLDINGS NV	PLN	191,191.71	0.51%
12,000	AMTEL-VREDESREIN NV -GDR- REPR SHS REG S	USD	110,367.04	0.30%
51,758	GRAPHISOFT	HUF	322,374.54	0.86%
24,000	PYATEROCHKA HOLDING GDR REPR SHS REG-S	USD	293,973.04	0.79%
<i>Polonia</i>			<i>8,481,848.68</i>	<i>22.72%</i>
33,379	AGORA SA	PLN	596,671.24	1.60%
25,000	AMICA WRONKI	PLN	134,067.36	0.36%
6,000	BANK HANDLOWY	PLN	103,367.88	0.28%
100,000	BANK MILLENIUM SA	PLN	136,010.36	0.36%
120,000	BIOTON S.A.	PLN	366,839.38	0.98%
5,000	EMAX SA	PLN	127,979.27	0.34%
15,000	FABRYKI MEBLI FORTE S.A.	PLN	53,626.94	0.14%
15,243	GLOBE TRADE CENTRE	PLN	683,170.73	1.83%
85,613	GRUPA LOTOS SA	PLN	980,335.39	2.63%
3,865	GRUPA PEKAO	PLN	174,726.04	0.47%
2,000	LPP	PLN	393,782.38	1.05%
1,000,000	NETIA SA	PLN	1,476,683.94	3.96%
2,500	POLSKI KONCERN GDR REPR.REG S WHEN ISSUE	USD	82,648.13	0.22%
117,000	POLSKI KONCERN NAFTOWY	PLN	1,900,492.23	5.09%
8,000	PROKOM SOFTWARE	PLN	286,010.36	0.77%
83,533	SOFTBANK	PLN	843,986.27	2.26%
7,000	TVN SA	PLN	141,450.78	0.38%
<i>Regno Unito</i>			<i>390,015.32</i>	<i>1.04%</i>
110,000	ARICOM PLC	GBP	28,089.89	0.08%
500	EUREKA MINING PLC	GBP	740.55	0.00%
32,000	KAZAKHMYS PLC	GBP	361,184.88	0.97%
<i>Repubblica Ceca</i>			<i>3,742,275.86</i>	<i>10.02%</i>
135,000	CESKE ENERGETICKE ZAVODY	CZK	3,427,603.45	9.18%
500	PHILIP MORRIS CR A.S	CZK	314,672.41	0.84%
<i>Romania</i>			<i>44,671.49</i>	<i>0.12%</i>
12,000	BANCA ROMANA PENTRU DEZVOLTARE S.A.	RON	44,671.49	0.12%
<i>Russia</i>			<i>11,389,501.56</i>	<i>30.51%</i>
19,000	AFK SISTEMA GRD	USD	378,486.06	1.01%
15,500	GAZPROM ADR REPR.10 SHS REG S	USD	942,061.54	2.52%
56,400	LUKOIL HOLDINGS ADR REPR.4 SHS	USD	2,820,717.13	7.56%
5,000	MECHEL OJSC ADR REPR.3 SHS	USD	102,441.30	0.27%
15,800	MMC NORILSK NICKEL ADR REPR.1SHS	USD	1,272,357.38	3.41%
30,000	MOBILE TELESYSTEMS ADR REPR.5 SHS	USD	890,056.79	2.38%
8,000	NORTH WEST TELECOM ADR REPR.50SHS	USD	311,943.71	0.84%
9,000	NOVATEK GDR REPR 1/100 SHS REG-S	USD	171,653.81	0.46%
25,000	NOVOLIPETSK STEEL - GDR - REPR SHS REG S	USD	303,043.15	0.81%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
2,000	PRIMORSK SHIPPING	USD	139,866.07	0.37%
3,000	ROSTELECOM SPONS.ADR REPR.6 SHS	USD	34,712.21	0.09%
6,000	SEVERSTAL JT STOCK CO ADR REPR.SHS	USD	251,758.92	0.67%
5,700	SIBIRTELECOM JSC ADR	USD	280,240.74	0.75%
13,000	SIBNEFT ADR REPR.5 SHS	USD	206,069.34	0.55%
13,700	SURGUTNEFTEGAZ JSC ADR -REPR.50SHS	USD	635,237.77	1.70%
8,000	SURGUTNEFTEGAZ JSC PFD ADR 100 PFD SHS	USD	613,715.35	1.64%
6,000	TATNEFT ADR (REG S2 - 0.2 SHARE)	USD	335,678.56	0.90%
10,000	UES GDR (RAO UNIFIED ENERGY SYSTEM)	USD	360,261.08	0.96%
25,000	URALSVYAZINFORM JSC ADR REPR.200 SHS	USD	146,223.62	0.39%
27,000	VIMPEL COMMUNICATIONS SPONS ADR 3/4 SHS	USD	1,012,299.74	2.71%
23,000	VOLGATELECOM SPONS AME DEP REC REPR 2SHS	USD	150,122.91	0.40%
1,500	WIMM BILL DANN FOODS	USD	30,554.38	0.08%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>318,589.47</i>	<i>0.85%</i>
40,000	BMB MUNAI INC	USD	230,567.09	0.62%
4,000	GOLDEN TELECOM	USD	88,022.38	0.24%
	<i>Ungheria</i>		<i>6,369,320.03</i>	<i>17.06%</i>
2,000	DELMAYARORSZAGI ARAMSZOLGALTATO DEMASZ	HUF	134,772.81	0.36%
4,400	GLOBUS CANNING INDUSTRY PLC	HUF	5,585.48	0.01%
36,640	MOL MAGYAR OLAY ES GAZIPARI RT -A-	HUF	2,890,686.91	7.74%
110,165	OTP BANK LTD	HUF	3,035,233.74	8.13%
2,000	RICHTER GEDEON LTD	HUF	303,041.09	0.81%
Altri valori mobiliari			634,087.39	1.70%
<b>Azioni</b>			<b>633,953.46</b>	<b>1.70%</b>
	<i>Croazia</i>		<i>352,102.14</i>	<i>0.94%</i>
800	ADRIS GRUPA PREF.SHS	HRK	352,102.14	0.94%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>281,851.32</i>	<i>0.75%</i>
70,000	CASPIAN SERVICES INC	USD	281,851.32	0.75%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>133.93</b>	<b>0.00%</b>
	<i>Regno Unito</i>		<i>133.93</i>	<i>0.00%</i>
15,800	DB LONDON ADS POLYUS GOLD 06.01.11 WAR	USD	133.93	0.00%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>36,364,356.96</b>	<b>97.40%</b>

**Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05**

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>444,450.12</b>
Dividendi netti		421,830.19
Interessi bancari su conti correnti		22,619.93
<b>Spese</b>		<b>1,033,185.21</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	483,950.03
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	35,332.31
Tassa d'abbonamento	Nota 4	12,166.09
Spese amministrative		36,867.66
Commissioni di domiciliazione		3,382.40
Onorari		35,625.87
Interessi bancari su conti correnti		3,582.04
Spese d'intermediazione	Nota 2	386,604.98
Spese di pubblicazione e stampa		12,910.38
Spese bancarie		13,767.85
Altre spese		8,995.60
<b>Perdite nette da investimenti</b>		<b>-588,735.09</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		4,090,079.17
Plusvalenze nette realizzate su cambi		917,535.09
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>4,418,879.17</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		4,893,488.00
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>9,312,367.17</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		32,603,800.43
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		<i>1,152,563.49</i>
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		<i>31,451,236.94</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-17,602,478.17
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		<i>-1,747,546.12</i>
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		<i>-15,854,932.05</i>
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>24,313,689.43</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>13,020,834.47</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>37,334,523.90</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Stati Uniti**

## Relazione del gestore degli investimenti

Per i 12 mesi che si sono conclusi il 31 dicembre 2005, il Portafoglio ha conseguito un guadagno del 18,60%, in euro, rispetto a un rialzo del 20,89% per l'Indice Standard and Poor's 500<sup>1</sup>.

### **Il Mercato: Positivo nonostante il rialzo dei costi energetici e dei tassi d'interesse**

Il periodo è stato complessivamente positivo per le azioni. Quest'ultime hanno inizialmente avuto difficoltà, ma hanno mostrato un rally fino in estate, sostenute dai positivi dati sull'inflazione e dagli annunci di utili positivi di diverse società di primo piano. Certamente sono stati presenti costantemente fattori che hanno inciso negativamente, in particolar modo gli uragani, il rialzo dei prezzi energetici e una Fed che ha continuato ad aumentare i tassi d'interesse nel breve termine, con incrementi poco elevati, ma regolari. Nonostante tutto questo, l'economia è apparsa in grado di recuperare, almeno a fine 2005, sulla base della crescita del PIL.

Sul mercato, gli elevati prezzi dell'energia hanno contribuito a sospingere l'outperformance dei titoli legati all'energia che, nonostante una certa debolezza a fine periodo, hanno fatto meglio di tutti gli altri settori economici nel periodo di riferimento. Ciò ha trovato riflesso nell'outperformance dei titoli di valore rispetto a quelli di crescita, dal momento che le società attive nel settore energetico comprendono una parte relativamente elevata dell'universo dei titoli di valore. I titoli a media capitalizzazione hanno generalmente sovraperformato sia i titoli delle large cap che delle small cap nel corso del periodo di riferimento.

Rassegna strategica: I titoli del settore al consumo contrastati dalle posizioni nei settori industriale e sanitario

Nel corso del periodo, il Portafoglio ha partecipato al rialzo del mercato, ma ha arrancato rispetto al benchmark. I titoli che hanno contribuito a diminuire la performance del Portafoglio sono stati, tra gli altri, quelli industriali e del settore sanitario. Inoltre, mentre i titoli in Portafoglio delle utility hanno mostrato una buona performance in termini assoluti, essi hanno presentato risultati inferiori rispetto alla componente costituita dalle utility del benchmark del Portafoglio. Sul fronte positivo, le posizioni del Portafoglio nei beni di consumo discrezionali hanno mostrato una performance relativamente positiva, e le società retail hanno mostrato una certa solidità. I titoli in Portafoglio dei beni di consumo non ciclici hanno evidenziato una performance positiva sia in termini relativi che assoluti.

Per quel che riguarda la recente attività di portafoglio, i nostri acquisti hanno compreso Grant Prideco, una società che produce tubi metallici utilizzati nelle attività di esplorazione e produzione dell'energia. Abbiamo aperto la posizione sulla base del nostro giudizio indicante prospettive di crescita sul lungo termine. Tra le vendite rientra XM Satellite Radio, per la valutazione in virtù della buona performance, unitamente alle nostre preoccupazioni sulla crescita delle sottoscrizioni della società.

### **Prospettive**

A nostro giudizio l'economia USA sembra continuare a godere di buona salute, sulla base di fattori quali i dati sul PIL e i posti di lavoro. Tuttavia prevediamo che i confronti sugli utili yoy diventeranno più interessanti col progredire del 2006, e ciò necessita un'attenta selezione dei titoli. La nostra attenzione rimane incentrata sulle società che appaiono impegnate a creare dello shareholder value tramite riduzione dei debiti, maggiori pagamenti di dividendi, e/o un programma di riacquisto di azioni, nonché sulle società che possono reinvestire il proprio capitale in maniera produttiva. Continueremo a selezionare i titoli sulla base di criteri legati al valore, alla crescita e di criteri fondamentali, coerentemente con la nostra strategia di mix.

<sup>1</sup>Lo Standard & Poor's 500 è un indice non gestito (senza un obiettivo d'investimento definito) di azioni ordinarie, comprende il reinvestimento dei dividendi ed è un marchio commerciale registrato di McGraw-Hill Co., Inc. Gli investitori non possono investire direttamente in un indice.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>15,205,802.55</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	14,404,638.81
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>13,249,587.54</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>1,155,051.27</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		225,819.99
Interessi maturati		9.12
Crediti verso broker per vendita titoli		533,354.50
Sottoscrizioni da regolare		29,002.60
Altre voci dell'attivo		12,977.53
<b>Passivo</b>		<b>591,484.83</b>
Debiti bancari a vista		92,425.82
Tassa d'abbonamento		1,651.90
Rimborsi chiesti e non regolati		465,746.23
Commissioni di gestione e consulenza		23,391.44
Spese della banca depositaria e amministrative		2,459.22
Altre voci del passivo		5,810.22
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>14,614,317.72</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/05</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/05</b>
Azionario Stati Uniti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	170,985.560	161,847.960	112,754.060	220,079.460
Azionario Stati Uniti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,276,997.550	756,255.390	311,879.460	1,721,373.480

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	14,614,317.72	9,411,263.28	8,415,314.09
<b>Azionario Stati Uniti - Category I</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		220,079.460	170,985.560	209,088.380
Valore d'inventario netto della quota parte		7.92	6.74	6.84
<b>Azionario Stati Uniti - Category R</b>				
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>		EUR	EUR	EUR
Numero di quote parti		1,721,373.480	1,276,997.550	1,047,436.200
Valore d'inventario netto della quota parte		7.48	6.47	6.67

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			14,404,638.81	98.57%
<b>Azioni</b>			<b>14,404,638.81</b>	<b>98.57%</b>
<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>			<i>377,660.42</i>	<i>2.58%</i>
6,400	CAMPBELL SOUP CO	USD	161,505.47	1.11%
5,900	KELLOGG	USD	216,154.95	1.48%
<i>Arti grafiche e case editrici</i>			<i>322,461.64</i>	<i>2.21%</i>
3,600	E.W. SCRIPPS COMPANY -A-	USD	146,538.95	1.00%
11,900	TIME WARNER INC	USD	175,922.69	1.20%
<i>Articoli per ufficio e computer</i>			<i>659,607.54</i>	<i>4.51%</i>
2,600	AVERY DENNISON CORP	USD	121,812.33	0.83%
5,100	DELL INC	USD	129,650.76	0.89%
9,400	EMC CORP	USD	108,525.90	0.74%
4,300	IBM CORP	USD	299,618.55	2.05%
<i>Assicurazioni</i>			<i>776,116.81</i>	<i>5.31%</i>
7,200	AMERICAN INTERNATL GROUP INC	USD	416,424.51	2.85%
2,600	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GROUP	USD	189,297.28	1.30%
4,500	ST.PAUL TRAVEL COMPANIES	USD	170,395.02	1.17%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>			<i>2,080,672.20</i>	<i>14.24%</i>
3,500	AMERICAN EXPRESS CO COM.	USD	152,674.41	1.04%
7,600	CITIGROUP INC	USD	312,645.59	2.14%
1,500	GOLDMAN SACHS GROUP	USD	162,384.50	1.11%
5,100	JP MORGAN CHASE	USD	171,585.15	1.17%
14,100	MBNA CORP	USD	324,501.99	2.22%
8,850	NORTH FORK BANCORPORATION	USD	205,252.18	1.40%
6,100	THE SOUTH FINANCIAL GROUP INC	USD	142,404.00	0.97%
8,700	US BANCORP	USD	220,431.47	1.51%
7,300	WELLS FARGO AND CO NEW	USD	388,792.91	2.66%
<i>Beni di consumo vari</i>			<i>309,098.92</i>	<i>2.12%</i>
6,300	PROCTER GAMBLE CO	USD	309,098.92	2.12%
<i>Biotecnologia</i>			<i>374,346.02</i>	<i>2.56%</i>
2,000	AMGEN INC	USD	133,695.01	0.91%
2,400	DADE BEHRING INC	USD	83,187.25	0.57%
3,600	SEPRACOR INC	USD	157,463.76	1.08%
<i>Chimica</i>			<i>491,886.92</i>	<i>3.37%</i>
4,800	CONOCOPHILLIPS	USD	236,724.59	1.62%
2,800	DOW CHEMICAL CO COM.	USD	104,006.10	0.71%
2,300	MONSANTO CO (NEW)	USD	151,156.23	1.03%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>			<i>809,922.86</i>	<i>5.54%</i>
3,500	BEST BUY CO INC	USD	128,998.90	0.88%
7,800	CVS CORP	USD	174,685.09	1.20%
3,500	JC PENNEY INC	USD	164,957.19	1.13%
4,300	KOHL'S CORP	USD	177,146.73	1.21%
6,700	ROSS STORES INC	USD	164,134.95	1.12%
<i>Costruzioni meccaniche</i>			<i>341,693.65</i>	<i>2.34%</i>
3,100	AMERICAN STANDARD COS	USD	104,980.08	0.72%
4,100	DEERE & CO	USD	236,713.57	1.62%
<i>Edilizia e materiali da costruzione</i>			<i>102,977.03</i>	<i>0.70%</i>
3,400	DR HORTON	USD	102,977.03	0.70%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>			<i>495,346.27</i>	<i>3.39%</i>
4,000	BROADCOM CORPORATION	USD	159,871.15	1.09%
11,500	INTEL CORP	USD	243,316.10	1.66%
3,000	MAXIM INTEGRATED PRODUCTS INC	USD	92,159.02	0.63%
<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>			<i>273,800.11</i>	<i>1.87%</i>
3,200	GRANT PRIDECO WHEN ISSUED	USD	119,677.88	0.82%
6,300	TYCO INTERNATIONAL	USD	154,122.23	1.05%
<i>Energia ed acqua</i>			<i>382,303.98</i>	<i>2.62%</i>
1,100	DOMINION RESOURCES	USD	71,984.40	0.49%
3,300	EXELON CORP	USD	148,649.66	1.02%
3,800	TXU	USD	161,669.92	1.11%
<i>Holding e società finanziarie</i>			<i>472,932.95</i>	<i>3.24%</i>
10,800	CROWN HOLDINGS INC	USD	178,794.61	1.22%
9,900	GENERAL ELECTRIC CO	USD	294,138.34	2.01%
<i>Industria aeronautica ed Aerospaziale</i>			<i>863,260.14</i>	<i>5.91%</i>
4,100	BOEING CO COM.	USD	244,116.30	1.67%
4,000	GOODRICH CORP	USD	139,357.46	0.95%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
2,800	L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS INC	USD	176,468.59	1.21%
6,400	UNITED TECHNOLOGIES CORPORATION	USD	303,317.79	2.08%
	<i>Industria alberghiera</i>			
8,000	MC DONALDS CORP	USD	228,668.31	1.56%
	<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>			
3,800	BARR PHARMACEUTICALS INC	USD	1,224,059.52	8.38%
4,600	JOHNSON & JOHNSON	USD	200,645.93	1.37%
3,700	MEDCO HEALTH	USD	234,347.72	1.60%
8,500	PFIZER INC	USD	175,010.60	1.20%
4,700	ST JUDE MEDICAL INC	USD	168,025.77	1.15%
6,300	WYETH	USD	200,000.00	1.37%
	<i>Internet e servizi di Internet</i>			
6,933	ACTIVISION	USD	246,029.50	1.68%
2,100	CACI INTL	USD	884,399.78	6.05%
3,000	ELECTRONIC ARTS	USD	80,748.85	0.55%
400	GOOGLE -SHS A -	USD	102,142.92	0.70%
19,300	MICROSOFT CORP	USD	133,025.35	0.91%
	<i>Petrolio</i>			
4,100	APACHE CORP	USD	140,666.27	0.96%
1,300	BURLINGTON RES. INC.	USD	427,816.39	2.93%
5,800	CHEVRON CORPORATION	USD	1,163,204.20	7.96%
5,700	EXXON MOBIL	USD	238,138.51	1.63%
1,700	NEWFIELD EXPLORATION CO	USD	94,990.25	0.65%
4,000	NOBLE ENERGY INC	USD	279,109.94	1.91%
1,900	XTO ENERGY	USD	271,398.66	1.86%
	<i>Salute e servizi sociali</i>			
5,100	UNITEDHEALTH GROUP	USD	72,153.09	0.49%
1,700	WELLPOINT INC	USD	136,644.91	0.94%
	<i>Servizi diversi</i>			
3,900	VERISIGN INC	USD	70,768.84	0.48%
	<i>Settori vari</i>			
8,100	GENWORTH FINANCIAL INC CLASS-A	USD	383,620.41	2.62%
2,700	NAVTEQ CORP	USD	268,639.48	1.84%
	<i>Tabacco ed alcool</i>			
5,400	ALTRIA GROUP	USD	114,980.93	0.79%
	<i>Trasmissione delle informazioni</i>			
3,500	ALLTEL CORP	USD	72,465.88	0.50%
9,800	MOTOROLA	USD	72,465.88	0.50%
13,100	SPRINT NEXTEL 1 SHS-SERIES 1	USD	337,837.59	2.31%
			237,431.55	1.62%
			100,406.04	0.69%
			342,025.94	2.34%
			342,025.94	2.34%
			634,269.72	4.34%
			187,208.61	1.28%
			187,659.57	1.28%
			259,401.54	1.77%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>14,404,638.81</b>	<b>98.57%</b>



# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>196,448.14</b>
Dividendi netti		186,094.16
Interessi bancari su conti correnti		1,819.38
Altri proventi finanziari	Nota 9	8,534.60
Spese		<b>394,133.30</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	225,715.49
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	14,537.68
Tassa d'abbonamento	Nota 4	5,586.75
Spese amministrative		30,481.48
Commissioni di domiciliazione		274.34
Onorari		13,386.21
Interessi bancari su conti correnti		1,677.24
Spese d'intermediazione	Nota 2	83,765.64
Spese di pubblicazione e stampa		5,877.97
Spese bancarie		5,132.17
Altre spese		7,698.33
Perdite nette da investimenti		<b>-197,685.16</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		692,101.93
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-38,862.49
Utile netto realizzato		<b>455,554.28</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		1,204,534.29
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,660,088.57</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		6,593,931.28
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		1,247,717.29
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		5,346,213.99
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-3,050,965.41
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		-871,182.71
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		-2,179,782.70
Aumento del patrimonio netto		<b>5,203,054.44</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>9,411,263.28</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>14,614,317.72</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Giappone**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi di mercato

Il mercato azionario giapponese ha registrato un notevole incremento nel corso del periodo di riferimento, sostenuto dai buoni risultati delle aziende e dalla ripresa degli indicatori economici interni. Il mercato è cresciuto costantemente verso la fine del 2005 per via degli acquisti aggressivi da parte degli investitori esteri. La schiacciante vittoria del Partito Democratico Liberale, già al governo, nelle elezioni per il rinnovo della camera bassa è stato uno dei fattori che hanno sospinto il rally. Nel 2006, tuttavia, il mercato è diventato più volatile per via dello “shock Livedoor” (lo scandalo che ha interessato una presunta manipolazione contabile da parte di una società IT leader) e dell’indicazione da parte della Bank of Japan, secondo cui avrebbe posto termine alla sua politica monetaria caratterizzata da tassi zero, pur avendo il mercato registrato un nuovo rimbalzo verso fine marzo.

Per quel che riguarda la performance settoriale, il settore immobiliare ha mostrato una performance decisamente positiva, sostenuto dal ribasso dei vacancy rate per gli uffici e da maggiori prezzi dei terreni. Allo stesso tempo i settori dei materiali, come quelli del metallo non ferroso e del Ferro & Acciaio, hanno analogamente mostrato una buona performance, dal momento che hanno potuto trasferire i maggiori costi ai rispettivi prezzi dei prodotti. D’altro canto, il trasporto aereo, il settore delle informazioni & delle comunicazioni e il trasporto marittimo sono stati i settori con la performance peggiore, sebbene tutti i settori abbiano mostrato dei rendimenti positivi.

### Analisi della performance

Nel corso del periodo in esame, abbiamo mantenuto le nostre posizioni sovrappesate nei settori retail, bancario e immobiliare, presupponendo la fine della deflazione in virtù del sostegno derivante dalla solida ripresa economica nelle aree interne. A fine 2005 abbiamo altresì assunto una posizione sovrappesata nel settore IT, prevedendo una ripresa della dinamica degli utili. Tali strategie hanno funzionato bene e hanno contribuito alla performance del comparto. Nel 2006 abbiamo incominciato a conseguire realizzi in un’ampia gamma di titoli che avevano registrato risultati positivi e ci siamo indirizzati verso titoli che hanno maggiormente arrancato. Contemporaneamente, abbiamo cominciato a incrementare le posizioni nel settore dei macchinari, presupponendo un trend del capex continuamente solido. Abbiamo altresì mantenuto una posizione sottopesata nei settori difensivi, come quello alimentare e delle utilità, poiché la crescita degli utili è stata meno attraente.

Nel corso del periodo di riferimento, il comparto ha mostrato una performance migliore rispetto al benchmark (l’indice Topix). L’outperformance è stata ottenuta grazie alla selezione dei titoli e all’allocazione settoriale. In termini di selezione dei titoli, contributi positivi di notevoli dimensioni sono giunti da banche, servizi, sostanze chimiche e attrezzature per i trasporti. Per quel che riguarda l’allocazione settoriale, la posizione sottopesata nei settori dell’informazione & della comunicazione e alimentare, nonché la posizione sovrappesata nel settore immobiliare, oltre all’assenza di posizioni nell’energia elettrica & nel gas, hanno inciso positivamente.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota: le informazioni riportate nella presente relazione si riferiscono a dati storici e non sono necessariamente indicative della performance futura.

# Nord Est Fund Azionario Giappone

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>25,764,634.35</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	23,009,873.61
<i>Prezzo d'acquisto</i>		18,262,359.64
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		4,747,513.97
Depositi bancari a vista e liquidità		1,904,876.40
Crediti verso broker per vendita titoli		75,914.24
Sottoscrizioni da regolare		769,140.10
Altre voci dell'attivo		4,830.00
Passivo		<b>1,482,725.72</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		914,778.47
Tassa d'abbonamento		2,784.60
Rimborsi chiesti e non regolati		523,763.83
Commissioni di gestione e consulenza		34,332.99
Spese della banca depositaria e amministrative		3,613.08
Altre voci del passivo		3,452.75
Valore netto d'inventario		<b>24,281,908.63</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Azionario Giappone - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	251,539.050	293,660.460	321,851.810	223,347.700
Azionario Giappone - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	891,870.560	1,780,203.760	411,639.970	2,260,434.350

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	24,281,908.63	7,912,171.01	6,181,843.73
<b>Azionario Giappone - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		223,347.700	251,539.050	204,367.890
Valore d'inventario netto della quota parte		10.29	7.15	7.16
<b>Azionario Giappone - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,260,434.350	891,870.560	676,188.370
Valore d'inventario netto della quota parte		9.73	6.86	6.98

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			21,811,549.93	89.83%
<b>Azioni</b>			<b>21,811,549.93</b>	<b>89.83%</b>
	<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>		<i>247,873.90</i>	<i>1.02%</i>
72,000	SHIN MITSUI SUGAR CO LTD	JPY	247,873.90	1.02%
	<i>Articoli per ufficio e computer</i>		<i>368,656.25</i>	<i>1.52%</i>
57,000	FUJITSU LTD	JPY	368,656.25	1.52%
	<i>Assicurazioni</i>		<i>621,262.06</i>	<i>2.56%</i>
52,000	AIOI INSURANCE CO LTD	JPY	307,105.51	1.26%
53,000	NISSAY DOWA GENERAL	JPY	314,156.55	1.29%
	<i>Banche ed istituti finanziari</i>		<i>1,006,238.68</i>	<i>4.14%</i>
45,000	CHIBA BANK	JPY	320,537.77	1.32%
33,000	DAIWA SECURITIES GROUP INC	JPY	317,772.09	1.31%
1,700	ORIX CORP	JPY	367,928.82	1.52%
	<i>Beni di consumo vari</i>		<i>375,959.37</i>	<i>1.55%</i>
6,000	ARRK CORP	JPY	375,959.37	1.55%
	<i>Case di trading varie</i>		<i>1,026,469.90</i>	<i>4.23%</i>
64,000	MITSUI CO.LTD	JPY	698,333.72	2.88%
17,000	TOYOTA TSUSHO CORP	JPY	328,136.18	1.35%
	<i>Chimica</i>		<i>1,582,234.36</i>	<i>6.52%</i>
53,000	DAICEL CHEMICAL INDUSTRIES LTD	JPY	323,699.58	1.33%
28,000	MITSUBISHI GAS CHEM.	JPY	224,855.39	0.93%
7,500	SHIN-ETSU CHEM.	JPY	338,687.53	1.39%
54,000	TORAY INDUSTRIES INC	JPY	374,144.39	1.54%
86,000	TOSOH CORP	JPY	320,847.47	1.32%
	<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>		<i>1,066,312.95</i>	<i>4.39%</i>
10,800	NISHIMATSUYA CHAIN	JPY	422,370.90	1.74%
3,700	NITORI	JPY	293,133.07	1.21%
3,300	YAMADA DENKI CO LTD	JPY	350,808.98	1.44%
	<i>Costruzioni meccaniche</i>		<i>1,624,504.59</i>	<i>6.69%</i>
3,000	CKD CORP	JPY	32,864.03	0.14%
17,300	HITACHI CONST MACH.	JPY	342,648.79	1.41%
28,000	NGK INSULATORS LTD	JPY	353,718.71	1.46%
54,000	NTN CORP	JPY	362,476.69	1.49%
2,800	SMC CORP	JPY	339,803.89	1.40%
8,700	THK CO LTD	JPY	192,992.48	0.79%
	<i>Edilizia e materiali da costruzione</i>		<i>368,418.57</i>	<i>1.52%</i>
59,000	SHIMIZU CORP	JPY	368,418.57	1.52%
	<i>Elettronica e semiconduttori</i>		<i>2,965,901.68</i>	<i>12.21%</i>
11,000	ALPS ELECTRIC CO LTD	JPY	130,166.93	0.54%
7,100	CANON INC	JPY	352,840.03	1.45%
66,000	DAINIPPON SCREEN MFG CO LTD	JPY	469,171.36	1.93%
13,500	ELPIDA MEMORY INC	JPY	342,252.67	1.41%
22,000	MATSUSHITA ELECTRIC IND.	JPY	360,474.45	1.48%
4,700	NIDEC CORP	JPY	338,168.97	1.39%
39,000	RICOH COMPANY LTD.	JPY	580,036.16	2.39%
4,200	SHINKO ELECTRIC INDUSTRIES CO LTD	JPY	269,826.47	1.11%
2,100	TDK CORP	JPY	122,964.64	0.51%
	<i>Holding e società finanziarie</i>		<i>4,555,561.60</i>	<i>18.76%</i>
1,400	FAST RETAILING CO LTD	JPY	116,259.31	0.48%
7,100	JFE HOLDINGS INC	JPY	202,499.49	0.83%
125	KABU.COM SECURITIES	JPY	369,117.20	1.52%
5,300	MISUMI GROUP	JPY	196,204.70	0.81%
96	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP INC	JPY	1,106,271.24	4.56%
156	MIZUHO FINANCIAL GROUP ONC	JPY	1,051,649.10	4.33%
129	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP INC	JPY	1,161,368.74	4.78%
25,000	YAMATO HOLDINGS	JPY	352,191.82	1.45%
	<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>		<i>317,059.07</i>	<i>1.31%</i>
6,900	TAKEDA PHARMA	JPY	317,059.07	1.31%
	<i>Internet e servizi di Internet</i>		<i>367,835.19</i>	<i>1.51%</i>
448	RAKUTEN	JPY	367,835.19	1.51%
	<i>Metalli non ferrosi</i>		<i>684,987.88</i>	<i>2.82%</i>
59,000	MITSUI MINING & SMELTING CO LTD	JPY	314,876.77	1.30%
2,900	SUMITOMO TITANIUM CORP	JPY	370,111.11	1.52%
	<i>Pneumatici e gomma</i>		<i>353,632.28</i>	<i>1.46%</i>
20,000	BRIDGESTONE CORP	JPY	353,632.28	1.46%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Servizi diversi</i>		<i>256,718.31</i>	<i>1.06%</i>
133	CYBER AGENT	JPY	256,718.31	1.06%
	<i>Società immobiliari</i>		<i>647,788.07</i>	<i>2.67%</i>
20,000	MITSUI FUDOSAN	JPY	344,989.53	1.42%
3,300	URBAN CORP	JPY	302,798.54	1.25%
	<i>Trasmissione delle informazioni</i>		<i>295,265.67</i>	<i>1.22%</i>
121	JUPITER TELECOMMUNICATIONS CO LTD	JPY	82,005.96	0.34%
9,000	USEN	JPY	213,259.71	0.88%
	<i>Trasporti</i>		<i>106,305.75</i>	<i>0.44%</i>
30	WEST JAPAN RAILWAY COMPANY	JPY	106,305.75	0.44%
	<i>Veicoli stradali</i>		<i>2,972,563.80</i>	<i>12.24%</i>
6,700	AISIN SEIKI CO	JPY	208,945.54	0.86%
10,900	DENSO CORP	JPY	319,515.05	1.32%
9,600	FUTABA INDUSTRIAL CO LTD	JPY	195,671.73	0.81%
14,600	HONDA MOTOR	JPY	707,682.29	2.91%
10,000	KEIHIN CORP	JPY	217,509.06	0.90%
25,000	NHK SPRING CO LTD	JPY	221,290.26	0.91%
25,000	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	1,101,949.87	4.54%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			1,198,323.68	4.94%
	<b>Azioni</b>		<b>1,198,323.68</b>	<b>4.94%</b>
	<i>Beni di consumo vari</i>		<i>97,122.84</i>	<i>0.40%</i>
31	NINETY-NINE PLUS INC	JPY	97,122.84	0.40%
	<i>Costruzioni meccaniche</i>		<i>147,963.78</i>	<i>0.61%</i>
96	INDEX CORP	JPY	147,963.78	0.61%
	<i>Servizi diversi</i>		<i>345,752.98</i>	<i>1.42%</i>
63	EN-JAPAN INC	JPY	345,752.98	1.42%
	<i>Società immobiliari</i>		<i>607,484.08</i>	<i>2.50%</i>
66	ASSET MANAGERS CO LTD	JPY	389,787.76	1.61%
34	KK DAVINCI ADVISORS	JPY	217,696.32	0.90%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>23,009,873.61</b>	<b>94.76%</b>

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>91,205.26</b>
Dividendi netti		91,189.75
Interessi bancari su conti correnti		15.51
Spese		<b>365,618.92</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	202,094.72
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	14,644.73
Tassa d'abbonamento	Nota 4	4,932.74
Spese amministrative		29,885.56
Commissioni di domiciliazione		214.62
Onorari		9,377.86
Interessi bancari su conti correnti		81.06
Spese d'intermediazione	Nota 2	80,027.35
Spese di pubblicazione e stampa		6,526.81
Spese bancarie		7,314.09
Altre spese		10,519.38
Perdite nette da investimenti		<b>-274,413.66</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		616,575.28
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-206,993.35
Utile netto realizzato		<b>135,168.27</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		4,934,931.57
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>5,070,099.84</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		17,494,318.58
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		2,551,486.40
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		14,942,832.18
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-6,194,680.80
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		-2,955,323.64
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		-3,239,357.16
Aumento del patrimonio netto		<b>16,369,737.62</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>7,912,171.01</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>24,281,908.63</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Euro Corporate**



## Relazione del gestore degli investimenti

Nel 2005 l'indice Euro Non-Sovereign ha prodotto un rendimento del 4%, a fronte del rialzo del 5,4% dell'indice Euro Sovereigns. La sovraperformance dei titoli di Stato rispetto alle obbligazioni societarie è ascrivibile sia alla duration più lunga dell'indice delle emissioni governative, in un contesto di calo dei rendimenti, sia al modesto ampliamento dei differenziali evidenziato dall'indice su base annua. I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi dal 3,65% di inizio anno al 3,30% di fine esercizio, dopo aver toccato il livello più alto a quota 3,78% ai primi di marzo. L'allargamento degli spread registrato nel corso dell'anno ha interessato i diversi settori in misura differente. Le telecomunicazioni sono state particolarmente penalizzate, a causa della preoccupazione degli investitori circa le prospettive di crescente ricorso al debito e di nuove emissioni nel comparto. Le obbligazioni sovrane e i Pfandbriefe sono rimasti pressoché immuni a questa tendenza e hanno evidenziato solo un moderato aumento dei differenziali a livello di indice su base annua.

Fra i temi principali che hanno caratterizzato il 2005 figurano il declassamento di Gm e Ford alla fascia "junk bond" e il suo impatto su alcuni mercati dei derivati, nonché la riaffermazione degli azionisti come priorità assoluta delle aziende e il rapido accumulo di fondi da parte degli investitori di private equity.

A fronte dell'incremento del 3,99% dell'indice Euro Non-Sovereign, il fondo ha conseguito un rendimento del 3,76% rettificato per le commissioni, pari all'1,40%. Il rendimento su base annua corretto per gli ulteriori oneri del fondo si attesta al 4,28%.

Abbiamo cominciato l'anno con una posizione di duration corta di 6 mesi, poiché giudicavamo troppo basso il rendimento di circa il 3,6% offerto dai titoli di Stato alla luce della situazione economica e delle nostre proiezioni di una crescita superiore alle attese. A gennaio i rendimenti obbligazionari sono ulteriormente diminuiti e la posizione di duration ha pertanto fornito un contributo negativo alla performance mensile. A livello settoriale il fondo sovrappesava banche e telecomunicazioni e sottopesava i segmenti industriali.

A febbraio i rendimenti delle emissioni governative europee sono nettamente aumentati e la posizione di duration del fondo è stata riportata a neutralità. Il ribasso non è stato innescato da una modifica delle prospettive a livello fondamentale, poiché le aspettative di mercato sono rimaste invariate, ma è senz'altro riconducibile almeno in parte ai commenti rilasciati da Alan Greenspan in occasione della relazione al Congresso di metà febbraio.

A marzo il fondo ha mantenuto una posizione di duration neutra, poiché le nostre previsioni congiunturali erano sostanzialmente allineate al consenso di mercato. I mercati delle obbligazioni societarie hanno tuttavia attraversato un mese di intensa attività, che si è chiuso con il risultato peggiore da quasi un anno. Tale andamento è attribuibile a diversi fattori tra cui il forte incremento dei rendimenti statunitensi innescato dal timore di una possibile accelerazione dell'inasprimento monetario attuato dalla Federal Reserve a causa delle crescenti pressioni inflazionistiche. Le variazioni di rating operate da Standard & Poor's hanno ulteriormente innervosito gli investitori. Innanzitutto, l'agenzia ha modificato l'outlook su General Motors da stabile a negativo, alimentando i timori di declassamento dei titoli della società dalla fascia investment grade. Inoltre, S&P ha posto sotto osservazione il rating di Aig con implicazioni negative, indicando il probabile abbassamento del rating tripla A dell'emittente. Durante la fase di ampliamento degli spread, il merito di credito del fondo è salito a seguito della riduzione delle posizioni nei titoli telecom e industriali e del reinvestimento dei proventi in emissioni collateralizzate con rating AAA.

Ad aprile la duration del fondo è rimasta in linea con quella del benchmark e i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie hanno continuato ad allargarsi a causa di diversi fattori, quali i persistenti timori circa la reazione del mercato al declassamento di Gm e Ford al di sotto della fascia investment grade, il deterioramento delle condizioni di liquidità del mercato e la crescente preoccupazione che alcuni operatori e settori potessero cadere preda di operazioni di leveraged buy-out. Alla luce di queste prospettive negative, nel corso del mese abbiamo ridotto ancora la ponderazione dei titoli con rating BBB.

Il fondo ha mantenuto una posizione di duration neutra anche a maggio, un mese caratterizzato da numerose notizie di primo piano tra cui spicca in particolare la bocciatura della costituzione europea da parte di Francia

## Relazione del gestore degli investimenti

e Paesi Bassi. La vittoria del “no” non può essere attribuita a un motivo specifico, ma rappresenta comunque un segnale forte in grado di rinviare, forse di diversi anni, un processo di integrazione politica più profonda. Le obbligazioni societarie sono state nuovamente contraddistinte da un’elevata volatilità e da un allargamento degli spread, stavolta riconducibili alle condizioni tecniche sfavorevoli presenti sui mercati obbligazionari a pronti a seguito della volatilità dei prezzi che ha colpito i mercati dei derivati creditizi. Il catalizzatore di questo fenomeno è stato l’abbassamento del rating di General Motors e Ford alla fascia “junk bond”, che ha aumentato il rischio specifico sui mercati delle emissioni aziendali. I differenziali hanno quindi registrato un notevole incremento, che come sempre ha colpito in modo particolare i titoli di qualità inferiore.

A giugno non si è presentata l’opportunità di modificare la duration del fondo, che è pertanto rimasta in posizione neutra. A fronte dell’ulteriore calo dei rendimenti, tuttavia, siamo diventati più propensi a ridurre la duration del portafoglio e abbiamo inizialmente fissato al 3,10% il livello di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni al quale effettuare un primo intervento. In termini di performance di mercato, il mese di giugno è stato teatro di un recupero dopo l’indebolimento dei mesi precedenti e gli spread si sono contratti di 3 punti base a livello di indice. Poiché però continuavamo ad aspettarci un deterioramento delle prospettive delle obbligazioni societarie, abbiamo approfittato del rialzo del mercato per ridurre ulteriormente l’esposizione al rischio del fondo.

A luglio i rendimenti obbligazionari globali sono aumentati (dal 3,16% al 3,24% per i titoli decennali dell’area Euro) a seguito dei dati macroeconomici migliori del previsto, mentre le emissioni non governative sono state sostenute dall’aumento della propensione al rischio e dal favorevole quadro tecnico. I differenziali delle obbligazioni aziendali si sono pertanto ristretti e i titoli con rating minore hanno nuovamente sovraperformato quelli di qualità superiore. Abbiamo continuato a giudicare eccessiva la fiducia degli investitori, in quanto temevamo che molte aziende si sarebbero concentrate sulle operazioni mirate ad accrescere i rendimenti per gli azionisti, mentre l’attività di fusioni e acquisizioni continuava a rappresentare un importante fattore di rischio. In questo contesto, abbiamo mantenuto il posizionamento difensivo del fondo.

Ad agosto siamo passati a una duration corta di 6 mesi, dopo che i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi sui livelli più bassi della nostra fascia di riferimento compresa tra il 3,10 e il 3,50%. Tuttavia, il recupero del mercato è proseguito anche dopo il nostro intervento, penalizzando la performance mensile del portafoglio.

La posizione di duration è rimasta invariata a settembre e nel corso del mese ha fornito un leggero contributo positivo al risultato del fondo, sulla scia dell’incremento – seppur modesto – dei rendimenti delle emissioni governative. I differenziali delle obbligazioni aziendali hanno mostrato un andamento positivo su base mensile, poiché gli investitori hanno continuato a cercare opportunità interessanti a fronte della scarsità di nuove emissioni. Abbiamo ridotto ulteriormente il livello di rischio del fondo mediante la cessione dei titoli caratterizzati da rating inferiori e da una maggiore volatilità.

A ottobre il mercato europeo dei titoli di Stato ha evidenziato un andamento volatile e i rendimenti sono aumentati progressivamente avvicinandosi al livello superiore dell’intervallo di riferimento. Le obbligazioni a più lunga scadenza hanno sovraperformato e il differenziale del segmento compreso tra 10 e 30 anni è diminuito di 5 punti base. Abbiamo riportato la duration in posizione di neutralità dopo che i rendimenti dei governativi decennali hanno toccato quota 3,28%. I mercati delle emissioni aziendali hanno risentito ancora una volta dell’accelerazione degli accordi di fusione e acquisizione e dell’intensificarsi delle operazioni di Lbo. Tra le transazioni annunciate nel corso del mese figurano l’aggregazione tra Telefónica e O2 e l’interesse manifestato da E.On nei confronti della britannica ScottishPower. Nel corso del mese il fondo ha sovraperformato grazie all’efficace posizione di duration e all’orientamento difensivo del portafoglio in un mercato caratterizzato ancora una volta da un ampliamento dei differenziali.

A novembre abbiamo mantenuto la duration in linea con il benchmark, poiché i titoli di Stato sono rimasti su livelli equi. Il duplice rischio rappresentato dalle transazioni di Lbo e di fusione e acquisizione ha continuato

## Relazione del gestore degli investimenti

a preoccupare gli investitori. Tuttavia, il mercato ha reagito con razionalità e ha penalizzato solo i titoli delle società coinvolte in tali operazioni, evitando così l'effetto domino. In questo quadro, l'efficace selezione dei titoli ci ha permesso di sovraperformare il benchmark, in quanto il portafoglio non investiva nelle emissioni che hanno sottoperformato.

Il fondo ha chiuso l'anno con una posizione di duration neutra. A dicembre i dati economici si sono collocati su livelli superiori alle attese. In particolare, gli indicatori congiunturali tedeschi Ifo e Zew hanno registrato forti aumenti, mentre la crescita del Pil ha mostrato segnali di miglioramento in Francia e Italia. La situazione dei consumi presentava ancora sacche di debolezza, ma sono emerse indicazioni positive sul fronte del mercato del lavoro, che potrebbero favorire un recupero della spesa delle famiglie. Come previsto, le condizioni di liquidità si sono deteriorate a metà mese, in vista delle festività natalizie, e le operazioni di compravendita effettuate dal fondo si sono pertanto attestate su livelli inferiori alla media. Poiché i fattori che hanno preoccupato i mercati delle obbligazioni societarie per l'intero anno erano ancora presenti a fine dicembre, abbiamo cominciato il 2006 con un posizionamento difensivo.

### Prospettive di mercato

Le prospettive dell'economia europea stanno migliorando a fronte dei continui progressi evidenziati dai dati congiunturali, in particolare dal lato della produzione. Il punto debole rimane la fragilità dei consumi interni. La Banca Centrale Europea guarda con preoccupazione all'inflazione complessiva, che da otto mesi si mantiene al di sopra del tasso obiettivo fissato al 2%. L'istituto di Francoforte ha recentemente alzato i tassi d'interesse di 25 punti base, senza fornire chiare indicazioni circa l'andamento futuro della politica monetaria. Ci aspettiamo che nel corso del 2006 vengano operati altri due interventi restrittivi di un quarto di punto percentuale ciascuno che porteranno i tassi al 2,75%, sostanzialmente in linea con le previsioni di consenso.

Alla luce del graduale consolidamento dell'economia europea e delle prospettive relativamente favorevoli dell'inflazione, riteniamo poco probabile che il quadro operativo del settore aziendale subisca un deterioramento significativo. Tuttavia, a nostro avviso rimane difficile cogliere opportunità d'investimento a prezzi convenienti sul mercato delle obbligazioni societarie, che non sembra lasciare spazio ad eventuali notizie negative. Considerati gli elevati livelli valutativi, in questo momento un ampliamento dei differenziali di rendimento appare più probabile di un loro restringimento. Alla luce di ciò, nonché del persistente rischio di operazioni di Lbo e di fusione e acquisizione, intendiamo mantenere l'orientamento difensivo del portafoglio e cercheremo inoltre di evitare i titoli che potrebbero risentire di eventuali operazioni societarie.

La presente comunicazione è destinata unicamente ai professionisti dell'investimento e non deve essere distribuita agli investitori privati o da essi utilizzata.

I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Il valore degli investimenti può aumentare come diminuire e non è garantito.

Il commento contenuto nel presente rapporto rappresenta l'opinione generale sui mercati di AEGON Investment Management UK Ltd e non deve essere interpretato come una raccomandazione o una consulenza in merito all'andamento futuro di qualsiasi mercato.

AEGON Asset Management comprende AEGON Asset Management UK plc (n° 113505), AEGON Fund Management UK Ltd (n° 56350) e AEGON Investment Management UK Ltd (n° 212159), società registrate in Scozia con sede legale presso AEGON House, Edinburgh Park, Edinburgh EH12 9SA. AEGON Asset Management UK plc e AEGON Fund Management UK Ltd sono parte di AEGON UK Marketing Group e sono autorizzate e soggette alla regolamentazione della Financial Services Authority.

Lussemburgo, 20 gennaio 2006

Nota : Le informazioni contenute nella presente relazione sono su base storica e non sono indicative dei risultati futuri.

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

## Prospetti finanziari al 31/12/05

Stato patrimoniale al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>32,618,343.77</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	31,622,817.62
<i>Prezzo d'acquisto</i>		31,698,559.65
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-75,742.03
Depositi bancari a vista e liquidità		373,857.39
Interessi maturati		614,251.46
Sottoscrizioni da regolare		7,417.30
Passivo		<b>99,796.38</b>
Tassa d'abbonamento		4,062.94
Rimborsi chiesti e non regolati		41,780.32
Commissioni di gestione e consulenza		37,984.45
Spese della banca depositaria e amministrative		3,258.70
Altre voci del passivo		12,709.97
Valore netto d'inventario		<b>32,518,547.39</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/05 al 31/12/05

	Quote parti circolanti al 01/01/05	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/05
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	11,764.270	801.270	9,565.540	3,000.000
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,778,882.800	1,038,397.400	1,086,705.920	2,730,574.280

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/05</b>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>
Patrimonio netto	EUR	32,518,547.39	32,441,819.36	23,304,718.98
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,000.000	11,764.270	192,638.230
Valore d'inventario netto della quota parte		12.39	12.00	11.24
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</b>				
	EUR	EUR	EUR	
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,730,574.280	2,778,882.800	1,917,192.170
Valore d'inventario netto della quota parte		11.90	11.62	11.03

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/05

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			29,490,205.15	90.69%
<b>Obbligazioni</b>			<b>25,677,033.40</b>	<b>78.96%</b>
<i>Danimarca</i>			478,133.91	1.47%
450,000	NYKREDIT REALKREDIT 4.901 04-XX 22/09A	EUR	478,133.91	1.47%
<i>Francia</i>			2,102,596.47	6.47%
1,280,000	CIE DE FIN.FONC EMTN 4.25 02-09 25/10A	EUR	1,331,768.49	4.10%
250,000	FRANCE TELECOM EMTN 3.625 05-15 14/10A	EUR	244,208.35	0.75%
250,000	LAFARGE EMTN 4.25 05-16 23/03A	EUR	251,307.71	0.77%
275,000	VEOLIA ENVIRONNEMENT 4.375 05-20 11/12A	EUR	275,311.92	0.85%
<i>Germania</i>			4,774,869.50	14.68%
1,805,000	DEPFA 4.75 02-07 16/07A	EUR	1,853,554.50	5.70%
2,900,000	EUROHYPO -734- 5.00 98-06 26/04A	EUR	2,921,315.00	8.98%
<i>Italia</i>			213,872.06	0.66%
200,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.375 04-19 29/01A	EUR	213,872.06	0.66%
<i>Lussemburgo</i>			3,809,616.00	11.72%
600,000	EUROP.INVEST BK 4.875 99-06 15/04A	EUR	603,870.00	1.86%
3,130,000	EUROP.INVEST.BK -INTL-3.625 03-13 15/10A	EUR	3,205,746.00	9.86%
<i>Paesi Bassi</i>			189,708.73	0.58%
200,000	PORTUGAL TELECOM 4.50 05-25 16/06A	EUR	189,708.73	0.58%
<i>Regno Unito</i>			6,251,369.48	19.22%
700,000	HBOS TREASURY SERV. 4.25 04-14 23/09A	EUR	744,815.36	2.29%
1,100,000	MMO2 PLC -EMTN- 6.375 02-07 25/01A	EUR	1,138,617.02	3.50%
750,000	NATIONWIDE BUILDING 3.125 05-10 26/01A	EUR	746,814.23	2.30%
1,000,000	NATIONWIDE BUILDING 3.50 05-15 07/12A	EUR	1,000,754.06	3.08%
2,150,000	NETWORK RAIL FIN EMTN 3.125 04-09 30/03A	EUR	2,156,536.82	6.63%
450,000	VODAFONE GROUP EMTN 4.625 02-08 31/01A	EUR	463,831.99	1.43%
<i>Spagna</i>			6,375,620.68	19.61%
1,100,000	AYT CEDULAS CAJAS II 4.5 01-08 28/11A	EUR	1,143,479.57	3.52%
1,700,000	AYT CEDULAS CAJAS V 4.75 03-18 04/12A	EUR	1,896,226.75	5.83%
1,500,000	BSCH 4.00 02-07 01/10A	EUR	1,526,574.75	4.69%
400,000	CAIXA DE BARCELONA 3.875 05-25 17/02A	EUR	404,456.76	1.24%
1,400,000	CEDULAS TDA 1 3.25 03-10 19/06A	EUR	1,404,882.85	4.32%
<i>Stati Uniti d'America</i>			1,481,246.57	4.56%
450,000	AMERICAN GENERAL FIN 3.25 05-13 16/01A	EUR	438,663.51	1.35%
150,000	CITIGROUP INC EMTN 3.50 05-15 05/08A	EUR	149,355.54	0.46%
480,000	FREDDIE MAC 5.25 00-06 15/01A	EUR	480,396.96	1.48%
375,000	HOUSEHOLD FINANCE 6.50 02-09 05/05A	EUR	412,830.56	1.27%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>3,813,171.75</b>	<b>11.73%</b>
<i>Francia</i>			591,215.04	1.82%
550,000	FRANCE TELECOM REG-S FL.R 01-08 14/03A	EUR	591,215.04	1.82%
<i>Regno Unito</i>			2,173,670.14	6.68%
300,000	AVIVA PLC SUB FL.R 03-XX 29/09A	EUR	335,992.03	1.03%
350,000	BARCLAYS BANK SUB FL.R 00-XX 29/04A	EUR	412,520.48	1.27%
350,000	HBOS EMTN FL.R 03-XX 14/10A	EUR	379,521.52	1.17%
400,000	HBOS PLC SUB.EMTN FL.R 04-19 30/10A	EUR	421,191.15	1.30%
300,000	ROYAL BK OF SCOTLAND FL.R 03-16 28/01A	EUR	316,298.85	0.97%
300,000	UBS PFD FDG EMTN FL.R 05-XX 29/04A	EUR	308,146.11	0.95%
<i>Stati Uniti d'America</i>			1,048,286.57	3.22%
350,000	CITIGROUP SUB C EMTN FL.R 05-30 25/02A	EUR	348,917.43	1.07%
350,000	CREDIT SUISSE FINANCE FL.R 05-20 14/09A	EUR	343,675.43	1.06%
350,000	ZURICH FINANCE EMTN FL.R 05-25 15/06A	EUR	355,693.71	1.09%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			2,132,612.47	6.56%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,506,952.63</b>	<b>4.63%</b>
<i>Regno Unito</i>			303,755.12	0.93%
300,000	UNITED UTIL.WATER 4.25 05-20 24/01A	EUR	303,755.12	0.93%
<i>Spagna</i>			401,221.70	1.23%
400,000	ALTADIS EMISIONES FIN 4.00 05-15 11/12A	EUR	401,221.70	1.23%
<i>Stati Uniti d'America</i>			801,975.81	2.47%
250,000	COCA COLA ENTERPRISES 3.125 05-08 15/12A	EUR	249,255.84	0.77%
300,000	MORGAN STANLEY 4.00 05-15 17/11A	EUR	304,104.63	0.94%
250,000	WESTFIELD FINANCIAL 3.625 05-12 27/06A	EUR	248,615.34	0.76%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>625,659.84</b>	<b>1.92%</b>
<i>Regno Unito</i>			305,796.95	0.94%
300,000	LLOYDS TSB SUB FL.R 05-XX 29/05A	EUR	305,796.95	0.94%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

## Portafoglio titoli al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>319,862.89</i>	<i>0.98%</i>
	325,000 UNICREDITO ITAL PERP. FL.R 05-XX 27/10A	EUR	319,862.89	0.98%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>31,622,817.62</b>	<b>97.25%</b>

Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/05 al 31/12/05

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>1,413,687.92</b>
Cedole nette da obbligazioni		1,408,754.20
Interessi bancari su conti correnti		4,933.72
Spese		<b>637,960.94</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	477,929.02
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 8	17,093.39
Tassa d'abbonamento	Nota 4	13,782.02
Spese amministrative		45,930.69
Commissioni di domiciliazione		930.09
Onorari		37,816.06
Spese d'intermediazione	Nota 2	14,075.64
Spese di pubblicazione e stampa		17,421.66
Spese bancarie		3,752.13
Altre spese		9,230.24
Reddito netto da investimenti		<b>775,726.98</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		349,620.08
Utile netto realizzato		<b>1,125,347.06</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-405,618.11
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>719,728.95</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		12,294,520.70
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		9,999.85
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		12,284,520.85
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-12,937,521.62
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		-116,819.78
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		-12,820,701.84
Aumento del patrimonio netto		<b>76,728.03</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>32,441,819.36</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>32,518,547.39</b>

*Nord Est Fund*  
**Note ai prospetti finanziari**



## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005

### 1. STRUTTURA

NORD EST FUND (il "Fondo") è un fondo comune di investimento con le caratteristiche di un "fonds commun de placement" costituito in Lussemburgo l'8 ottobre 1999 ai sensi della parte I della Legge 20 dicembre 2002 sugli organismi collettivi di investimento. Il Fondo è gestito da una Società di gestione. La Società di gestione (NORD EST ASSET MANAGEMENT S.A.) è iscritta al Registro di Commercio del Lussemburgo al n. B 69 705 e ha sede al n° 39 di Allée Scheffer, Lussemburgo L-2520. Il fondo ha una struttura ad ombrello. Alla data del 31 dicembre 2005, erano stati attivati dodici comparti:

<u>Denominazione del comparto</u>	<u>Valuta</u>	<u>Data di lancio</u>
<b>PORTAFOGLIO AZIONARI</b>		
Nord Est Fund – Azionario Globale	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Azionario Euro	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Azionario Europa Dell'Est	EUR	22 aprile 2002
Nord Est Fund – Azionario Stati Uniti	EUR	22 aprile 2002
Nord Est Fund – Azionario Giappone	EUR	22 aprile 2002
<b>PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARI</b>		
Nord Est Fund – Obbligazionario Globale	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti	EUR	11 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Convertible Europeo	EUR	19 gennaio 2002
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro Corporate	EUR	19 gennaio 2002
<b>PORTAFOGLIO MONETARI</b>		
Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro	EUR	11 ottobre 1999

Al 31 dicembre 2005 erano in circolazione soltanto quote ad accumulazione dei proventi.

La "Category R" è disponibile ad ogni tipo d'investitore.

La "Category I" è solo disponibile per gli Investitori Istituzionali.

Il Fondo investe in un insieme diversificato di valori mobiliari, nel rispetto della politica di investimento di ciascun comparto, con l'obiettivo della crescita del capitale a lungo termine.

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005

### 2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI

Il Fondo tiene i libri e le registrazioni di ciascun singolo comparto nella valuta di riferimento di quest'ultimo e redige i rendiconti consolidati in EUR. I rendiconti finanziari sono stati preparati utilizzando i principi contabili generalmente accettati in Lussemburgo per lo stesso tipo di fondi comuni, che includono i seguenti principali metodi contabili:

#### a) Conversione delle operazioni in valuta

Le attività e le passività espresse in valute diverse dalla valuta di riferimento di ciascun comparto sono state convertite in base al tasso di cambio in vigore in Lussemburgo alla data della situazione patrimoniale. I profitti e le spese originatisi in valute diverse dalla valuta di riferimento di ciascun comparto sono stati convertiti in base al tasso di cambio in vigore alla data della transazione.

Per la preparazione dei rendiconti finanziari consolidati in EUR, i rendiconti di ciascun comparto denominati in valute diverse dall'EUR sono stati convertiti al tasso di cambio in vigore a fine esercizio.

Alla data del 31 dicembre 2005 sono stati utilizzati i seguenti tassi di cambio per le principali valute:

1	EUR	=	1.1797	USD
1	EUR	=	0.6853	GBP
1	EUR	=	1.5551	CHF
1	EUR	=	138.8447915	JPY
1	EUR	=	9.3885	SEK
1	EUR		1.9612512	SGD
1	EUR		1.7298925	NZD
1	EUR		9.1486915	HKD
1	EUR		7.4605	DKK
1	EUR		1.6117223	AUD
1	EUR		7.985	NOK
1	EUR		1.3725	CAD
1	EUR		252.87	HUF

#### b) Utili e perdite realizzati su titoli

Gli utili e le perdite realizzati dalla vendita di investimenti sono stati determinati sulla base del costo medio dei titoli venduti. I costi comprendono il prezzo d'acquisto e le commissioni.

#### c) Operazioni in cambi a termine

Il Fondo è autorizzato a effettuare operazioni di cambio a termine per la vendita di una specifica valuta ad un prezzo prefissato per consegna ad una data futura ai fini della copertura diretta o incrociata di specifiche transazioni o posizioni del portafoglio. Tutti gli impegni sono valutati in base al tasso di cambio a termine in vigore alla data di valutazione per il periodo residuo fino alla scadenza e le plus(minus)valenze non realizzate vengono contabilizzate nei rendiconti finanziari. Gli utili e le perdite realizzati vengono contabilizzati alla data di chiusura di ciascun contratto e vengono compensati mediante negoziazione di un'operazione di segno contrario o estinti mediante consegna della valuta.

#### d) Cedole e dividendi

Il reddito da dividendi viene contabilizzato alla data di stacco, al netto delle ritenute fiscali. Le cedole di interesse vengono contabilizzate su base "pro rata temporis", sempre al netto delle ritenute fiscali.

## **Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005**

### **e) Valutazione del portafoglio**

Il valore di ogni titolo trasferibile quotato in una borsa ufficiale o negoziato su un mercato regolamentato sarà determinato in base al suo ultimo prezzo disponibile.

<b>2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI (segue)</b>
---

Nel caso in cui un titolo trasferibile detenuto dal Fondo alla data di valutazione non fosse quotato in una borsa ufficiale né negoziato su un altro mercato regolamentato, la valutazione si baserà sul presunto prezzo di realizzo, calcolato con prudenza e in buona fede dal Consiglio di amministrazione della Società di gestione.

Gli strumenti di mercato monetario e i titoli a tasso fisso con scadenza inferiore a 60 giorni potranno essere valutati mediante l'accrescimento dello sconto. Tale metodo prevede l'aggiunta di un rateo fisso giornaliero fino ad arrivare al prezzo di rimborso alla data di scadenza.

### **f) Valutazione dei contratti futures**

I contratti futures sono valutati all'ultimo corso conosciuto di mercato. Gli utili e le perdite realizzate e non realizzate che ne derivano sono inclusi nel Prospetto delle operazioni di mercato e variazioni del Patrimonio Netto.

### **g) Provento su prestito a titolo**

La remunerazione assegnata per il pagamento del provento su prestito ai titoli è effettuata in liquido e appare nei conti sotto il titolo "Altri proventi finanziari".

### **h) Valutazione dei Swaps**

I Swaps sono valutati sulla base della valore del mercato, determinata sotto la sorveglianza del Consiglio di Amministrazione della Società e secondo il processo instaurato da questa ultima.

### **i) Brokers fees**

Le spese di transazione relative agli acquisti di titoli sono contabilizzate distintamente nel conto "Altre spese" nello "Stato Patrimoniale" e nel conto "Spese d'intermediazione" nello "Conto economico e variazioni patrimoniali". Anticamente queste spese erano contabilizzate nello "Stato Patrimoniale" e nello "Conto economico e variazioni patrimoniali" rispettivamente nel conto "Portafoglio titolo prezzo d'acquisto" e "Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli" e "Variazioni nette delle plusvalenze/minusvalenze latenti sugli investimenti.

### **j) presentazione dei titoli in portafoglio**

I titoli sono presentati come segue :

- 1) per valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale, valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati e altri valori mobiliari
- 2) per paese
- 3) per "stock exchange place"

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005

### 3. DETERMINAZIONE DEL VALORE ATTIVO NETTO DELLE QUOTE

Il valore attivo netto di ogni quota è espresso nella divisa di riferimento di ciascun comparto e si ottiene dividendo il valore delle attività nette di ciascun comparto per il numero delle quote in circolazione in quel momento.

### 4. TASSAZIONE

Secondo la legislazione e gli usi attualmente in vigore in Lussemburgo, il Fondo è soggetto ad una tassa annua di sottoscrizione pari allo 0.05% delle sue attività nette, calcolata e liquidata trimestralmente sulla base del valore delle attività nette del Fondo alla Fine di ogni trimestre. Il valore delle posizioni in altri organismi collettivi di investimento già soggetti alla tassa di sottoscrizione lussemburghese è comunque escluso dal calcolo della predetta tassa.

La categoria I di ogni comparto, disponibile per gli Investitori Istituzionali, è soggetta a una tassa di sottoscrizione ridotta dello 0.01% annuale.

### 5. COMMISSIONI DI GESTIONE

Inoltre, nei termini previsti dal prospetto informativo del Fondo, la Società di gestione ha nominato gestori indipendenti per ciascun comparto. I gestori hanno diritto di ricevere una commissione annuale pagabile dalla Società di gestione, basata sulla media delle attività nette complessive di ciascun comparto e liquidabile mensilmente.

Al 31 dicembre 2005 erano in essere i seguenti commissioni:

#### NORD EST FUND

#### Commissioni di gestione

	Category R	Category I
Nord Est Fund – Azionario Globale	1.90%	0.75%
Nord Est Fund – Azionario Euro	1.70%	0.65%
Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti	2.10%	0.85%
Nord Est Fund – Obbligazionario Globale	1.40%	0.45%
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro	1.20%	0.45%
Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti	1.80%	0.65%
Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro	0.70%	0.30%
Nord Est Fund – Obbligazionario Convertible Europeo	1.70%	0.60%
Nord Est Fund – Azionario Europa Dell'Est	2.10%	0.65%
Nord Est Fund – Azionario Stati Uniti	2.10%	0.65%
Nord Est Fund – Azionario Giappone	2.10%	0.65%
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro Corporate	1.40%	0.50%

### 6. OPERAZIONI IN FUTURE SU CAMBI

Tutte le operazioni in essere sono valutate in base al tasso di cambio a termine in vigore alla data di valutazione per il periodo residuo fino alla scadenza. Al 31 dicembre 2005, alcuni comparti avevano assunto i seguenti impegni:

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005

### Nord Est Fund – Azionario Globale:

	<u>Importo</u>		<u>Vendite</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non realizzata</u> <u>in EUR</u>
JPY	2,940,268.00	EUR	21,151.49	05/01/06	28.10
NZD	5,774.15	EUR	3,335.35	05/01/06	1.54
CHF	23,266.47	EUR	14,958.51	04/01/06	2.89
AUD	12,508.90	EUR	7,755.05	04/01/06	<u>23.12</u>
				<b>Total:</b>	55.65

### Nord Est Fund – Obbligazionario Globale:

	<u>Importo</u>		<u>Vendite</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non realizzata</u> <u>in EUR</u>
EUR	266,733.84	GBP	180,000.00	17/01/06	<u>4,295.47</u>
				<b>Total:</b>	4,295.47

### Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti:

	<u>Importo</u>		<u>Vendite</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non realizzata</u> <u>in EUR</u>
EUR	8,420,712.49	USD	9,939,809.02	22/02/06	18,536.78
USD	1,000,000.00	EUR	852,951.21	22/02/06	<u>(7,661.82)</u>
				<b>Total:</b>	10,874.96

## 7. OPERAZIONI IN FUTURE

Al 31 dicembre 2005, il fondo Nord Est Fund registrava le seguenti posizioni:

### Nord Est Fund – Obbligazionario Globale:

<u>Numeri di contratti</u> <u>Acquisti/(Vendite)</u>	<u>Descrizione</u>	<u>Valuta</u>	<u>Importo in EUR</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non</u> <u>realizzata in EUR</u>
8	EURO BOBL 03/06	EUR	903,280.00	(2,160.00)
20	EURO BUND 03/06	EUR	2,436,800.00	16,200.00
1	LONG GILT 03/06	GBP	<u>167,007.15</u>	<u>1,181.96)</u>
		Total	3,507,087.15	15,221.96

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005

### Nord Est Fund – Obbligazionario Euro:

<u>Numeri di contratti Acquisti/(Vendite)</u>	<u>Descrizione</u>	<u>Valuta</u>	<u>Importo in EUR</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
20	EURO BUND 03/06	EUR	2,436,800.00	17,200.00
(36)	EURO SCHATZ 03/06	EUR	(3,790,260.00)	3,780.00
(24)	EURO BOBL 03/06	EUR	(2,709,840.00)	3,120.00
	Total		(4,063,300.00)	24,100.00

### Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro:

<u>Numeri di contratti Acquisti/(Vendite)</u>	<u>Descrizione</u>	<u>Valuta</u>	<u>Importo in EUR</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
(25)	EURO SCHATZ 03/06	EUR	(2,632,125.00)	5,250.00
	Total		(2,632,125.00)	5,250.00

## 8. SPESE AMMINISTRATIVE E COMMISSIONE DELLA BANCA DEPOSITARIA

Quale compenso per i suoi servizi il CACEIS Bank Luxembourg percepisce una commissione globale annuale da corrisondersi trimestralmente e calcolata sugli attivi netti medi del fondo, in conformità con la pratica usuale lussemburghese.

## 9. PRONTO CONTRO TERMINE

Il 31 dicembre 2005 il Fondo ha concluso di mutuo, con garanzia totale rappresentata da titoli, con primari istituti finanziari come meglio descritto nel prospetto, come segue :

<b>Comparto</b>	<b>Valuta</b>	<b>Prestito di investimenti Valore di mercato in EUR</b>	<b>% di investimenti</b>
Azionario Globale	EUR	464,905.00	1.00
Azionario Stati Uniti	EUR	252,543.02	1.75

## 10. SOFT COMMISSIONS

Il Consulento agli Investimenti di Nord Est Fund - Azionario Stati Uniti ha stipulato con gli intermediari i cosiddetti *soft commission arrangements*, in base ai quali riceve determinati beni e servizi che sono destinati a sostenere le decisioni d'investimento prese rappresentano benefici dimostrabili per il sub-fondo. Gli intermediari pagano i beni e i servizi utilizzando la commissione ricevuta, mentre il Consulento agli Investimenti non paga direttamente tali servizi. I beni e i servizi utilizzati per il sub-fondo comprendono l'analisi di mercato, i servizi relativi ai dati e alle quotazioni, la valutazione delle performance nonché l'hardware e il software associati ai beni e ai servizi su indicati; i servizi di compensazione e di custodia e le pubblicazioni relative agli investimenti.

## 11. VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO

La relazione particolare delle variazioni nella composizione dei portafogli sono a disposizione degli azionisti presso la sede legale della Società di Gestione e possono essere visionati o ritirati gratuitamente a richiesta degli interessati senza costi supplementari.

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2005**

<p><b>12. NUOVO NOME DELLA BANCA DEPOSITARIA ED AGENTE AMMINISTRATIVO A AGENTE DI TRASFERIMENTO</b></p>
---

Il 3 ottobre 2005, *Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A. (CA-IS BL)* diventa CACEIS Bank Luxembourg (CACEIS BL) in seguito al partenariato tra Crédit Agricole S.A. e lo Groupe Caisse d'Epargne. Altrettanto la sede legale di CACEIS BL e del Fondo sono state trasferite dal 39 Allée Scheffer, L-2520 Luxembourg al 5 Allée Scheffer, L-2520 Luxembourg.

**Informazione complementare (non certificata)**

I comparti seguenti sono nel campo di applicazione della legge del 10 giugno 2005 per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 luglio 2005 al 31 dicembre 2005:

- Obbligazionario Globale
- Obbligazionario Euro
- Obbligazionario Paesi Emergenti
- Obbligazionario Breve Termine Euro
- Obbligazionario Convertible Europeo
- Obbligazionario Euro Corporate

I comparti seguenti non sono nel campo di applicazione della legge del 10 giugno 2005 per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 luglio 2005 al 31 dicembre 2005:

- Azionario Globale
- Azionario Euro
- Azionario Paesi Emergenti
- Azionario Europa Dell'Est
- Azionario Stati Uniti
- Azionario Giappone