



Nord Est Fund

Fonds Commun de Placement

Relazione annuale certificata

al 31/12/08

## Sommario

	<b>Pagina</b>
Struttura Organizzativa ed Amministrativa	3
Consiglio d'Amministrazione	4
Relazione del revisore dei conti	6
Consolidato	8
Azionario Globale	11
Azionario Euro	18
Azionario Paesi Emergenti	24
Obbligazionario Globale	31
Obbligazionario Euro	36
Obbligazionario Paesi Emergenti	47
Obbligazionario Breve Termine Euro	52
Obbligazionario Convertible Europeo	58
Azionario Europa Dell'Est	65
Azionario Stati Uniti	71
Azionario Giappone	78
Obbligazionario Euro Corporate	85
Riserva Dinamica	95
Flessibile	101
Immobiliare	106
Raiffesen Vario	113
Raiffesen Return	119
Note ai prospetti finanziari	125
Informazione complementare (non-certificata)	136

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  
5, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

Feri Wealth Management GmbH  
Rathausplatz 8-10,  
61348 Bad Homburg - Germania

### GESTORI

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

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

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

(Fino a 14 aprile 2009)  
Schroder Investment Management Ltd  
31 Gresham Street  
London EC2V 7QA - Regno Unito

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

SOCIETA DI REVISIONE  
PricewaterhouseCooper S.à.r.l.  
Réviseur d'entreprises  
400, Route d'Esch  
L-1471 Lussemburgo

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

BNP Paribas Asset Management Brasil Ltda  
Av. Fuscelino Kubitschek, 510, 13 piano  
Sao Paulo, SP  
Brasil, 04543-906 - Brasil

### DISTRIBUTORI E NOMINEE

Cassa Centrale Banca - Credito Cooperativo del Nord Est  
S.p.A.  
Via Segantini, 5  
IT-38100 Trento - Italia

(Fino a 30 giugno 2008)  
AEGON Asset Management UK plc  
Edinburgh Park  
Edinburgh EH12 9SE - Regno Unito

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

Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H  
Schwarzenbergplatz 3,  
1010 Vienna, Austria  
(Da allora 1 luglio 2008)

### CONSIGLIERE INVESTIMENTI

Morgan Stanley Asset & Investment Trust Management  
Co., Limited  
Yebisu Garden Place Tower 20-3  
Ebisu 4-Chrome,  
Shibuya-ku,  
Tokyo 150-6009 - Japan

BlackRock Investment Management Limited  
(precedentemente Merrill Lynch Investment  
Managers Limited)  
33 King William Street  
London EC4R 9AS – Regno Unito

Schroder Investment Management North America Inc  
875 Third Avenue, 22<sup>nd</sup> Floor  
New York, NY 10022 6225 - Stati Uniti

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

European Investors Inc  
717 Fifth Avenue  
New York, NY 10022 - Stati Uniti

Union Investment Luxembourg S.A.  
308, Route d'Esch  
L-1471 Lussemburgo

### BANCA DEPOSITARIA, AGENTE DOMICILIATARIO ED AMMINISTRATIVO

Franklin Templeton Investments Corp.  
200, King Street West - Suite 1400  
Toronto, Ontario  
Canada M5H 3TA

CACEIS Bank Luxembourg  
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 Banca - Credito Cooperativo del 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 Roberto Dallavecchia, General Manager  
Banca Alto Vicentino Credito Cooperativo  
Via Pista dei Veneti, 14  
IT-36015 Schio VI - Italia

Mrs Francesca De Bartolomeo, Business Development Director,  
CACEIS Bank Luxembourg  
5, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

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

Mr Gilberto Noacco, General Manager  
Federazione delle Banche di Credito Cooperativo  
Friuli Venezia Giulia  
Via B. De Rubeis 35/2  
IT-33100 Udine - Italia

Mr Giuseppe Maset, General Manager  
Banca di Credito Cooperativo della Marca  
Via Garibaldi, 46  
IT-31010 Orsago TV - Italia

## Nord Est Fund

Mr Vittorio Canciani, General Manager  
Banca S. Biagio del Veneto Orientale di Cesarolo  
Fossalta di Portogruaro e Pertegada  
Banca di Credito S.c.r.l.  
Via Venezia, 1  
IT-30025 Fossalta di Portogruaro (VE) - Italia

(Da allora 13 maggio 2009)  
Mr Roberto Rigato, Chief Executive Officer  
Banca Alto Vicentino credito Cooperativo  
Via Pista dei Veneti, 14  
IT-36015 Schio VI - Italia

## **Relazione del Revisore dei conti**

Agli Azionisti di  
**Nord Est Fund**

Abbiamo sottoposto a revisione gli allegati rendiconti finanziari di Nord Est Fund e di ciascuno dei relativi comparti, vale a dire il prospetto del patrimonio netto e del portafoglio-titoli al 31 dicembre 2008, nonché il prospetto delle operazioni di mercato e variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso alla stessa data, così come gli allegati contenenti il riepilogo dei principali metodi contabili e altre note esplicative ai rendiconti finanziari.

### **Responsabilità del Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione circa la stesura e la predisposizione dei rendiconti finanziari**

Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione è responsabile della stesura e della predisposizione sincera dei rendiconti finanziari, ai sensi dei requisiti di legge e delle normative relativi alla stesura e alla predisposizione dei rendiconti finanziari vigenti in Lussemburgo. Tale responsabilità comprende la progettazione, l'attuazione e il continuo controllo interno relativi alla stesura e alla predisposizione sincera dei rendiconti finanziari privi di anomalie significative derivanti da frodi o errori; la scelta e l'applicazione di principi e metodi contabili appropriati ; nonché la produzione di stime contabili ragionevoli alla luce delle circostanze.

### **Responsabilità della Società di Revisione**

La nostra responsabilità consiste nell'esprimere un'opinione su tali rendiconti finanziari in base alla revisione contabile svolta. Quest'ultima è stata condotta secondo le norme di audit internazionali recepite dall'"Institut des Réviseurs d'Entreprises". Dette norme richiedono da parte nostra l'osservanza delle regole di etica e prevedono che venga pianificata ed effettuata la revisione contabile al fine di ottenere la ragionevole assicurazione che i rendiconti finanziari non contengano anomalie significative.

L'audit implica l'attuazione di procedure finalizzate a raccogliere elementi probatori riguardanti gli importi e le informazioni riportate nei rendiconti finanziari. Compete alla Società di Revisione selezionare le procedure operative, nonché valutare il rischio che i rendiconti finanziari contengano anomalie significative eventualmente derivanti da frodi o errori. Nel valutare il rischio, la Società di Revisione prende in considerazione il controllo interno in vigore nell'entità in ordine alla stesura e alla predisposizione sincera dei rendiconti finanziari con l'obiettivo di definire di volta in volta le procedure di audit che meglio si addicono alla situazione, evitando di esprimere un'opinione in merito all'efficacia. L'audit comporta altresì una valutazione del carattere appropriato dei metodi contabili prescelti e del carattere ragionevole delle stime contabili operate dal Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione, nonché un giudizio sulla predisposizione complessiva dei rendiconti finanziari.

Riteniamo che gli elementi probatori raccolti siano sufficienti e appropriati per formulare la nostra opinione.

## **Relazione del Revisore dei conti**

### **Opinione**

A nostro giudizio, i rendiconti finanziari allegati forniscono un'immagine veritiera della situazione patrimoniale e finanziaria di Nord Est Fund e di ciascuno dei relativi comparti al 31 dicembre 2008, come anche del risultato delle operazioni di mercato e variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso alla stessa data, il tutto in conformità con i requisiti di legge e le normative relativi alla stesura e alla predisposizione dei rendiconti finanziari vigenti in Lussemburgo.

### **Varie**

Le informazioni aggiuntive fornite nella relazione annuale sono state anch'esse analizzate, sempre nell'ambito del nostro incarico, ma non sono state assoggettate a verifiche effettuate secondo i principi di revisione precedentemente descritti. Di conseguenza non ci spetta esprimere un giudizio in merito. Tuttavia non abbiamo alcuna osservazione da fare sulle informazioni riportate nei rendiconti finanziari considerati nella loro globalità.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Réviseur d'entreprises  
Rappresentata da

Lussemburgo, il 22 Ottobre 2009

Thierry Blondeau

# *Nord Est Fund*

## **Consolidato**

Nord Est Fund  
Consolidato  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>			<b>487,677,014.40</b>
	Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	446,543,172.93
	<i>Prezzo d'acquisto</i>		516,610,197.45
	<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-70,067,024.52
	Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2	43,520.00
	<i>Opzioni acquistate a prezzo d'acquisto</i>		68,594.00
	Depositi bancari a vista e liquidità		30,861,324.62
	Interessi maturati		5,057,205.23
	Crediti verso broker per vendita titoli		461,023.24
	Sottoscrizioni da regolare		967,340.81
	Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	3,259,748.10
	Plusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	227,920.00
	Crediti verso cambio corto termine		23,376.49
	Altre voci dell'attivo		232,382.98
<b>Passivo</b>			<b>4,283,185.94</b>
	Opzioni vendute a prezzo di mercato	Nota 2,8	13,360.00
	<i>Opzioni vendute a prezzo d'acquisto</i>		42,194.00
	Debiti bancari a vista		777,248.33
	Debiti verso broker per acquisto titoli		401,600.78
	Tassa d'abbonamento	Nota 4	57,640.60
	Rimborsi chiesti e non regolati		1,953,998.84
	Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	138,295.76
	Minusvalenze non realizzate su future		169,961.58
	Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	524,563.46
	Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	27,719.25
	Cambio a pronti da pagare		28,104.94
	Onorari		133,882.05
	Debiti verso cambio corto termine		24,003.14
	Altre voci del passivo		32,807.21
<b>Valore netto d'inventario</b>			<b>483,393,828.46</b>

# Nord Est Fund Consolidato

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>20,313,014.29</b>
Dividendi netti	Nota 2	6,647,426.53
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	12,635,880.31
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	708,705.14
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	111,213.14
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	209,789.17
<b>Spese</b>		<b>13,306,306.63</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	8,091,579.47
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	612,237.02
Tassa d'abbonamento	Nota 4	272,167.89
Spese amministrative		761,798.09
Commissioni di domiciliazione		9,947.35
Onorari		98,574.01
Interessi bancari su conti correnti		33,675.49
Spese legali		143,606.57
Spese d'intermediazione		1,293,793.19
Spese di pubblicazione e stampa		146,469.34
Spese bancarie		27,788.28
Spese su reverse repos		1,496,000.44
Altre spese		318,669.49
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>7,006,707.66</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-72,059,979.49
Plusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	1,427,089.60
Minusvalenze nette realizzate su opzioni	Nota 2	-370,180.80
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-2,058,180.02
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	-5,193,374.09
<b>Perdita netta realizzata</b>		<b>-71,247,917.14</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	237,983.61
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future	Nota 7	111,609.67
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-86,513,162.93
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze non realizzate su opzioni		-12,080.00
<b>Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>-157,423,566.79</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		282,391,646.28
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-346,215,335.94
<b>Diminuzione del patrimonio netto</b>		<b>-221,247,256.45</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>704,641,084.91</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>483,393,828.46</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Globale**

# Nord Est Fund Azionario Globale

## Manager's Report

### RASSEGNA DEL MERCATO

Nel periodo in rassegna i titoli azionari hanno subito un drastico calo in tutto il mondo. Nel 2008 la performance per un singolo anno del mercato statunitense è stata la peggiore dagli anni '30. Il rimescolamento radicale di Wall Street e le condizioni disastrose dell'economia mondiale hanno indotto a una reazione politica senza precedenti da parte dei governi e delle banche centrali in tutto il mondo. Lo stimolo massiccio, fiscale e monetario, è stato reso possibile dai timori di deflazione che hanno sostituito quelli dell'inflazione come minaccia principale per la ripresa dell'economia mondiale. La flessione dei prezzi delle materie prime (da luglio 2008), la correzione del valore delle abitazioni e un drastico calo della domanda dei consumatori hanno fatto scendere i prezzi; la deflazione è così diventata attualmente la preoccupazione principale degli organi politici decisionali.

Inizialmente gli interventi hanno deluso gli investitori, tuttavia a dicembre i prezzi dei titoli azionari sono sembrati ritrovare una certa stabilità e un misuratore fondamentale della liquidità ha evidenziato un certo miglioramento. Certi "misuratori della paura" tuttavia restano preoccupanti, per esempio l'indice della volatilità VIX. Fino a che queste cifre non evidenzieranno un miglioramento più deciso, qualsiasi rally dei titoli azionari avrà vita breve e tarderanno a intervenire miglioramenti sostanziosi della situazione economica e finanziaria.

Verso la fine del periodo in rassegna quasi tutto il mondo sviluppato era entrato in recessione, e le prospettive continuavano ad essere cupe. Gli USA e l'Europa hanno dovuto lottare contro un'ondata di dati negativi dell'economia, mentre il Giappone continuava a soffrire per la domanda interna debole e il calo delle esportazioni. La regione dell'Asia-Pacifico escluso il Giappone ha dovuto far fronte all'impatto di una crescita fiacca sia nel mondo sviluppato che in Cina, che fino ad allora era stata il motore economico della regione.

### RASSEGNA DELLA PERFORMANCE

Nel corso del periodo in rassegna ha giovato al portafoglio il suo posizionamento difensivo, con una sovrapponderazione di titoli della sanità e dei servizi di telecomunicazioni e una sottoponderazione di settori ciclici quali le materie prime, l'energia e i titoli industriali. Mentre le prospettive dell'economia mondiale diventavano sempre più cupe, il clima generale di sfiducia ha alimentato vendite massicce nei settori sensibili all'economia. La loro sottoponderazione nel portafoglio ha tamponato l'impatto delle notevoli svalutazioni subite da questi settori. Allo stesso tempo la selezione dei titoli e la sovrapponderazione relativa dei settori della sanità (nel quale il portafoglio detiene prevalentemente titoli farmaceutici) e dei servizi di telecomunicazioni ha aggiunto valore relativo; questi settori infatti sono andati relativamente meglio dell'indice nel corso del periodo. Altre posizioni invece hanno deluso. I risultati inferiori alle previsioni delle aziende di prodotti alimentari e tabacco hanno causato le perdite subite nel segmento dei beni di prima necessità del portafoglio. Queste società hanno risentito negativamente della previsione che i costi elevati delle materie prime e dell'energia nella prima parte del 2008 avrebbero intaccato i margini di profitto. Anche il settore finanziario in questo periodo è stato decisamente penalizzante. Il beneficio di una sottoponderazione del settore è stato annullato dall'impatto decisamente negativo della selezione di titoli. Dal punto di vista delle valutazioni, i bassi livelli di molti titoli finanziari li fanno apparire decisamente attraenti. Tuttavia con l'accelerazione della crisi del credito e il deterioramento dell'ambiente operativo, molto più rapido delle previsioni generali, la performance ha risentito negativamente delle ripercussioni su vari titoli detenuti nel portafoglio.

# Nord Est Fund Azionario Globale

## Manager's Report

### PROSPETTIVE

A fine novembre, in concomitanza con il cambiamento dei gestori è stata modificata la composizione del portafoglio per esprimere la filosofia d'investimento del nuovo team. Le nostre prospettive sono ancora improntate alla prudenza e l'impostazione del portafoglio è quindi difensiva, con una decisa sovrapponderazione dei servizi di telecomunicazione e dei beni di consumo di prima necessità. Sono invece sottoponderati i titoli finanziari e i settori più ciclici, tra cui IT, Materie prime, Energia e Industria.

Il processo d'investimento del portafoglio è orientato al valore e si basa sulla selezione dei singoli titoli. Il team esamina le opportunità d'investimento tenendo in considerazione i criteri relativi al valore, e dando la priorità ai flussi di cassa e al valore intrinseco degli attivi dell'azienda. I titoli che sulla base di questi criteri appaiono sottovalutati sono quindi sottoposti a un'analisi approfondita dei fondamentali. Il team esamina il bilancio dell'emittente, i flussi di cassa e il prospetto delle entrate, stabilendo i punti di forza dell'attività dell'azienda.

Siamo convinti che questo sistema offra ottime possibilità in una prospettiva a lungo termine, oltre ad essere particolarmente adatta ai mercati attuali, nei quali una solida generazione di flussi di cassa, un bilancio robusto e una gestione disciplinata del capitale sono diventati sempre più importanti considerando l'ambiente estremamente difficile in cui si muovono le aziende.

Luxembourg 7 settembre 2009

### Note

Riservato esclusivamente a investitori professionali. Pubblicato da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Autorizzato e regolamentato dalla Financial Services Authority.

Le informazioni fornite rispecchiano le opinioni del gestore di portafoglio al momento della redazione di questo documento. Tali opinioni possono ovviamente cambiare a seguito di variazioni delle circostanze e delle condizioni del mercato. I dati sono validi al 31 dicembre 2008. Certi dati relativi al portafoglio sono stati generati dalle scritture contabili interne di Morgan Stanley Investment Management e sono provvisori. La performance realizzata in passato non deve essere considerata una garanzia di quella futura. I calcoli sono effettuati confrontando le differenze tra due VPN consecutivi. La performance del portafoglio è al lordo delle commissioni. La gestione di un fondo internazionale comporta l'investimento in titoli denominati in valute diverse. Pertanto le variazioni dei tassi di cambio possono influire positivamente o negativamente su eventuali guadagni o perdite di un investimento. Il valore degli investimenti può aumentare o diminuire, pertanto si potrebbe non recuperare l'intero importo investito. L'investimento all'estero comporta certi rischi, tra cui i controlli e le variazioni dei tassi di cambio, restrizioni all'investimento estero, vigilanza e regolamentazione governative minori, maggiore illiquidità e possibilità di volatilità di mercato e instabilità politica. Morgan Stanley Investment Management Limited ARBN 079 221 104, costituita in Inghilterra.

Nord Est Fund Azionario Globale  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>24,068,794.33</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato		Nota 2	23,094,829.52
<i>Prezzo d'acquisto</i>			22,989,270.58
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			105,558.94
Depositi bancari a vista e liquidità			850,185.45
Crediti verso broker per vendita titoli			58,684.40
Sottoscrizioni da regolare			8,177.22
Crediti verso cambio corto termine			23,376.49
Altre voci dell'attivo			33,541.25
Passivo			<b>97,159.25</b>
Tassa d'abbonamento		Nota 4	2,832.26
Rimborsi chiesti e non regolati			24,462.47
Commissioni di gestione e consulenza		Nota 5	36,467.64
Spese della banca depositaria e amministrative		Nota 9	2,503.52
Cambio a pronti da pagare			1,401.97
Onorari			3,542.76
Debiti verso cambio corto termine			24,003.14
Altre voci del passivo			1,945.49
Valore netto d'inventario			<b>23,971,635.08</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Globale - Category I Quote parti a capitalizzazione	415,532.250	9,554.696	108,887.261	316,199.685
Azionario Globale - Category R Quote parti a capitalizzazione	4,755,847.560	1,193,886.317	1,253,756.716	4,695,977.161

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	23,971,635.08	40,810,499.52	49,421,859.64
<b>Azionario Globale - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		316,199.685	415,532.250	694,465.280
Valore d'inventario netto della quota parte		5.19	8.47	8.84
<b>Azionario Globale - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		4,695,977.161	4,755,847.560	5,223,375.800
Valore d'inventario netto della quota parte		4.76	7.84	8.29

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			22,845,116.21	95.30%
<b>Azioni</b>			<b>22,845,116.21</b>	<b>95.30%</b>
<i>Australia</i>				
442,241	GOODMANN FIELDER LTD	AUD	297,804.68	1.24%
<i>Austria</i>				
11,239	TELEKOM AUSTRIA AG	EUR	115,761.70	0.48%
<i>Finlandia</i>				
19,633	ELISA CORPORATION -A-	EUR	471,877.50	1.97%
20,756	NOKIA OYJ	EUR	241,485.90	1.01%
<i>Francia</i>				
35,816	FRANCE TELECOM SA	EUR	230,391.60	0.96%
11,164	GDF SUEZ	EUR	2,123,418.36	8.86%
16,261	LEGRAND HOLDING PROV.OPO	EUR	714,887.36	2.98%
3,574	NEOPOST	EUR	394,368.30	1.65%
8,522	TOTAL SA	EUR	222,125.26	0.93%
2,824	VALLOUREC	EUR	231,702.42	0.97%
<i>Germania</i>				
13,222	E.ON AG REG SHS	EUR	331,591.02	1.38%
13,748	MTU AERO ENGINES HOLDING AG	EUR	228,744.00	0.95%
5,608	RWE AG	EUR	1,361,529.52	5.68%
35,980	SYMRISE AG	EUR	376,033.68	1.57%
<i>Giappone</i>				
37,000	AMADA CO LTD	JPY	269,185.84	1.12%
43,000	DAIFUKU CO	JPY	269,185.84	1.12%
31,100	HOYA CORP	JPY	269,185.84	1.12%
900	NINTENDO CO LTD	JPY	269,185.84	1.12%
9,700	ONO PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	269,185.84	1.12%
9,700	TDK CORP	JPY	269,185.84	1.12%
13,800	TOKYO TOMIN BANK LTD	JPY	269,185.84	1.12%
<i>Grecia</i>				
23,650	GREEK ORGANISAT.OF FOOTBALL PROGNOSTICS	EUR	489,082.00	2.04%
<i>Irlanda</i>				
33,524	DCC PLC	EUR	489,082.00	2.04%
<i>Isola di Jersey</i>				
32,106	CHARTER INTERNATIONAL PLC	GBP	350,325.80	1.46%
<i>Italia</i>				
33,647	ENI SPA	EUR	350,325.80	1.46%
<i>Norvegia</i>				
14,600	SCHIBSTED AS	NOK	111,233.39	0.46%
<i>Paesi Bassi</i>				
67,950	KONINKLIJKE KPN NV	EUR	111,233.39	0.46%
15,509	NUTRECO HOLDING NV	EUR	111,233.39	0.46%
57,299	REED ELSEVIER NV	EUR	111,233.39	0.46%
20,362	UNILEVER NV	EUR	111,233.39	0.46%
43,407	WOLTERS KLUWER NV	EUR	111,233.39	0.46%
<i>Regno Unito</i>				
81,780	BP PLC	GBP	4,506,668.91	18.80%
40,350	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	451,614.49	1.88%
131,248	BRITVIC PLC	GBP	762,519.69	3.18%
23,532	DIAGEO PLC	GBP	364,118.47	1.52%
36,494	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	237,419.97	0.99%
72,541	MEGGITT PLC	GBP	492,142.18	2.05%
47,679	NATIONAL EXPRESS GROUP PLC	GBP	121,663.25	0.51%
24,276	ROYAL DUTCH SHELL PLC	GBP	121,663.25	0.51%
29,457	SCOTTISH AND SOUTHERN ENERGY	GBP	247,655.49	1.03%
680,546	VODAFONE GROUP PLC	GBP	460,033.39	1.92%
<i>Singapore</i>				
399,000	COMFORTDELGRO CORP	SGD	376,369.23	1.57%
<i>Spagna</i>				
43,264	TELEFONICA SA	EUR	993,132.75	4.15%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
11,071	ALLETE CO	USD	288,977.84	1.21%
36,037	AT AND T INC	USD	288,977.84	1.21%
52,591	BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	685,734.40	2.86%
13,716	ELI LILLY & CO	USD	685,734.40	2.86%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Globale

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
8,355	FORTUNE BRANDS	USD	247,822.38	1.03%
16,643	KIMBERLY CLARK	USD	630,704.76	2.63%
29,373	PFIZER INC	USD	373,784.46	1.56%
32,147	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL INC	USD	1,005,041.29	4.20%
18,529	PORTLAND GENERAL ELECTRIC CO	USD	259,222.27	1.08%
12,947	POTLATCH CORP (HOLDING CO)	USD	241,971.31	1.01%
35,131	REYNOLDS AMERICAN	USD	1,017,554.51	4.25%
29,761	VERIZON COMMUNICATIONS INC	USD	724,939.21	3.02%
	<i>Svezia</i>			
23,474	SAAB AB -SHS-B-	SEK	154,405.80	0.64%
	<i>Taiwan</i>			
22,737	CHUNGHWA TELECOM -ADR- REPR 10 SH WHEN I	USD	254,866.13	1.06%
	Altri valori mobiliari		249,713.31	1.04%
	<b>Azioni</b>		<b>249,713.31</b>	<b>1.04%</b>
	<i>Finlandia</i>			
20,326	ORION CORPORATION (NEW) -B-	EUR	245,334.82	1.02%
	<i>Regno Unito</i>			
4,170,509	ROLLS-ROYCE -C SHARES- ENTITLEMENT JAN08	GBP	4,378.49	0.02%
	<b>Totale portafoglio titoli</b>		<b>23,094,829.52</b>	<b>96.34%</b>

# Nord Est Fund Azionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>1,030,278.29</b>
Dividendi netti	Nota 2	988,292.73
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	8,683.79
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	33,301.77
Spese		<b>893,230.22</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	561,571.86
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	51,061.62
Tassa d'abbonamento	Nota 4	13,451.28
Spese amministrative		43,620.33
Commissioni di domiciliazione		518.71
Onorari		6,753.87
Interessi bancari su conti correnti		103.96
Spese legali		5,903.33
Spese d'intermediazione		106,666.54
Spese di pubblicazione e stampa		8,666.23
Spese bancarie		564.90
Spese su reverse repos		78,464.37
Altre spese		15,883.22
Reddito netto da investimenti		<b>137,048.07</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-10,342,035.66
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-3,282,915.88
Perdita netta realizzata		<b>-13,487,903.47</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-2,179,666.37
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-15,667,569.84</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		7,554,361.65
<i>Azionario Globale - Category I</i>		67,086.93
<i>Azionario Globale - Category R</i>		7,487,274.72
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-8,725,656.25
<i>Azionario Globale - Category I</i>		-735,903.44
<i>Azionario Globale - Category R</i>		-7,989,752.81
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-16,838,864.44</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>40,810,499.52</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>23,971,635.08</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Euro**

## Commento del Gestore

### Scenario di mercato nel 2008

Il 2008 è stato un anno caratterizzato da un ambiente estremamente difficile per i mercati azionari, con l'indice MSCI EMU registrando una caduta di - 44,9% in Euro. Dopo un forte avvio di semestre dell'anno, all'inizio del 3° trimestre si è assistito all'esplosione della bolla delle materie prime e i settori ciclicamente esposti, che avevano realizzato una robusta performance (edilizia e materiali, industriale, minerario e metalli industriali) hanno sofferto un retrocesso significativo. Di fronte a uno scenario tale, i settori difensivi hanno iniziato a mostrare un netto miglioramento delle performance. Il settore finanziario è stato quello che ha registrato le peggiori performance e la crisi dei subprime negli USA è stata il detonante di una dislocazione ampiamente diffusa nel sistema finanziario globale che ha provocato la bancarotta di Lehman e dei livelli di volatilità mai visti.

### Commento sulle performance nel 2008

Durante il periodo analizzato, Nord Est Fund – Azionario Euro ha ottenuto un rendimento in Euro pari a - 38,6%, segnando una sovraperformance significativa rispetto all'indice MSCI EMU che ha reso invece un - 44,9%. Ancora una volta, una selezione di titoli scelti da una vasta gamma di settori giustifica la maggior parte della sovraperformance durante il periodo di riferimento. Pure l'allocazione settoriale si è dimostrata positiva, anche se in misura inferiore, ed il Comparto si è beneficiato della sua posizione sovrappeso nel settore consumer discretionary (beni di consumo ciclici) derivata dalla sua esposizione ai media, come pure di una forte presa di posizione nel settore sanitario. All'interno del settore finanziario il sovrappeso della posizione del Comparto nel bancario è stato negativo, ma bilanciato comunque in parte da un'esposizione sottopeso al segmento dei diversified financials. La selezione di azioni è stata forte all'interno del settore finanziario e la strategia del Comparto di concentrarsi sulle banche più difensive, con bilanci solidi ed una limitata esposizione ai mercati del credito, è stata un fattore additivo. Il Comparto si è beneficiato dall'assenza di esposizione nella banca belga Fortis, che ha perso un 94% durante questo periodo a causa delle forti difficoltà sofferte, oltre che dall'assenza di titoli del Gruppo ING (-71%). D'altra parte, anche un certo numero di investimenti in determinati titoli in aree difensive di mercato, ha fortemente contribuito alla performance, aree che comprendono il conglomerato mediatico Vivendi, l'operatore di telecomunicazioni satellitari Eutelstat, il fabbricante di cosmetici Beiersdorf e la società chimico-farmaceutica Bayer. Altri titoli che hanno segnato una forte performance sono stati l'impresa di costruzioni CRH comprata dal comparto durante l'anno scorso, dopo che le sue azioni erano state sostanzialmente svendute, e il gruppo di distribuzione Ahold, che si sta vedendo attualmente beneficiato dalla ristrutturazione della sua attività negli USA. La performance del Comparto è stata influenzata negativamente dal mancato acquisto della fabbricante automobilistica Volkswagen, dato che il piano di Porsche per acquistare la quota maggioritaria di VW ha provocato una significativa sovraperformance del suo titolo. Abbiamo visto il valore fondamentale di VW scendere notevolmente rispetto al suo prezzo corrente di mercato ed abbiamo continuato ad evitarlo. Altre responsabili di questa situazione sono state Arcelormittal, una società siderurgica franco-indiana che ha registrato una significativa sottoperformance, accompagnata dalla caduta dei prezzi dell'acciaio, nonché le banche francesi Société Générale, BNP e la Bank of Cyprus.

### Transazioni

Durante questi 12 mesi, il Comparto ha aumentato la sua esposizione difensiva aggiungendo il settore sanitario e quello delle telecomunicazioni. Le transazioni chiave hanno compreso l'acquisto di Sanofi-Aventis, Telefonica e KPN. Questi acquisti sono stati motivati fondamentalmente dalle prese di profitto semestrali nei settori dei materiali e ciclici. All'interno del settore finanziario il Comparto ha mantenuto una presa di posizione complessivamente sottopeso durante tutto il corso dell'anno, continuando a ridurre la sua esposizione anche durante il 2009.

## Commento del Gestore

### Prospettive

Alla fine di dicembre, l'esposizione del Comparto è aumentata nei settori sanitari, dei consumer staples (beni di consumo non ciclici) consumer discretionary (beni di consumo voluttuari o ciclici), riducendola contemporaneamente nei settori industriali e finanziari, principalmente attraverso il bancario e IT. A livello di paese, l'esposizione del Comparto è stata sovrappeso in Germania, Irlanda, Paesi Bassi e Finlandia, riducendola invece in Spagna, Grecia e Italia. Nonostante si preveda un aumento della volatilità nei mesi a venire, a conseguenza dell'incertezza generata dai dati sulla debolezza dell'economia e gli scarsi utili delle società, riteniamo che i vantaggi derivanti dagli stimoli monetari e fiscali a livello globale e l'abbassamento dei prezzi del petrolio, potranno indurre a una ripresa della crescita economica verso la fine dell'anno. I titoli azionari europei attualmente presentano importante potenziale d'investimento a lungo termine e le quotazioni interessanti e gli alti livelli di liquidità sulle attività secondarie, combinati con le forti posizioni finanziarie e di mercato di molte società europee, potrebbero costituire l'opportunità per un potente rimbalzo in Europa. Le quotazioni attuali sono scese a livelli record e stanno venendo scambiate nel mercato a dei P/E (rapporto prezzo/utile) multipli di meno 10 volte. Allo stesso tempo, i mercati azionari europei (ex financials) offrono un attraente dividend yield (rapporto dividendo/prezzo) atteso del 4% per il 2009, superiore a titoli di stato e cash. Continuiamo a scoprire un buon numero di attraenti opportunità d'investimento, con predilezione per le società d'alta qualità con solidi bilanci, forti flussi di cassa e un management consolidato in grado di controllare i flussi di cassa all'interno di un ambiente di decelerazione economica.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

# Nord Est Fund Azionario Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>59,843,497.22</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		59,409,216.23
<i>Prezzo d'acquisto</i>			79,525,154.61
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-20,115,938.38
Depositi bancari a vista e liquidità			399,315.65
Sottoscrizioni da regolare			34,965.34
Passivo			<b>278,593.42</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli			75,889.03
Tassa d'abbonamento	Nota 4		7,242.96
Rimborsi chiesti e non regolati			101,864.60
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		81,504.06
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		3,182.96
Cambio a pronti da pagare			3,427.80
Onorari			3,374.47
Altre voci del passivo			2,107.54
Valore netto d'inventario			<b>59,564,903.80</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Euro - Category I Quote parti a capitalizzazione	311,362.290	41,319.657	78,356.632	274,325.315
Azionario Euro - Category R Quote parti a capitalizzazione	8,087,761.510	3,531,556.155	3,176,677.973	8,442,639.692

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	59,564,903.80	96,421,392.66	93,006,330.76
<b>Azionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		274,325.315	311,362.290	283,190.020
Valore d'inventario netto della quota parte		7.39	12.28	10.99
<b>Azionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		8,442,639.692	8,087,761.510	8,676,187.340
Valore d'inventario netto della quota parte		6.82	11.45	10.36

# Nord Est Fund Azionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			59,409,216.23	99.74%
<b>Azioni</b>			<b>59,409,216.23</b>	<b>99.74%</b>
<i>Belgio</i>				
71,777	ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	EUR	1,190,062.66	2.00%
<i>Cipro</i>				
67,186	BANK OF CYPRUS PUBLIC COMPANY LTD	EUR	179,386.62	0.30%
<i>Finlandia</i>				
145,580	NOKIA OYJ	EUR	3,159,629.32	5.30%
116,593	SAMPO LEONIA OYJ -A-	EUR	1,615,938.00	2.71%
<i>Francia</i>				
2,832	ALSTOM SA	EUR	17,806,926.83	29.90%
48,135	AXA SA	EUR	118,887.36	0.20%
30,008	BNP PARIBAS	EUR	762,699.08	1.28%
58,617	BOUYGUES	EUR	907,742.00	1.52%
30,508	EDF	EUR	1,770,233.40	2.97%
91,454	EUTELSAT COMMUNICATIONS	EUR	1,266,082.00	2.13%
54,062	GDF SUEZ	EUR	1,545,572.60	2.59%
10,346	LEGRAND HOLDING PROV.OPO	EUR	1,909,740.15	3.21%
21,943	PUBLICIS GROUPE	EUR	141,326.36	0.24%
38,270	SANOFI-AVENTIS SA	EUR	403,641.49	0.68%
39,789	SOCIETE GENERALE	EUR	1,737,458.00	2.92%
78,993	TOTAL SA	EUR	1,432,404.00	2.40%
117,667	VIVENDI	EUR	3,073,617.63	5.16%
<i>Germania</i>				
26,928	ALLIANZ SE REG SHS	EUR	2,737,522.76	4.60%
53,318	BAYER AG	EUR	16,569,437.66	27.82%
36,749	BEIERSDORF AG	EUR	2,019,600.00	3.39%
28,013	DAIMLER AG REG SHS	EUR	2,215,362.90	3.72%
17,219	DEUTSCHE BOERSE AG REG SHS	EUR	1,543,458.00	2.59%
88,255	DEUTSCHE TELEKOM AG REG SHS	EUR	747,947.10	1.26%
98,441	E.ON AG REG SHS	EUR	874,725.20	1.47%
34,192	FRESENIUS SE PREF SHS	EUR	948,741.25	1.59%
109,518	GEA GROUP	EUR	2,799,662.04	4.70%
24,099	LINDE AG	EUR	1,422,045.28	2.39%
14,939	MAN AG ST.	EUR	1,330,643.70	2.23%
12,272	SIEMENS AG REG SHS	EUR	1,442,325.15	2.42%
<i>Grecia</i>				
27,300	GREEK ORGANISAT.OF FOOTBALL PROGNOSTICS	EUR	578,438.08	0.97%
<i>Irlanda</i>				
82,499	CRH PLC	EUR	646,488.96	1.09%
<i>Italia</i>				
107,516	ENI SPA	EUR	564,564.00	0.95%
707,033	INTESA SANPAOLO SPA	EUR	564,564.00	0.95%
183,501	INTESA SANPAOLO SPA NON CONV	EUR	1,481,732.67	2.49%
<i>Lussemburgo</i>				
91,588	ARCELORMITTAL NEW REG.SHS EX-ARCELOR	EUR	1,481,732.67	2.49%
<i>Paesi Bassi</i>				
188,000	KONINKLIJKE AHOLD NV	EUR	3,925,133.39	6.59%
109,233	KONINKLIJKE KPN NV	EUR	1,799,817.84	3.02%
175,000	REED ELSEVIER NV	EUR	1,794,096.24	3.01%
37,744	TNT NV	EUR	331,219.31	0.56%
83,129	UNILEVER NV	EUR	1,556,996.00	2.61%
<i>Portogallo</i>				
224,573	EDP-ENERGIAS REG.SHS	EUR	1,556,996.00	2.61%
<i>Spagna</i>				
440,766	BANCO SANTANDER SA REG SHS	EUR	6,220,672.84	10.44%
200,270	TELEFONICA SA	EUR	1,652,520.00	2.78%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>59,409,216.23</b>	<b>99.74%</b>

# Nord Est Fund Azionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>2,517,559.63</b>
Dividendi netti	Nota 2	2,359,986.34
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	6,875.49
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	150,697.80
Spese		<b>2,061,138.62</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,242,379.04
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	79,016.39
Tassa d'abbonamento	Nota 4	33,620.39
Spese amministrative		73,702.98
Commissioni di domiciliazione		1,173.52
Onorari		8,491.16
Interessi bancari su conti correnti		490.99
Spese legali		12,457.90
Spese d'intermediazione		363,707.97
Spese di pubblicazione e stampa		15,829.76
Spese bancarie		2,031.25
Spese su reverse repos		206,030.34
Altre spese		22,206.93
Reddito netto da investimenti		<b>456,421.01</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-17,057,822.40
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-27,457.29
Perdita netta realizzata		<b>-16,628,858.68</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-22,972,079.32
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-39,600,938.00</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		32,331,082.35
<i>Azionario Euro - Category I</i>		395,402.95
<i>Azionario Euro - Category R</i>		31,935,679.40
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-29,586,633.21
<i>Azionario Euro - Category I</i>		-831,487.32
<i>Azionario Euro - Category R</i>		-28,755,145.89
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-36,856,488.86</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>96,421,392.66</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>59,564,903.80</b>

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

## Commento del Gestore

### Novità del Comparto

Durante tutti l'anno la robusta selezione di azioni in Brasile, India e Corea, contemporaneamente alla posizione sottopeso in Russia, ha contribuito alla sovraperformance su base relativa del nostro Comparto.

Come le attrezzature di sicurezza utilizzate dagli scalatori per mitigare i rischi della gravità ed altri fattori, il nostro approccio disciplinato all'investimento è stato disegnato per mitigare i rischi di questa attività, cercando di limitare l'impatto di un ribasso del mercato sugli asset degli investitori. Mentre i rendimenti assolutamente negativi sono difficili da accettare, è importante riconoscere che la nostra strategia funziona come si deve: offrendo solidi rendimenti relativi e limitando l'impatto del ribasso dei mercati sugli asset dei nostri investitori. Ridurre la magnitudine di movimenti al ribasso è almeno tanto importante per l'esito positivo degli investimenti a lungo termine, quanto la partecipazione alle performance dei mercati al rialzo. Come risultato della nostra sovraperformance relativa, gli utili del nostro Comparto ci riporteranno nel segno positivo assai più rapidamente degli utili equivalenti in fondi le cui perdite sono equivalenti o superate da quelle dell'indice.

### Novità del mercato

I governi dei paesi emergenti, dal Messico alla Cina, hanno adottato delle misure dirette a stimolare le loro economie e aiutare i loro paesi a tirarsi fuori dall'attuale crisi economica. Molti investitori restano scettici riguardo a questi sforzi, credendo che la dipendenza dei paesi emergenti dalle esportazioni verso gli USA sia così grande che il recupero di questi mercati sarà indissolubilmente legato ad un rimbalzo negli USA. Ammesso che questo sia caso, vi sono valide ragioni per credere che i paesi emergenti nel loro insieme continueranno a crescere più velocemente delle loro controparti, i paesi sviluppati. In generale, questi paesi non condividono i problemi strutturali, incluso gli alti livelli di indebitamento che attualmente devono affrontare gli USA e altri paesi sviluppati. Inoltre, alcuni paesi come l'India non fanno assegnamento sulle esportazioni ai paesi sviluppati. La crescita in tali paesi è sostenuta dalla domanda di consumo interno. A medio e lungo termine, prevediamo che continueremo ad assistere al continuo incremento della quota di crescita mondiale dei paesi emergenti.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>35,085,885.18</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		31,480,158.04
<i>Prezzo d'acquisto</i>			38,915,676.14
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-7,435,518.10
Depositi bancari a vista e liquidità			1,905,423.68
Crediti verso broker per vendita titoli			85,165.65
Sottoscrizioni da regolare			6,655.75
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6		1,505,473.92
Altre voci dell'attivo			103,008.14
Passivo			<b>302,188.44</b>
Debiti bancari a vista			9,696.51
Debiti verso broker per acquisto titoli			144,309.42
Tassa d'abbonamento	Nota 4		4,320.18
Rimborsi chiesti e non regolati			72,226.47
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		60,447.74
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		4,193.67
Cambio a pronti da pagare			2,024.53
Onorari			2,974.62
Altre voci del passivo			1,995.30
Valore netto d'inventario			<b>34,783,696.74</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Paesi Emergenti - Category I Quote parti a capitalizzazione	13,620.100	3,138.739	2,441.120	14,317.719
Azionario Paesi Emergenti - Category R Quote parti a capitalizzazione	2,192,336.060	980,465.855	1,217,056.863	1,955,745.052

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	34,783,696.74	72,470,370.24	59,914,917.15
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		14,317.719	13,620.100	16,066.170
Valore d'inventario netto della quota parte		19.41	35.67	26.50

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	34,783,696.74	72,470,370.24	59,914,917.15
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category R</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,955,745.052	2,192,336.060	2,407,720.820
Valore d'inventario netto della quota parte		17.64	32.83	24.71

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			31,480,158.04	90.50%
<b>Azioni</b>			<b>31,460,582.95</b>	<b>90.44%</b>
<i>Brasile</i>			<i>7,820,380.83</i>	<i>22.47%</i>
99,813	AES TIETE PEF	BRL	456,968.51	1.31%
25,800	AMBEV PRF ADR REP 1 SHS	USD	821,439.97	2.36%
88,000	BANCO BRADESCO PFD ADR REPR 1	USD	624,100.02	1.79%
136,500	BANCO ITAU HOLDING FIN. ADR REPR.1PFD	USD	1,137,745.20	3.27%
73,889	CEMIG PEF (CIA ENER.G.MINAS GERAIS)	BRL	723,718.56	2.08%
68,460	CIA SANEAMENTO MINAS GERAIS SA	BRL	397,007.21	1.14%
45,299	ELETROPAULO ELETRICIDADE PFD -B-	BRL	356,124.21	1.02%
239,727	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU SA-PREF	BRL	592,000.64	1.70%
51,770	NET SERVICOS DE COMUNICACAO PEF	BRL	212,117.18	0.61%
28,000	PETROLEO BRASILEIRO PFD ADR.REP 2PFD	USD	410,634.48	1.18%
38,226	PETROLEO BRASILEIRO SP.ADR REPR.2 SH	USD	672,669.93	1.93%
33,239	REDECARD SHS	BRL	263,362.41	0.76%
84,767	SOUZA CRUZ	BRL	1,152,492.51	3.32%
<i>Cile</i>			<i>548,836.49</i>	<i>1.58%</i>
1,644,300	BANCO SANTANDER -CHILE	CLP	37,872.20	0.11%
20,300	BANCO SANTANDER CHILE SPONS -1039- ADR	USD	510,964.29	1.47%
<i>Corea del Sud</i>			<i>2,820,234.11</i>	<i>8.11%</i>
766	AMOREPACIFIC CORP	KRW	283,835.61	0.82%
23,641	KT & G CORP-SHS.	KRW	1,059,504.21	3.04%
29,792	S1 CORP	KRW	911,493.92	2.62%
4,536	YUHAN CORP	KRW	565,400.37	1.63%
<i>Filippine</i>			<i>141,690.02</i>	<i>0.41%</i>
4,200	PHILIPPINE LONG DISTANCE TEL.ADR (1 SH)	USD	141,690.02	0.41%
<i>Hong Kong</i>			<i>3,423,961.60</i>	<i>9.84%</i>
46,100	CHINA L&P HLDGS	HKD	223,894.31	0.64%
133,409	CHINA MOBILE -RC-	HKD	958,343.30	2.77%
2,800	CHINA MOBILE SP ADR.REPR.5 SHS	USD	102,306.53	0.29%
1,942	CNOOC ADR REPR.100 SHS	USD	132,899.39	0.38%
995,138	CNOOC LTD -RC-	HKD	665,239.86	1.91%
40,000	HANG SENG BANK LTD	HKD	375,610.16	1.08%
227,250	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LTD	HKD	912,745.15	2.62%
22,700	TELEVISION BROADCASTS LTD	HKD	52,922.90	0.15%
<i>India</i>			<i>7,043,916.92</i>	<i>20.24%</i>
34,326	AXIS BK - DEMATERIALISED	INR	260,207.97	0.75%
20,432	BHARAT HEAVY ELECTRICALS(DEMATERIALIZED)	INR	420,197.75	1.21%
119,128	BHARTI AIRTEL LTD(DEMATERIALIZED)	INR	1,257,908.53	3.61%
65,000	COLGATE-PALMOLIVE (INDIA) LTD	INR	388,103.30	1.12%
50,334	HDFC BANK DEMATERIALISED	INR	748,385.19	2.14%
117,950	HINDUSTAN UNILEVER	INR	433,782.24	1.25%
45,158	HOUSING DEVELOPMENT FIN.DEMATERIALIZED	INR	997,022.73	2.86%
1,594	HOUSING DEVT FINANCE ADR REPR 3 SHS	USD	81,755.92	0.24%
311,019	ITC DEMATERIALISED	INR	783,003.32	2.24%
29,314	J & K BANK DEMATERIALISED	INR	153,123.17	0.44%
50,862	JAIN IRRIGATION SYSTEMS LTD ( DEMAT.)	INR	262,994.72	0.76%
28,179	NESTLE INDIA DEMATERIALIZED	INR	601,403.87	1.73%
32,860	UNITED BREWERIES HOLDINGS LTD DEMATERIA	INR	54,966.20	0.16%
45,449	UNITED SPIRITS LTD -DEMATERIALIZED	INR	601,062.01	1.73%
<i>Indonesia</i>			<i>628,091.01</i>	<i>1.81%</i>
304,300	PT UNILEVER INDONESIA TBK	IDR	155,823.80	0.45%
1,042,561	TELKOM INDONESIA SERIES -B-	IDR	472,267.21	1.36%
<i>Isole Caiman</i>			<i>471,943.23</i>	<i>1.36%</i>
625,621	XINAO GAS HOLDINGS LTD	HKD	471,943.23	1.36%
<i>Lussemburgo</i>			<i>19,369.27</i>	<i>0.06%</i>
26,092	REINET INVESTMENTS SA	ZAR	19,369.27	0.06%
<i>Malesia</i>			<i>869,654.79</i>	<i>2.50%</i>
10,300	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M) BHD	MYR	95,000.80	0.27%
13,400	GENTING BERHAD -A- ISS.94	MYR	10,276.30	0.03%
338,000	GENTING BHD	MYR	259,208.04	0.75%
275,400	PUBLIC BANK BHD	MYR	505,169.65	1.45%
<i>Messico</i>			<i>2,795,968.02</i>	<i>8.04%</i>
89,676	AMERICA MOVIL -L-	MXN	98,985.69	0.28%
27,334	AMERICA MOVIL SHS -L- ADR REPR.20 SHS	USD	608,666.13	1.75%
12,220	COCA COLA FEMSA ADR REPR.10 SHS L	USD	382,045.12	1.10%

Le note allegato costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
33,524	FEMSA SPON ADR REP.10UTS CONS-B-+20SH-D-	USD	725,787.25	2.09%
31,042	GRUPO TELEVISA ADR (5 ORD.PART.CERT.)	USD	333,238.11	0.96%
143,411	KIMBERLY-CLARK -A-	MXN	339,638.60	0.98%
159,900	WAL MART -V-	MXN	307,607.12	0.88%
	<i>Regno Unito</i>		<i>1,592,971.33</i>	<i>4.58%</i>
37,683	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	712,119.69	2.05%
15,911	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	ZAR	298,647.08	0.86%
211,200	TANJONG PLC	MYR	582,204.56	1.67%
	<i>Sudafrica</i>		<i>1,749,524.71</i>	<i>5.03%</i>
93,005	MTN GROUP LTD	ZAR	772,271.69	2.22%
45,602	SASOL LTD	ZAR	977,253.02	2.81%
	<i>Tailandia</i>		<i>1,194,033.42</i>	<i>3.43%</i>
480,900	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION PUBLIC CO	THB	1,056,573.02	3.03%
1,411,300	THAI BEVERAGE PUBLIC CO LTD	SGD	137,460.40	0.40%
	<i>Taiwan</i>		<i>340,007.20</i>	<i>0.98%</i>
155,000	TAIWAN SECOM	TWD	160,748.27	0.46%
184,917	TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING CO LTD	TWD	179,258.93	0.52%
	<b>Obbligazioni convertibili</b>		<b>19,575.09</b>	<b>0.06%</b>
	<i>Bermuda</i>		<i>10,340.91</i>	<i>0.03%</i>
311,100	PEACE MARK (HOLDING)	HKD	10,340.91	0.03%
	<i>Brasile</i>		<i>9,234.18</i>	<i>0.03%</i>
240	CIA SANEAMENTO MG CV FL.R 07-13 01/06S	BRL	9,234.18	0.03%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>31,480,158.04</b>	<b>90.50%</b>

**Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08**

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>1,352,039.03</b>
Dividendi netti	Nota 2	1,271,533.09
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	80,505.94
Spese		<b>1,872,899.30</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,099,521.79
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	109,248.76
Tassa d'abbonamento	Nota 4	23,795.59
Spese amministrative		58,617.45
Commissioni di domiciliazione		822.79
Onorari		8,112.13
Interessi bancari su conti correnti		2,529.31
Spese legali		30,913.87
Spese d'intermediazione		351,632.08
Spese di pubblicazione e stampa		13,596.19
Spese bancarie		5,575.47
Spese su reverse repos		141,213.12
Altre spese		27,320.75
Perdite nette da investimenti		<b>-520,860.27</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-7,578,522.22
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-2,077,491.12
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	-532,251.73
Perdita netta realizzata		<b>-10,709,125.34</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	543,597.31
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-22,328,143.85
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-32,493,671.88</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		26,445,349.38
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		84,495.41
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		26,360,853.97
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-31,638,351.00
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		-63,648.36
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		-31,574,702.64
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-37,686,673.50</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>72,470,370.24</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>34,783,696.74</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Globale**

## Commento del Gestore

Durante il primo semestre del 2008 i mercati obbligazionari hanno registrato un trend negativo, anche se il breve rally di marzo è culminato con il salvataggio di Bearn Stearns, le restrizioni inflazionistiche hanno spinto fortemente verso l'alto i rendimenti. La politica restrittiva della BCE (Banca Centrale Europea) varata a giugno, ha fatto salire i tassi a 10 anni fino al 4,70%, provocando un forte appiattimento con dei bassissimi spread per i titoli da 2 a 10 anni.

Durante la seconda metà dell'anno, dopo la bancarotta di Lehman Brothers e il conseguente "rischio di collasso potenziale" del sistema finanziario mondiale, i rendimenti sono caduti sotto al 3%.

Nel primo semestre, noi abbiamo realizzato una gestione tattica della duration del nostro portafoglio, definendo la nostra esposizione nei confronti del benchmark tra sottopeso e neutralità. Nel secondo semestre invece abbiamo provveduto ad aumentare la duration complessiva, incrementando contemporaneamente la nostra esposizione in sovrappeso nei confronti del benchmark e concentrandoci sulle obbligazioni della Zona Euro invece che su quelle di USA e Giappone.

Per quanto riguarda invece la ripartizione per valute, il Comparto ha aumentato fortemente la sua esposizione al dollaro USA.

Questa posizione è stata gradualmente incrementata nel corso della prima metà dell'anno beneficiandosi della debolezza del dollaro USA. La posizione fortemente sovrappeso è stata compensata da un sottopeso nelle posizioni verso il dollaro canadese e lo yen giapponese.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>15,470,902.16</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		14,556,586.96
<i>Prezzo d'acquisto</i>			13,153,348.59
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			1,403,238.37
Depositi bancari a vista e liquidità			692,710.52
Interessi maturati			192,605.92
Sottoscrizioni da regolare			28,998.76
Passivo			<b>470,412.08</b>
Debiti bancari a vista			110,875.31
Tassa d'abbonamento	Nota 4		1,417.00
Rimborsi chiesti e non regolati			31,189.94
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6		138,295.76
Minusvalenze non realizzate su future			169,961.58
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		14,627.92
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		607.55
Cambio a pronti da pagare			945.07
Onorari			583.05
Altre voci del passivo			1,908.90
Valore netto d'inventario			<b>15,000,490.08</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Globale - Category I Quote parti a capitalizzazione	675,942.780	101,316.139	411,008.865	366,250.054
Obbligazionario Globale - Category R Quote parti a capitalizzazione	1,120,357.870	345,654.762	569,926.578	896,086.054

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	15,000,490.08	18,615,760.41	22,365,178.33
<b>Obbligazionario Globale - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		366,250.054	675,942.780	665,923.610
Valore d'inventario netto della quota parte		12.51	10.77	11.15
<b>Obbligazionario Globale - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		896,086.054	1,120,357.870	1,411,982.570
Valore d'inventario netto della quota parte		11.63	10.12	10.58

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			7,701,885.33	51.34%
<b>Obbligazioni</b>			<b>7,701,885.33</b>	<b>51.34%</b>
<i>Francia</i>			<i>3,530,817.98</i>	<i>23.53%</i>
500,000	FRANCE OAT 4.00 04-14 25/04U	EUR	529,045.50	3.53%
1,800,000	FRANCE OAT 4.00 04-55 25/04A	EUR	1,932,384.60	12.87%
1,000,000	FRANCE OAT 4.25 03-19 25/04A	EUR	1,069,387.88	7.13%
<i>Lussemburgo</i>			<i>522,699.36</i>	<i>3.48%</i>
70,000,000	BEI EMTN 1.90 06-26 26/01S	JPY	522,699.36	3.48%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,136,293.05</i>	<i>7.58%</i>
1,000,000	UK TREASURY STOCK 5.00 01-12 07/03S	GBP	1,136,293.05	7.58%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>2,512,074.94</i>	<i>16.75%</i>
1,500,000	US TREASURY S F2015 4.50 05-15 15/11S	USD	1,279,993.67	8.54%
1,500,000	USA TREASURY NOTES 3.875 08-18 15/05S	USD	1,232,081.27	8.21%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			5,584,559.90	37.23%
<b>Obbligazioni</b>			<b>5,185,671.41</b>	<b>34.57%</b>
<i>Francia</i>			<i>1,342,579.51</i>	<i>8.95%</i>
200,000	BTAN 4.50 08-13 12/07A	EUR	214,863.77	1.43%
150,000,000	DEXIA MUN AGENCY EMTN 0.80 05-12 21/05A	JPY	1,127,715.74	7.52%
<i>Germania</i>			<i>1,842,720.00</i>	<i>12.28%</i>
1,500,000	ALLEMAGNE 4.75 08-40 04/07A	EUR	1,842,720.00	12.28%
<i>Giappone</i>			<i>2,000,371.90</i>	<i>13.34%</i>
250,000,000	DEV BK OF JAPAN 1.40 02-12 20/06S	JPY	2,000,371.90	13.34%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>398,888.49</b>	<b>2.66%</b>
<i>Italia</i>			<i>398,888.49</i>	<i>2.66%</i>
200,000	BPU BANCA FL.R 07-09 26/01Q	EUR	200,195.55	1.34%
200,000	MONTE PASCHI SIE FL.R 06-09 26/10Q	EUR	198,692.94	1.32%
Strumenti finanziari vari del mercato monetario			1,270,141.73	8.47%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,270,141.73</b>	<b>8.47%</b>
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>1,270,141.73</i>	<i>8.47%</i>
1,500,000	USA TREASURY NOTES 4.50 06-16 15/02S	USD	1,270,141.73	8.47%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>14,556,586.96</b>	<b>97.04%</b>

**Nord Est Fund Obbligazionario Globale**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08**

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>678,517.18</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	664,151.57
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	14,365.61
<b>Spese</b>		<b>317,119.89</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	190,779.59
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	10,319.48
Tassa d'abbonamento	Nota 4	6,031.64
Spese amministrative		35,132.41
Commissioni di domiciliazione		465.20
Onorari		3,542.39
Interessi bancari su conti correnti		5,221.27
Spese legali		3,907.30
Spese d'intermediazione		4,618.32
Spese di pubblicazione e stampa		4,286.79
Spese bancarie		546.70
Spese su reverse repos		42,690.27
Altre spese		9,578.53
		<hr/>
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>361,397.29</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	416,548.05
Minusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	-37,514.61
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-1,020,651.90
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	1,014,155.59
		<hr/>
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>733,934.42</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	-110,688.39
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future	Nota 7	-222,140.33
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		2,482,923.87
		<hr/>
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>2,884,029.57</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,841,940.13
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		1,125,167.84
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		3,716,772.29
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-11,341,240.03
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		-5,168,954.68
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		-6,172,285.35
		<hr/>
<b>Diminuzione del patrimonio netto</b>		<b>-3,615,270.33</b>
		<hr/>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>18,615,760.41</b>
		<hr/>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>15,000,490.08</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Euro**

## Commento del Gestore

### **Politica monetaria: la FED all'attacco su tutti i fronti; la BCE prende tempo per adottare una decisione.**

Fin dall'inizio della crisi nell'estate del 2007, le banche centrali hanno cercato di fare il massimo degli sforzi per ripristinare il normale funzionamento degli interessi interbancari, principalmente per mezzo di massicce iniezioni di liquidità. Poco più di un anno dopo, tale attivismo e cooperazione internazionale si è "incarnato" in un movimento concertato per tagliare i tassi di interesse da parte delle sei principali banche centrali.

La Federal Reserve statunitense aveva aperto la via procedendo ad un taglio del tasso d'interesse principale al 2% già verso la fine di aprile del 2008, ossia una riduzione di 325 bp dall'inizio della crisi. Ciò ha infuso nuova vita anche al tasso di sconto, abbassandolo ancor di più (-400 bp al 2,25%); questo tasso è in linea di principio riservato agli istituti finanziari in difficoltà. La FED aveva inoltre intensificato le sue iniezioni di liquidità, ampliando il suo arsenale di misure tecniche e concludendo un certo numero di accordi di currency swap con oggetto il dollaro USA con la maggiori banche centrali, al fine di alleviare le pressioni sul mercato del funding in dollari USA a breve termine. I tagli dei tassi d'interesse sono stati giustificati sia dalle difficoltà che si stavano sperimentando nei mercati finanziari e creditizi, sia dal peggioramento della situazione economica (specialmente l'occupazione e i mercati edili). La FED ha favorito un approccio di "gestione del rischio" alla politica monetaria, invece di limitarsi a combattere l'inflazione. Verso la metà di marzo tuttavia Ben Bernanke ha iniziato a indicare la fine della stagione delle "decisioni d'emergenza" e che il ciclo di alleggerimento monetario stava giungendo a termine. Durante l'estate aveva iniziato preparare con molta cautela il mercato ad un imminente incremento dei tassi d'interesse sottolineando il rischio di inflazione. A settembre, le aspettative di un ulteriore abbassamento dei tassi d'interesse improvvisamente prendevano di nuovo il sopravvento: prima della riunione del FOMC (Comitato federale del mercato libero) del 16 settembre, appena dopo l'annuncio della bancarotta di Lehman Brothers, gli analisti si aspettavano una risposta urgente al raffreddamento del mercato interbancario. La FED optava all'unanimità di lasciare invariato il tasso d'interessi, ma lasciava aperto un gran numero di opzioni per la successiva mossa di politica monetaria, dato che l'inflazione non costituiva più la principale preoccupazione. Entrava in azione, in collaborazione con cinque altre banche centrali (Bank of Canada, Bank of England, Banca Centrale Europea, Riksbank svedese e Banque Nationale Suisse) annunciando l'8 di ottobre, dei tagli di 50 bp in risposta alle crescenti condizioni di difficoltà dei mercati finanziari. Il tasso sui Fed Funds (i fondi federali USA) in quell'occasione veniva ridotto all'1,50%, e abbassato di nuovo in data 29 ottobre, alla conclusione della riunione del FOMC, riducendolo al suo livello minimo storico di 1% che era prevalso tra la metà del 2003 e la metà del 2004. In aggiunta a queste iniziative di politica monetaria, la FED ha creato nuovi strumenti e fondi specializzati diretti a sbloccare il mercato interbancario e si è imbarcata in acquisti di vasta scala di titoli di credito negoziabili nel tentativo di liberare il mercato del credito. Ben Bernanke puntava ad un lungo affievolimento della crescita, al punto tale da sostenere persino l'opportunità di un nuovo pacchetto di misure fiscali. L'analisi della FED delle previsioni di crescita era veramente pessimista, cosa che ha alimentato le attese di ulteriori tagli dei tassi d'interesse, anche se i margini di manovra erano ormai troppo ridotti. Queste aspettative negative sono state incoraggiate dal brusco deterioramento degli indicatori pubblicati già da settembre, come lo scivolone nelle indagini congiunturali e gli ordinativi di beni durevoli, l'aumento della disoccupazione e il collasso della fiducia dei consumatori domestici. Di fronte a tale scenario, la FED ha adottato quello che in realtà è una politica di tasso d'interesse zero alla fine della riunione del FOMC del 15-16 dicembre, definendo un margine di fluttuazione target dei Fed Funds tra lo 0% e lo 0,25%. Le pressioni inflazionistiche sono diminuite notevolmente, con un tasso d'inflazione tendente all'1,1% annuale a novembre, grazie alla caduta del prezzo del petrolio. La FED dichiarava che tale rallentamento nel tasso dei prezzi si stava incrementando e che erano da prevedere condizioni economiche assai peggiori, tali da garantire il mantenimento dei tassi d'interesse a dei livelli così eccezionalmente bassi "per un certo tempo". Per concludere, misure non-convenzionali (che cadono sotto la definizione di alleggerimento quantitativo) stanno venendo già applicate.

## Commento del Gestore

Fino al taglio coordinato dei tassi d'interesse da parte delle sei banche centrali dell'8 di ottobre, la Banca Centrale Europea (BCE) stava andando contro la tendenza generale: non contenta di non aver rilassato la sua politica monetaria, come stava facendo la FED fin dall'inizio della crisi nell'estate del 2007, aveva addirittura aumentato i suoi tassi d'interessi di 25 bp a luglio del 2008, portando il suo tasso ufficiale (Refi Rate) fino al 4,25%. L'intenzione di Jean-Claude Trichet era quindi di assicurarsi che "le previsioni inflazionistiche restassero solidamente ancorate", in un momento in cui il tasso annuale dell'incremento dei prezzi superava il 4% a causa dell'aumento vertiginoso dei prezzi del petrolio. Il successivo declino dei prezzi dell'energia e in particolare il deterioramento degli indicatori economici, alla fine persuadeva la BCE a cambiare musica e di conseguenza la sua posizione in politica monetaria, dopo essersi fino allora confinata a misure tecniche dirette a facilitare liquidità al sistema finanziario. In data 8 di ottobre, con una manovra coordinata con le altre banche centrali principali, la BCE procedeva a tagliare il suo Refi Rate dal 4,25% al 3,75%, e annunciava un significativo cambio nelle sue procedure d'asta (di titoli a reddito fisso): d'ora in avanti le principali operazioni di rifinanziamento settimanali sarebbero state condotte su reddito fisso, senza limiti sopra gli importi assegnati. Come risultato di queste misure, la BCE di fatto si sostituiva al mercato interbancario, una misura che comunque non poteva costituire "una soluzione a lungo termine" nelle parole di un membro del Comitato Esecutivo. A causa della "marcata debolezza dell'attività economica" e dell'alleggerimento delle spinte inflazionistiche, la BCE tagliava i suoi principali tassi d'interesse ufficiali di ulteriori 50 bp alla fine della riunione del Consiglio Direttivo tenutasi il 6 di novembre. In ultimo, il 4 dicembre, il Refi Rate veniva ulteriormente abbassato di 75 bp, fino al 2,50%, una decisione che "seguiva le due [precedenti] riduzioni di 50 bp nei tassi d'interesse chiave [BCE]". Nonostante un deterioramento assai marcato degli indicatori economici negli ultimi mesi, l'azione della BCE è rimasta tuttavia molto più misurata di quella delle altre banche centrali (specialmente la FED); i funzionari della BCE hanno inoltre cercato a dicembre di mettere freno in qualche modo alle attese di un taglio sostanziale dei tassi a principio del 2009. I commenti iniziali dopo la riunione del Consiglio Direttivo avevano accennato persino ad un mantenimento dei tassi inalterati nella prima parte dell'anno. Successivamente, altre dichiarazioni (provenienti da Jean-Claude Trichet e specialmente da Axel Weber) suggerivano che sarebbe stato possibile raggiungere un livello al disotto del 2%, ma indubbiamente solo per un periodo di tempo piuttosto breve, grazie all'alleggerimento delle pressioni inflazionistiche. L'inflazione si manteneva intorno al 2,1% annuale a novembre, comparata con il 4% di luglio. I tagli nei tassi d'interesse ufficiali hanno aiutato a far scendere l'Euribor a 3 mesi, con una caduta dal 5,28% alla fine di settembre al 2,89% alla fine di dicembre, il suo livello più basso dalla metà del 2006. Era arrivato a 4,68% alla fine del 2007. Nonostante questo trend favorevole, il mercato interbancario non funzionava ancora in modo completamente normale. Anche se la differenza tra l'Euribor a 3 mesi e il tasso dell'OIS (Overnight Indexed Swap) si è assottigliata dai livelli di crisi di ottobre, alla fine dell'anno era ancora più alto del livello intorno al quale fluttua a normale velocità di crociera. La BCE sta continuando ad adottare misure dirette a facilitare liquidità permettendo alle banche di accedere al mercato interbancario piuttosto che ai depositi mantenuti da quest'ultimo.

### **Mercati obbligazionari: rendimenti assai bassi alla fine dell'anno**

I titoli di stato USA si sono beneficiati del loro ruolo di investimento rifugio in risposta alla rivalutazione del rischio generalizzata, le difficoltà sofferte dai titoli azionari e i mercati del credito oltre alle scarse prospettive di crescita per l'economia USA. I tagli nei tassi d'interesse principali della FED e le aspettative che questo ulteriore rilassamento della politica monetaria sarebbe continuato, sono stati i fattori principali di questo alleggerimento, che aveva fatto scendere il rendimento dei T-notes (buoni del tesoro americani) a 10 anni giù fin sotto al 3,50% alla fine di marzo del 2008 (comparato con il 4,00% della fine del 2007). A partire da questo punto i mercati avevano iniziato a divenire ancor più erratici, con movimenti in gran parte dettati dalla pubblicazione dei dati dell'inflazione. A marzo, dopo un weekend marcato dalle difficoltà della banca d'investimenti Bear Stearns e il taglio a sorpresa del tasso di sconto del sabato 16 del mese, il rendimento del T-note a 10 anni era sceso intorno al 3,30% al 17 del mese, il suo livello più basso dalla metà del 2003. La sempre più lunga serie di misure "tecniche" adottate dalla FED, l'ulteriore taglio dei tassi d'interesse ufficiali e il coinvolgimento della banca centrale nell'assorbimento di Bear Stearns da parte di JP Morgan, avevano fatto poi aumentare le speranze di un veloce ritorno alla normalità nei mercati del credito, provocando così un nuovo abbassamento dei prezzi dei buoni del tesoro americani. Il rendimento del T-note a 10 anni è salito di nuovo, toccando il 4,20% in varie occasioni durante il mese di giugno, il livello più alto

## Commento del Gestore

dell'anno. Dopo aver iniziato a fluttuare senza una tendenza chiara durante tutta l'estate, gli stessi titoli di stato si sono trovati a giocare di nuovo il loro ruolo di investimento rifugio nel mezzo della tempesta finanziaria.

Il 17 settembre, in mezzo a seri timori in relazione al conglomerato assicurativo AIG successivi al crollo di Lehman Brothers, il rendimento del T-note a 10 anni cadeva ancora al 3,40%. L'indice che misura la volatilità implicita della curva dei rendimenti dei titoli di stato USA arrivava a livelli record storici nel corso dell'autunno, dato che il rallentamento dalle soglie estreme viste il 10 di ottobre rimaneva limitato. Dall'inizio di novembre, i T-notes a 10 anni sono di nuovo scesi in modo assai marcato, per arrivare al 2,05% al 30 di dicembre. Grazie alla maggior stabilità dei mercati azionari proprio verso la fine dell'anno e gli aggiustamenti di posizioni, il rendimento dei titoli a 10 anni ha chiuso l'anno al 2,21%, con un calo annuale complessivo di 181 bp. La caduta dei rendimenti a lungo termine si è accelerata a novembre con la pubblicazione dell'IPC e dei verbali della riunione del FOMC di ottobre. L'inflazione cadeva a livelli record per un mese ad ottobre (di 1 punto percentuale) a causa ovviamente della contrazione dei prezzi energetici. I verbali delle riunioni della FED e la sostanziale revisione al ribasso delle previsioni di crescita aveva convinto gli osservatori che Ben Bernanke non avrebbe esitato a ridurre i suoi interessi principali fino a dei livelli veramente bassi. La politica dei tassi d'interesse "zero o quasi", deliberata in occasione della riunione del FOMC del 15-16 dicembre, con l'adozione di una fascia target tra lo 0 e lo 0,25% del tasso sui Fed Funds, confermavano queste opinioni. I rumori di un intervento diretto della FED nel mercato spingeva ulteriormente in alto i prezzi dei titoli di stato, e la dichiarazione del FOMC menzionava tale possibilità. Svanivano quindi le preoccupazioni concernenti l'eventuale saturazione del mercato di titoli a lungo termine, a causa di future emissioni di titoli di stato per finanziarie i piani di stimoli fiscali. I rendimenti dei titoli europei a 10 anni soffrivano l'influenza dei mercati dei buoni del tesoro USA per quanto riguarda le tendenze principali sui dodici mesi, ma con una leggera sottoperformance. Il rendimento dei Bund (titoli di stato tedeschi) a 10 anni ha chiuso l'anno al 2,95%, contro il 4,33% della fine del 2007, con un calo di 138 bp se comparato con i rendimenti USA aventi la stessa scadenza, che sono caduti di più 180 bp durante il corso dell'anno. La sottoperformance dei titoli di stato della zona Euro in relazione ai loro omologhi USA non è stata insignificante. Questa è stata provocata dalla crescita meno sostenuta nella Zona Euro verso la primavera, quando la BCE aveva optato per non rilassare la sua politica monetaria, come aveva invece fatto la FED, incrementando il suo Refi Rate a principio di luglio. La marcata accelerazione dell'inflazione e le indagini congiunturali che mostravano la buona resistenza dell'attività economica, deprimevano i buoni europei verso a giugno, che limitavano il calo dei rendimenti o addirittura contribuivano a spingerli ancor più verso l'alto. Questo fenomeno perdeva man mano importanza dall'estate in poi, dato che gli indicatori del livello di fiducia e di attività della Zona Euro iniziavano rapidamente a puntare verso il basso. Alla fine il fattore "crescita" prevaleva sui rischi inflazionistici, e i rendimenti calavano in modo sensibile. L'emergere di aspettative di abbassamento dei tassi d'interesse inoltre puntellava i mercati, specialmente dei titoli con scadenza a breve termine. I mercati europei sono risaliti in modo apprezzabile verso l'ultimo trimestre dell'anno, anche se non molto di più dei loro omologhi USA. L'influenza dei mercati USA si è fatta sentire principalmente attraverso la forte volatilità osservata nei titoli di stato. Il rallentamento può essere spiegato per fattori simili da entrambi i lati dell'Atlantico: il peggioramento degli indicatori economici e delle prospettive, un alleggerimento delle pressioni inflazionistiche e una politica monetaria considerevolmente più accomodante. Ad ottobre la BCE rivedeva radicalmente la propria analisi della situazione economica e della propria posizione in politica monetaria, procedendo ad un taglio dei tassi d'interesse per combattere la crisi dopo più di un anno di politica attendista. I tre tagli consecutivi del tasso Refi nell'ultimo trimestre (per un totale di 175 bp) beneficiava le scadenze brevi. Verso la fine dell'anno il differenziale tra i rendimenti dei titoli a 10 e a 2 anni raggiungeva quasi 150 bp, il suo livello più alto dall'autunno del 2004.

### **Mercato del credito:**

Il mercato del credito ha sofferto quest'anno le brutte notizie che si sono susseguite durante tutto l'anno. La bancarotta di Lehman Brothers a settembre, seguita dalla decisione della Deutsche Bank di non esercitare la propria call option sui propri bonds subordinati, sono stati i responsabili del collasso definitivo di questa classe di asset nel 2008.

Gli emittenti di obbligazioni industriali infatti avevano tenuto bene e registravano addirittura una performance migliore dei titoli di stato. Ma gli emittenti del settore finanziario segnavano una significativa

## Commento del Gestore

sottoperformance rispetto agli emittenti del settore industriale. Questa sottoperformance era ancor più pronunciata nel caso dei titoli subordinati.

Sul mercato primario, le emissioni del settore industriale nel 2008 hanno raggiunto livelli record. Anzi, con un importo di oltre 150 miliardi di Euro di titoli emessi, il 2008 si posiziona come il più attivo degli ultimi 5 anni. In contrasto, per quanto riguarda gli emittenti del settore finanziario, malgrado le emissioni garantite dai vari governi, il volume di emissioni nel 2008 è stato uno dei più bassi degli ultimi 5 anni, riflettendo la significativa diffidenza degli investitori verso questa classe di asset.

### **Politica di gestione del 2008:**

La duration del Comparto è oscillata in una fascia tra 4,90 e 5,42.

Il Comparto è stato sottopeso al rischio sui tassi d'interesse relativo al proprio benchmark fino all'inizio di giugno. Durante i due mesi successivi, l'esposizione del comparto al rischio è rimasta in linea con il benchmark. Una posizione più cauta veniva adottata di nuovo verso la metà di novembre. Per finire, durante le ultime settimane del periodo di riferimento, il Comparto risultava di nuovo sovraesposto al rischio relativo al suo benchmark.

Una posizione sostanziale al punto a 2 anni della curva dei rendimenti è stata adottata alla fine del primo trimestre. Questa posizione più pronunciata della curva dei rendimenti veniva invertita nel mese successivo. A giugno l'esposizione si concentrava sulle scadenze a 3-7-anni. Questa esposizione veniva mantenuta fino alla fine dell'anno.

All'inizio di ottobre, tutti i titoli legati all'inflazione sono stati liquidati.

Nel mercato del credito il Comparto ha mantenuto una posizione sottopeso alle classi di asset durante tutto l'anno.

Pochi acquisti sono stati fatti all'inizio dell'anno nel mercato primario delle nuove emissioni benché i profitti siano stati presi rapidamente.

L'esposizione ai titoli del settore finanziario è stata aumentata verso la fine del primo trimestre. Questa strategia si è intensificata nel corso dei mesi di settembre e ottobre. I titoli subordinati costituivano l'opzione preferita. Parlando in generale, il mercato primario, che stava offrendo un attraente gioco rischio/rendimento, ha permesso una lieve riduzione della sottoesposizione al mercato del credito, attraverso degli investimenti concentrati essenzialmente nel settore dei servizi pubblici.

### **Prospettive:**

Il mercato obbligazionario si sta beneficiando dell'"esodo verso la qualità", con dei rendimenti a 2 anni e a 10 anni che cercano di rompere le proprie barriere dell'1,75% e del 3,00% rispettivamente. Difatti, sono caduti in modo significativo solo i rendimenti dei titoli di stati con rating AAA. I rendimenti dei buoni italiani e greci sono praticamente stabili, mentre tutti gli altri debiti relazionati con il settore immobiliare o il consumo sono deteriorati in modo significativo, a causa delle prospettive di una recessione e di uno straordinario dispiego di titoli obbligazionari garantiti dai governi o del settore bancario da rifinanziare.

L'economia è entrata adesso in un lungo periodo di crescita bassissima: la distruzione dei posti di lavoro, il crollo dei consumi delle famiglie sovraesposte, che si conforma con la caduta nella produzione, ed ora una diminuzione degli investimenti derivata dalle difficoltà che devono affrontare le imprese, sia per sbarazzarsi delle proprie giacenze invendute sia per finanziarsi da sole. Anche la preoccupante contrazione delle economie asiatiche ed orientali, come pure di quelle dei paesi dell'Europa orientale, sta avendo un impatto significativo sulle loro esportazioni. L'eccesso di capacità produttiva si sta rendendo patente nella chiusura delle fabbriche, persino in Cina; gli investimenti nel settore immobiliare si stanno esaurendo in modo significativo ed anche i prezzi di questo settore hanno iniziato a cadere.

L'esplosione della bolla del debito al consumo e del ricorso al leverage di cui hanno usufruito gli agenti nel settore finanziario, costerà tempo riassorbirla, dato che possiede un effetto significativo e ritardante sulla domanda e il rifinanziamento del debito. La crescita economica, che era stata spinta ad alti livelli a causa di

## Commento del Gestore

questa bolla, di conseguenza si ridurrà in maniera notevole. Inizia quindi un circolo vizioso, dovuto a questo imprevisto decremento dell'attività.

- Gli altissimi livelli di eccedenze per le imprese i cui costi di finanziamento sono troppo alti a causa della stretta creditizia. Le imprese hanno reagito riducendo la produzione e scontando beni che sono già stati prodotti.

- La contrazione nei piani di investimento, accompagnata da un incremento nelle ridondanze, conduce a un crollo delle entrate e la fiducia delle famiglie, che a loro volta riducono di conseguenza le loro spese per consumi.

La contrazione del settore immobiliare e finanziario non ha ancora toccato il fondo, specialmente negli USA e il regno Unito. Stanno emergendo nuove fonti di perdite per le banche: i mutui ipotecari Alt-A e Jumbo Prime, il credito al consumo, i finanziamenti per l'acquisto di automobili (specialmente il finanziamento degli acquisti in leasing) e i prestiti commerciali, i cui volumi avevano continuato ad aumentare mentre allo stesso tempo i loro tassi di morosità stavano peggiorando. In tale contesto, la BCE molto probabilmente finirà per dover combattere contro la recessione e i rischi di deflazione. Per farlo, è probabile che procederà a una riduzione dei tassi d'interesse ad un tasso praticamente zero, per esempio dell'1,5%. Anche il tasso d'inflazione probabilmente passerà ad essere di segno negativo, ma l'inflazione core, salvo fattori erratici, è probabile che cada più gradualmente dal suo attuale livello di 1,9%. Dovremo attendere l'impatto sui prezzi dell'abbassamento dei prezzi industriali e dei prezzi di vendita degli alimentari, che si renderà necessario per smaltire le giacenze. Altrettanto probabili saranno degli aggiustamenti nel prezzo degli asset destinati a investimenti (per esempio immobiliari) che devono ancora arrivare.

Stiamo quindi mantenendo la nostra inclinazione in modo leggermente meno pronunciato, verso una duration sovrappeso in questo contesto, specialmente da quando la situazione della domanda dei titoli obbligazionari continua ad essere favorevole: gli investitori finali avevano dovuto rinunciare al rally dei titoli obbligazionari siccome erano sovrappeso su strumenti del mercato monetario assai attraenti, ed alternativi. In conclusione, il notevole rallentamento dell'economia, combinato con la caduta dell'inflazione, dovrebbe mantenere i rendimenti dei titoli di stato tedeschi al disotto del 3,25% per le scadenze a 10 anni con un rinnovato pronunciamento della curva dei rendimenti.

Dopo due anni in sottopeso, stiamo modificando la nostra visione del mercato del credito adottando di nuovo una posizione neutrale, attraverso la sovraesposizione a prodotti proxy swap e al settore finanziario.

- I flussi di vendite "forzate" sono ultimamente diminuiti. Questi erano stati all'origine del significativo deterioro delle obbligazioni del settore privato.

- La nuova politica monetaria della BCE sta dando alle banche commerciali un margine minimo per prestare di nuovo soldi all'economia con una curva dei rendimenti più pronunciata e bassi tassi a breve termine, ma che permetterà loro un minimo grado di profittabilità allo stesso tempo.

- I piani statali per il salvataggio delle banche dovrebbero risolvere alla fine i problemi di finanziamento per quegli istituti finanziari, oltre che il loro fabbisogno di capitali.

- La riapertura del mercato primario per emittenti del settore industriale con spread pesantemente scontati, ha il vantaggio di fornire il finanziamento desiderato dalle imprese per bilanciare la restrizione del credito da parte delle banche che stanno riducendo i loro livelli di rischio e d'indebitamento.

- Infatti, gli attuali livelli degli spread sono più un riflesso del premio di illiquidità che di un genuino rischio del credito anticipato dai mercati. La prova si vede dal fatto che la maggior parte dello spread sparisce nello spread dei CDS, che riflette in modo veritiero l'intrinseco rischio di morosità dell'emittente senza rischio di liquidità.

Riteniamo di conseguenza che i premi domandati dal mercato del credito compensano il rischio che si sta attualmente ancora incrementando.

Fino ad oggi tuttavia le imprese si stanno finanziando da sole attraverso crediti bancari, fino al punto che i mercati finanziari stanno incontrando difficoltà ad assorbire le nuove emissioni primarie. Le difficoltà delle banche stanno inoltre obbligandole a rivedere anche le condizioni di credito che avevano concesso prima della stretta creditizia. Per salvarsi loro, non saranno di conseguenza più in grado di sostenere le imprese. Dobbiamo aspettarci il sorgere di un rischio reale per le piccole e medie imprese di impossibilità di ottenere fonti di finanziamento. La tendenza del rischio di credito a lungo termine è al rialzo, dato l'ambiente

## Nord Est Fund Obbligazionario Euro

### **Commento del Gestore**

economico e finanziario, aggravato da nuovi declassamenti di rating provenienti dalle agenzie di rating e il peggioramento delle previsioni dei profitti: la cautela è d'obbligo nel mercato del credito per le aziende i cui

utili sono ciclici e per quelle i cui asset finanziari sono ancora a rischio (compagnie di assicurazioni e società che sono geograficamente sovradiersificate negli USA e nel Regno Unito come per esempio IKB o Depfa).

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Obbligazionario Euro  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>54,634,308.38</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		52,120,581.96
<i>Prezzo d'acquisto</i>			52,670,700.64
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-550,118.68
Depositi bancari a vista e liquidità			1,202,327.39
Interessi maturati			1,135,993.67
Sottoscrizioni da regolare			31,455.36
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7		143,950.00
Passivo			<b>237,673.94</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		6,759.85
Rimborsi chiesti e non regolati			167,746.16
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		54,074.26
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		2,036.93
Cambio a pronti da pagare			3,168.56
Onorari			1,801.36
Altre voci del passivo			2,086.82
Valore netto d'inventario			<b>54,396,634.44</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Euro - Category I Quote parti a capitalizzazione	35,779.420	4,853.671	13,906.231	26,726.860
Obbligazionario Euro - Category R Quote parti a capitalizzazione	3,908,424.620	1,283,256.206	1,352,681.111	3,838,999.715

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	54,396,634.44	51,965,379.95	61,501,126.15
<b>Obbligazionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		26,726.860	35,779.420	70,320.020
Valore d'inventario netto della quota parte		14.87	13.81	13.70
<b>Obbligazionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,838,999.715	3,908,424.620	4,600,071.370
Valore d'inventario netto della quota parte		14.07	13.17	13.16

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			48,390,931.91	88.96%
<b>Obbligazioni</b>			<b>42,794,819.55</b>	<b>78.67%</b>
<i>Austria</i>			<i>598,064.93</i>	<i>1.10%</i>
600,000	AUSTRIA 3.90 04-20 15/07A	EUR	598,064.93	1.10%
<i>Belgio</i>			<i>1,953,565.15</i>	<i>3.59%</i>
1,000,000	BELGIAN -43- 4.25 04-14 28/09A	EUR	1,044,720.50	1.92%
900,000	BELGIQUE-OLO SER 45- 3.00 05-10 28/03A	EUR	908,844.65	1.67%
<i>Finlandia</i>			<i>1,558,575.31</i>	<i>2.87%</i>
800,000	FINLAND 2.75 05-10 15/09A	EUR	809,711.64	1.49%
700,000	FINLAND 5.75 00-11 23/02A	EUR	748,863.67	1.38%
<i>Francia</i>			<i>34,021,948.68</i>	<i>62.54%</i>
1,000,000	BNP PARIBAS COV 4.125 08-11 24/01A	EUR	1,015,310.81	1.87%
700,000	BOUYGUES 4.50 06-13 24/05A	EUR	655,574.94	1.21%
1,000,000	CADES 3.125 05-10 12/07A	EUR	1,008,812.75	1.85%
300,000	CAISSE REFINANCE HYP 4.00 06-18 25/04A	EUR	291,393.97	0.54%
500,000	CASINO GUICHARD EMTN 4.875 07-14 10/04A	EUR	417,476.87	0.77%
1,400,000	CIE DE FIN.FONCIER 4.25 04-14 29/01A	EUR	1,418,114.43	2.61%
1,600,000	CRH 4.25 03-14 25/10A	EUR	1,617,631.01	2.97%
1,400,000	CRH (CAISSE REFIN.HYP)5.00 02-13 25/10A	EUR	1,464,280.83	2.69%
1,350,000	DEXIA MUNICPL AGENCY 3.875 06-14 12/03A	EUR	1,339,548.82	2.46%
950,000	FRANCE BTAN 2.50 04-10 12/07A	EUR	958,544.66	1.76%
850,000	FRANCE BTAN 3.00 06-11 12/01A	EUR	864,003.23	1.59%
2,800,000	FRANCE BTAN 3.50 04-09 12/01A	EUR	2,801,282.06	5.15%
1,200,000	FRANCE BTAN 4.50 07-12 07/12A	EUR	1,278,989.10	2.35%
1,150,000	FRANCE FTB 3.50 05-15 25/04A	EUR	1,186,601.92	2.18%
750,000	FRANCE OAT 3.00 04-15 25/10A	EUR	750,415.12	1.38%
900,000	FRANCE OAT 3.25 06-16 25/04A	EUR	907,552.24	1.67%
950,000	FRANCE OAT 3.75 05-21 25/04A	EUR	962,117.38	1.77%
1,900,000	FRANCE OAT 3.75 06-17 25/04A	EUR	1,966,412.12	3.61%
1,000,000	FRANCE OAT 4.00 03-13 25/04A	EUR	1,053,368.63	1.94%
1,650,000	FRANCE OAT 4.00 03-13 25/10A	EUR	1,742,088.15	3.20%
800,000	FRANCE OAT 4.00 04-14 25/04U	EUR	846,472.80	1.56%
500,000	FRANCE OAT 4.00 04-55 25/04A	EUR	536,773.50	0.99%
500,000	FRANCE OAT 4.25 06-23 25/10A	EUR	532,263.00	0.98%
1,350,000	FRANCE OAT 4.75 01-12 25/10A	EUR	1,452,123.11	2.67%
500,000	FRANCE OAT 5.00 01-16 25/10A	EUR	561,580.50	1.03%
500,000	FRANCE OAT 5.50 00-10 25/10A	EUR	529,893.50	0.97%
700,000	FRANCE OAT 5.50 98-29 25/04A	EUR	856,386.65	1.57%
700,000	FRANCE OAT 6.50 96-11 25/04A	EUR	765,958.73	1.41%
400,000	FRANCE TELECOM EMTN 7.25 03-13 28/01A	EUR	432,118.58	0.79%
500,000	HSBC FRANCE 5.75 08-13 19/06A	EUR	523,740.56	0.96%
450,000	KLEPIERRE 4.25 06-16 16/03A	EUR	304,535.25	0.56%
300,000	PEUGEOT 5.875 01-11 27/09A	EUR	288,030.67	0.53%
250,000	PINAULT-PRINTEMPS 5.25 04-11 29/03A	EUR	235,755.07	0.43%
500,000	RENAULT SA EMTN 6.125 02-09 26/06A	EUR	500,171.10	0.92%
800,000	RFF 4.625 99-14 17/03A	EUR	852,050.20	1.57%
1,100,000	VAUBAN MOBIL.GARANT. 4.375 99-09 28/04A	EUR	1,104,576.42	2.03%
<i>Grecia</i>			<i>675,381.45</i>	<i>1.24%</i>
650,000	HELLENIC REPUBLIC 5.90 02-22 22/10A	EUR	675,381.45	1.24%
<i>Lussemburgo</i>			<i>492,259.25</i>	<i>0.90%</i>
500,000	EUROP.INVEST.BK EMTN 4.00 05-37 15/10A	EUR	492,259.25	0.90%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,603,767.80</i>	<i>2.95%</i>
50,000	E.ON INTL FINANCE 5.75 08-20 07/05A	EUR	50,979.76	0.09%
500,000	NEDERLAND 5.00 02-12 15/07A	EUR	537,830.38	0.99%
775,000	NEDERLAND 5.50 00-10 15/07A	EUR	814,902.08	1.50%
200,000	OLIVETTI FINANCE EMTN 7.25 02-12 24/04A	EUR	200,055.58	0.37%
<i>Regno Unito</i>			<i>314,550.83</i>	<i>0.58%</i>
300,000	HSBC HOLDINGS 6.25 08-18 19/03A	EUR	314,550.83	0.58%
<i>Spagna</i>			<i>1,222,673.10</i>	<i>2.25%</i>
300,000	ABERTIS INFRASTRUCT. 4.375 05-20 30/03A	EUR	229,820.10	0.42%
1,000,000	BBVA 2.75 05-10 07/06A	EUR	992,853.00	1.83%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>146,904.61</i>	<i>0.27%</i>
150,000	DAIMLERCHRYSLER NA 4.375 07-10 16/03A	EUR	146,904.61	0.27%
<i>Svezia</i>			<i>207,128.44</i>	<i>0.38%</i>
200,000	VATTENFALL TREAS EMTN 5.75 08-13 05/12A	EUR	207,128.44	0.38%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>211,063.52</b>	<b>0.39%</b>
<i>Francia</i>				
1,200	AXA SUB CV 2.50 99-14 01/01A	EUR	211,063.52	0.39%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>5,385,048.84</b>	<b>9.90%</b>
<i>Francia</i>				
1,100,000	BNP PARIBAS EMTN SUB FL.R 06-16 17/10Q	EUR	1,610,689.14	2.96%
650,000	CREDIT LOGEMENT SUB FL.R 05-15 23/06Q	EUR	947,043.49	1.74%
150,000	CREDIT LOGEMENT SUB FL.R 07-17 15/06Q	EUR	542,316.65	1.00%
<i>Germania</i>				
850,000	DEUTSCHE BANK EMTN FL.R 05-17 09/03A	EUR	121,329.00	0.22%
500,000	MUNICH RE FINANCE FL.R 03-23 21/06A	EUR	1,177,578.19	2.16%
400,000	UBS JERSEY BRANCH FL.R 06-18 25/09A	EUR	716,373.31	1.31%
<i>Isola di Jersey</i>				
250,000	BANCA INTESA SPA BAVB FL.R 06-16 02/08Q	EUR	461,204.88	0.85%
<i>Italia</i>				
500,000	ALLIANZ FINANCE SUB FL.R 02-22 31/05A	EUR	319,834.25	0.59%
450,000	RABOBANK NEDERL. SUB FL.R 05-15 28/07Q	EUR	319,834.25	0.59%
<i>Regno Unito</i>				
300,000	HSBC BANK PLC SUB. FL.R 06-16 29/03Q	EUR	211,188.31	0.39%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
350,000	CITIGROUP EMTN VAR FL.R 05-17 30/11A	EUR	211,188.31	0.39%
700,000	HSBC FINANCE EMTN FL.R 06-16 14/06A	EUR	883,987.75	1.63%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			462,202.19	0.85%
			421,785.56	0.78%
			262,366.09	0.48%
			262,366.09	0.48%
			919,405.11	1.69%
			257,583.37	0.47%
			661,821.74	1.22%
			3,729,650.05	6.86%
<b>Obbligazioni</b>			<b>3,001,081.58</b>	<b>5.52%</b>
<i>Francia</i>				
450,000	BNP PARIBAS EMTN 5.00 08-13 16/12A	EUR	3,001,081.58	5.52%
1,200,000	SFEF 3.00 08-11 10/12A	EUR	463,186.71	0.85%
500,000	SFEF 3.50 08-11 24/11A	EUR	1,209,238.20	2.23%
600,000	SOCIETE GENERALE 5.25 08-13 28.03A	EUR	508,872.13	0.94%
200,000	SOCIETE GENERALE EMTN 5.125 08-13 19/12A	EUR	616,255.13	1.13%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>728,568.47</b>	<b>1.34%</b>
<i>Francia</i>				
300,000	NATEXIS BQ POP SUB FL.R 05-16 21/01Q	EUR	237,489.00	0.44%
<i>Regno Unito</i>				
375,000	HBOS EMTN FL.R 06-16 29/03Q	EUR	237,489.00	0.44%
<i>Svezia</i>				
200,000	NORDEA BANK SUB FL.R 08-18 10/09A	EUR	290,276.25	0.53%
			290,276.25	0.53%
			200,803.22	0.37%
			200,803.22	0.37%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>52,120,581.96</b>	<b>95.82%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>2,262,758.72</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	2,210,826.19
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	51,932.53
Spese		<b>958,844.13</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	654,718.92
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	28,792.21
Tassa d'abbonamento	Nota 4	26,803.92
Spese amministrative		59,903.86
Commissioni di domiciliazione		891.32
Onorari		9,732.75
Interessi bancari su conti correnti		3,447.39
Spese legali		6,442.71
Spese d'intermediazione		1,261.30
Spese di pubblicazione e stampa		13,277.16
Spese bancarie		2,624.67
Spese su reverse repos		135,226.71
Altre spese		15,721.21
Reddito netto da investimenti		<b>1,303,914.59</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	113,227.46
Plusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	843,013.49
Utile netto realizzato		<b>2,260,155.54</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future	Nota 7	249,780.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		946,659.66
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>3,456,595.20</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		17,275,683.87
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		<i>17,207,310.96</i>
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		<i>68,372.91</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-18,301,024.58
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		<i>-194,603.84</i>
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		<i>-18,106,420.74</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>2,431,254.49</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>51,965,379.95</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>54,396,634.44</b>

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

## Manager's Report

Dicembre ha visto ridurre quasi tutti gli spread dei mercati emergenti, sino a raggiungere i livelli antecedenti ottobre. Alla base di questa tendenza vi è stata soprattutto la politica monetaria espansiva della Fed, che ha favorito un appiattimento della curva dei rendimenti del debito sovrano statunitense. In particolare, per quanto riguarda le paure dei mercati emergenti, non si possono ignorare gli sforzi dei governi locali volti a promuovere stimoli fiscali per incentivare l'attività interna, al fine di ridurre gli effetti del rallentamento economico mondiale.

Nonostante la considerevole valutazione dei suoi attivi, a dicembre il portafoglio ha conseguito un risultato inferiore al benchmark a causa della valutazione estrema dei titoli del tesoro statunitense. Anche la sottoesposizione in Euro ha contribuito alla sottoperformance, compensando l'esposizione alle obbligazioni brasiliane espresse in BRL, che hanno evidenziato una forte crescita.

### Prospettive

Apparentemente, gli investitori iniziano a "discriminare" tra i mercati emergenti, alla ricerca di attivi sottovalutati, evitando di far di ogni erba un fascio. È ancora possibile trovare paesi caratterizzati da una solida domanda interna, in buone condizioni finanziarie e quindi relativamente pronti ad affrontare l'attuale crisi attraverso l'adozione di stimoli fiscali. Come abbiamo già sostenuto nel precedente report, investire in uno scenario recessivo implica un incremento, seppur misurato, della duration.

Intendiamo confermare la sovraperponderazione al Brasile e al Perù, alla luce dei fondamentali interni. Sul fronte dell'esposizione valutaria, siamo inclini a mantenere la sottoperponderazione all'Euro, dal momento che l'economia europea potrebbe attraversare un percorso accidentato, inducendo la BCE a intervenire con una riduzione dei tassi d'intervento.

Luxembourg 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>19,297,428.20</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		17,199,973.26
<i>Prezzo d'acquisto</i>			19,753,634.89
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-2,553,661.63
Depositi bancari a vista e liquidità			1,255,215.78
Interessi maturati			484,674.34
Sottoscrizioni da regolare			160,398.36
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6		196,126.95
Altre voci dell'attivo			1,039.51
Passivo			<b>85,183.37</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		2,396.34
Rimborsi chiesti e non regolati			49,023.45
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		28,147.19
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		1,488.10
Cambio a pronti da pagare			1,096.50
Onorari			1,110.76
Altre voci del passivo			1,921.03
Valore netto d'inventario			<b>19,212,244.83</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	3,000.100	1,339.046	1,339.046	3,000.100
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,721,818.240	319,330.575	842,642.120	1,198,506.695

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	19,212,244.83	30,419,792.36	24,322,044.94
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,000.100	3,000.100	6,000.100
Valore d'inventario netto della quota parte		17.32	18.89	18.25
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,198,506.695	1,721,818.240	1,404,901.240
Valore d'inventario netto della quota parte		15.99	17.63	17.23

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione		Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale				16,390,573.69	85.32%
<b>Obbligazioni</b>				<b>16,390,573.69</b>	<b>85.32%</b>
<i>Brasile</i>				<i>4,743,503.45</i>	<i>24.69%</i>
1,541,000	BRAZIL	8.00 05-18 15/01S	USD	1,245,000.56	6.48%
1,950,000	BRAZIL	11.00 00-40 17/08S	USD	1,827,921.31	9.52%
2,750,000	BRAZIL	12.50 06-22 05/01S	BRL	874,671.11	4.55%
800,000	BRAZIL GLOBAL BOND	10.125 97-27 15/05S	USD	795,910.47	4.14%
<i>Colombia</i>				<i>1,627,034.88</i>	<i>8.47%</i>
1,150,000	COLOMBIA	8.25 04-14 22/12S	USD	897,387.30	4.67%
750,000	COLOMBIA	11.75 00-20 25/02S	USD	729,647.58	3.80%
<i>Filippine</i>				<i>1,435,545.57</i>	<i>7.47%</i>
320,000	PHILIPPINES	8.25 03-14 15/01S	USD	240,626.57	1.25%
300,000	PHILIPPINES	9.50 05-30 02/02S	USD	242,724.73	1.26%
250,000	PHILIPPINES	9.875 00-10 16/03S	USD	190,643.64	0.99%
940,000	PHILIPPINES	9.875 99-19 15/01S	USD	761,550.63	3.97%
<i>Indonesia</i>				<i>788,137.93</i>	<i>4.10%</i>
300,000	INDONESIA REGS	6.875 06-17 09/03S	USD	178,590.43	0.93%
950,000	INDONESIA REGS	8.50 05-35 12/10S	USD	609,547.50	3.17%
<i>Libano</i>				<i>446,845.57</i>	<i>2.33%</i>
750,000	LIBAN EMTN	8.25 06-21 12/04S	USD	446,845.57	2.33%
<i>Malesia</i>				<i>611,644.51</i>	<i>3.18%</i>
500,000	MALAYSIA	8.75 99-09 01/06S	USD	366,943.17	1.91%
300,000	PETRONAS CAPITAL REGS	7.875 02-22 22/05S	USD	244,701.34	1.27%
<i>Messico</i>				<i>2,030,222.71</i>	<i>10.57%</i>
4,000,000	MEXICAN BONOS -MI10-	9.50 04-14 18/12S	MXN	224,506.74	1.17%
1,750,000	MEXICAN STATES	8.30 01-31 15/08S	USD	1,542,905.36	8.03%
5,000,000	UTD MEXICAN STS	8.00 03-13 19/12S	MXN	262,810.61	1.37%
<i>Panama</i>				<i>552,692.62</i>	<i>2.88%</i>
250,000	PANAMA (REP.)	8.875 97-27 30/09S	USD	194,342.22	1.01%
220,000	PANAMA (REP.OF)	7.25 04-15 15/03S	USD	162,777.99	0.85%
250,000	PANAMA (REP.OF)	9.375 01-12 23/07S	USD	195,572.41	1.02%
<i>Perù</i>				<i>1,600,993.99</i>	<i>8.33%</i>
1,930,000	PERU	9.875 03-15 06/02S	USD	1,600,993.99	8.33%
<i>Russia</i>				<i>1,476,522.42</i>	<i>7.69%</i>
1,750,000	RUSSIA REG -S-	11.00 98-18 24/07S	USD	1,476,522.42	7.69%
<i>Turchia</i>				<i>918,751.21</i>	<i>4.78%</i>
550,000	TURKEY	11.875 00-30 15/01S	USD	564,590.09	2.94%
500,000	TURKEY	7.00 06-16 26/09S	USD	354,161.12	1.84%
<i>Ucraina</i>				<i>158,678.83</i>	<i>0.83%</i>
500,000	UKRAINE REG.S	7.65 03-13 11/06S	USD	158,678.83	0.83%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati				809,399.57	4.21%
<b>Obbligazioni</b>				<b>809,399.57</b>	<b>4.21%</b>
<i>Perù</i>				<i>359,953.57</i>	<i>1.87%</i>
500,000	PERU (REP OF)	7.35 05-25 21/07S	USD	359,953.57	1.87%
<i>Turchia</i>				<i>449,446.00</i>	<i>2.34%</i>
750,000	TURKEY REPUBLIC	6.875 06-36 17/03S	USD	449,446.00	2.34%
<b>Totale portafoglio titoli</b>				<b>17,199,973.26</b>	<b>89.53%</b>

Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>1,863,193.28</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	1,793,668.80
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	1,447.68
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	67,037.29
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	1,039.51
Spese		<b>629,106.60</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	460,959.37
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	27,532.82
Tassa d'abbonamento	Nota 4	12,155.27
Spese amministrative		39,821.67
Commissioni di domiciliazione		427.97
Onorari		3,130.98
Interessi bancari su conti correnti		31.00
Spese legali		4,177.77
Spese d'intermediazione		493.16
Spese di pubblicazione e stampa		6,920.52
Spese bancarie		1,215.95
Spese su reverse repos		59,198.17
Altre spese		13,041.95
Reddito netto da investimenti		<b>1,234,086.68</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-1,218,001.73
Plusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	93,778.40
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	-2,159,029.00
Perdita netta realizzata		<b>-2,049,165.65</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	-244,030.46
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-113,686.88
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-2,406,882.99</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		5,488,742.10
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		24,999.99
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		5,463,742.11
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-14,289,406.64
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		-25,495.44
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		-14,263,911.20
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-11,207,547.53</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>30,419,792.36</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>19,212,244.83</b>

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

## Commento del Gestore

Il Comparto è stato costituito a gennaio 2003, quando venne lanciato con una capitalizzazione di 14 milioni di Euro. Alla fine del 2008 il volume del Comparto era aumentato a 95 milioni di Euro.

Nel corso del 2008, lo sviluppo dei mercati obbligazionari ha sperimentato un fenomeno mai visto prima nell'era dei moderni mercati finanziari. L'esplosione dei premi di rischio in varie categorie di titoli, il forte incremento della volatilità e gli slittamenti della curva dei rendimenti sono saltati fuori con una velocità e a un grado che non si può comparare con nessun tipo di distribuzione delle probabilità. L'estensione della crisi dei sub-prime americani a una crisi finanziaria globale e per finire un ambiente economico di recessione mondiale, si sono evoluti con una tale forza che anche gli strumenti a reddito fisso più avversi al rischio come i titoli di stato non hanno potuto sopportare.

Nel corso dell'anno le banche centrali di tutto il mondo hanno dovuto affrontare il problema della residua presenza di tassi d'inflazione crescenti e del simultaneo rallentamento della crescita economica. L'andamento dei tassi d'interesse europei a breve termine riflette questo dilemma. All'inizio i rendimenti erano diminuiti approssimativamente a un 3%; di seguito l'azione della BCE (Banca Centrale Europea) li aveva riportati in alto intorno al 4,7% verso la metà dell'anno.

A quel punto, l'esodo di massa di asset verso titoli rifugio, combinato con un'estrema avversione al rischio, ha generato un crollo drammatico dei tassi d'interesse nell'Europa occidentale. Verso la fine del 2008, il rendimento dei titoli di stato tedeschi a 2 anni era diminuito intorno all'1,90%.

Data la difficile situazione del mercato nel 2008, il gestore del Comparto *Nord Est Fund: Obbligazionario Breve Termine* si è mantenuta su una posizione di duration piuttosto breve nei confronti del benchmark durante il primo semestre. A causa dell'agitazione del mercato del credito durante la seconda metà dell'anno, il gestore del Comparto ha deciso di spostarsi su una posizione strategicamente lunga, solo temporaneamente interrotta da posizioni neutrali tattiche. La percentuale più rilevante del portafoglio consiste ancora in titoli di stato e obbligazioni garantite di alta qualità che riflettono il carattere difensivo del Comparto.

### **Cifre del Comparto:**

Volume: 95 milioni di €

Duration modificata: 1,85%

Coupon medio: 3,76%

Tasso interno di rendimento (YTM) medio: 3,34%

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>95,683,795.91</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato		Nota 2	88,418,428.70
<i>Prezzo d'acquisto</i>			87,356,665.73
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			1,061,762.97
Depositi bancari a vista e liquidità			4,565,253.03
Interessi maturati			2,005,818.14
Sottoscrizioni da regolare			610,326.04
Plusvalenze non realizzate su future		Nota 2,7	83,970.00
Passivo			<b>324,601.68</b>
Tassa d'abbonamento		Nota 4	11,880.66
Rimborsi chiesti e non regolati			244,413.06
Commissioni di gestione e consulenza		Nota 5	54,825.46
Spese della banca depositaria e amministrative		Nota 9	3,533.12
Cambio a pronti da pagare			5,495.97
Onorari			2,180.40
Altre voci del passivo			2,273.01
Valore netto d'inventario			<b>95,359,194.23</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	33,566.160	6,053.547	8,372.140	31,247.567
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	7,217,557.830	5,332,331.191	4,725,861.201	7,824,027.820

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

		Esercizio chiuso al	31/12/08	31/12/07	31/12/06
Patrimonio netto	EUR		95,359,194.23	83,791,392.75	84,336,207.52
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</b>			EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>					
Numero di quote parti			31,247.567	33,566.160	26,608.470
Valore d'inventario netto della quota parte			12.56	11.90	11.57
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</b>			EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>					
Numero di quote parti			7,824,027.820	7,217,557.830	7,441,448.720
Valore d'inventario netto della quota parte			12.14	11.55	11.29

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			73,380,435.50	76.95%
<b>Obbligazioni</b>			<b>68,460,515.85</b>	<b>71.79%</b>
<i>Austria</i>				
1,500,000	KOMMUNALKREDIT 3.25 04-09 05/03A	EUR	1,499,616.00	1.57%
<i>Belgio</i>				
1,000,000	BELGIUM -53- 3.25 08-11 28/03A	EUR	1,018,960.81	1.07%
<i>Danimarca</i>				
1,000,000	DANSKE BANK 4.375 08-10 14/04A	EUR	1,015,599.00	1.07%
<i>Finlandia</i>				
1,500,000	SAMPO HOUSING PLC 2.50 05-10 23/09A	EUR	1,482,943.50	1.56%
<i>Francia</i>				
2,000,000	BNP PARIBAS COV 4.125 08-11 24/01A	EUR	6,600,088.83	6.92%
2,000,000	CIC SECS 4.375 07-10 02/11A	EUR	2,030,621.62	2.13%
2,500,000	FRANCE BTAN 3.00 06-11 12/01A	EUR	2,028,281.26	2.13%
<i>Germania</i>				
3,000,000	BERLIN HANNOV.HYPBK 3.75 08-11 14/03A	EUR	24,452,182.00	25.64%
1,500,000	BUNDERLAENDER BRD 2.625 05-10 07/10A	EUR	3,045,832.50	3.19%
2,000,000	BUNDESLAENDER BRD 3.75 04-10 02/06A	EUR	1,497,366.00	1.57%
2,000,000	DEUTSCHE KREDITBK S1 3.75 06-11 29/11A	EUR	2,032,758.26	2.13%
750,000	DEUTSCHE POSTBANK AG 4.25 08-13 16/01A	EUR	2,023,129.50	2.12%
1,000,000	EUROHYPO EMTN 4.00 07-10 15/01A	EUR	772,143.23	0.81%
2,000,000	FREISTAAT BAYERN-100- 3.875 04-11 14/01A	EUR	1,010,628.94	1.06%
2,000,000	GERMANY -148- 3.50 06-11 08/04A	EUR	2,044,348.26	2.14%
1,500,000	HYPO REAL ESTATE 567 3.75 06-10 28/07A	EUR	2,075,868.26	2.18%
2,000,000	LANDESBK BERLIN -665- 3.50 08-11 18/02A	EUR	1,493,406.75	1.57%
500,000	LBK BAD.WUERT 4.00 07-11 08/02A	EUR	2,021,921.26	2.12%
2,500,000	NORDRHEIN WEST 374 5.25 01-11 04/07A	EUR	511,438.38	0.54%
2,000,000	NRW BANK-EMTN- 4.25 07-10 11/05A	EUR	2,633,315.00	2.76%
1,250,000	STATE BERLIN -194- 2.75 05-10 18/01A	EUR	2,039,608.00	2.14%
<i>Grecia</i>				
2,750,000	GREECE 3.10 05-10 20/04A	EUR	4,743,293.13	4.97%
2,000,000	GREECE 3.40 06-09 21/06A	EUR	2,738,139.25	2.87%
<i>Irlanda</i>				
2,000,000	AIB MORTGAGE BANK 3.50 06-09 30/04A	EUR	6,030,202.09	6.32%
1,500,000	BANK OF IRELAND 3.50 04-09 22/09A	EUR	2,001,759.26	2.10%
2,500,000	GERMAN POSTAL PENSION 3.75 06-10 18/01A	EUR	1,503,309.38	1.58%
<i>Italia</i>				
500,000	INTESA SANPAOLO 5.00 08-11 28/04A	EUR	2,525,133.45	2.64%
500,000	ITALY BTP 3.00 04-09 15/04S	EUR	4,037,295.88	4.23%
2,000,000	ITALY BTP 3.50 06-11 15/03S	EUR	505,631.25	0.53%
1,000,000	ITALY BTP 3.75 06-09 15/06S	EUR	501,514.00	0.53%
<i>Norvegia</i>				
2,000,000	SPAREBANK 1 SR BK 4.50 07-10 01/10A	EUR	2,022,472.00	2.11%
2,000,000	SPAREBANKEN 1 BOLIGK 4.00 08-11 15/06A	EUR	1,007,678.63	1.06%
<i>Polonia</i>				
1,500,000	POLAND 5.50 01-11 14/02A	EUR	4,063,356.00	4.26%
1,500,000	POLAND EMTN 3.875 04-09 15/01A	EUR	2,041,998.12	2.14%
<i>Regno Unito</i>				
2,000,000	BRAD.AND BINGL.EMTN 3.75 04-09 26/05A	EUR	2,021,357.88	2.12%
<i>Slovenia</i>				
2,500,000	SLOVENIA (REP OF) 4.875 99-09 18/03A	EUR	3,031,462.12	3.18%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
400,000	VOLKSWAGEN CREDIT INC 5.125 08-11 19/05A	EUR	1,530,952.21	1.61%
<i>Svezia</i>				
2,000,000	FOERENINGSSPARBK 4.625 08-11 23/05A	EUR	1,500,509.91	1.57%
1,500,000	NORDEA HYPOTEK 4.25 08-11 20/04A	EUR	1,983,252.50	2.08%
2,000,000	STADSHYPOTEK 4.00 07-10 25/01A	EUR	1,983,252.50	2.08%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>1,932,563.00</b>	<b>2.03%</b>
<i>Italia</i>				
1,000,000	AUTOSTRAD SPA EMTN FL.R 04-11 09/06Q	EUR	1,932,563.00	2.03%
1,000,000	INTESA SANPAOLO FL.R 08-10 03/06Q	EUR	938,318.25	0.98%
<b>Titoli ipotecari e garantiti da attività</b>			<b>2,987,356.65</b>	<b>3.13%</b>
<i>Irlanda</i>				
250,809	LUSITANO SER.2 CL.A FL.R 03-36 16/11Q	EUR	398,759.81	0.42%
202,733	MAGELLAN MTGS S.2 FL.R 03-36 01/07Q	EUR	219,108.41	0.23%
			179,651.40	0.19%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Italia</i>		725,303.45	0.76%
294,954	SIENA MORT.S03-4 -A2- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	275,554.95	0.29%
500,000	SIENA MORT.S03-4 C-B- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	449,748.50	0.47%
	<i>Paesi Bassi</i>		950,885.39	0.99%
1,000,000	DELPHINUS 2006-I -A- FL.R 06-96 28/09Q	EUR	950,885.39	0.99%
	<i>Regno Unito</i>		912,408.00	0.96%
1,000,000	HMI 2007-2X 3A2 FL.R 07-21 15/07Q	EUR	912,408.00	0.96%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			14,010,389.95	14.69%
<b>Obbligazioni</b>			<b>14,010,389.95</b>	<b>14.69%</b>
	<i>Francia</i>		2,521,568.88	2.64%
500,000	BANQUE POPULAIRE CB 4.25 08-13 29/01A	EUR	505,273.50	0.53%
2,000,000	CIE FIN FONCIER 3.875 08-11 11/02A	EUR	2,016,295.38	2.11%
	<i>Germania</i>		2,038,485.00	2.14%
2,000,000	NRW.BANK EMTN 4.00 07-11 17/01A	EUR	2,038,485.00	2.14%
	<i>Norvegia</i>		2,032,825.38	2.13%
2,000,000	DNB NOR BOLIGKREDIT 4.375 07-10 15/11A	EUR	2,032,825.38	2.13%
	<i>Paesi Bassi</i>		1,438,296.30	1.51%
1,400,000	E ON INTER FINANCE 4.75 08-10 25/11A	EUR	1,438,296.30	1.51%
	<i>Portogallo</i>		2,005,532.76	2.10%
2,000,000	CAIXA GERAL DEPO 3.875 08-11 12/12A	EUR	2,005,532.76	2.10%
	<i>Regno Unito</i>		2,482,753.32	2.60%
500,000	HBOS TREASURY SER.EMTN3.75 03-10 26/07A	EUR	494,004.69	0.52%
1,000,000	HBOS TREASURY SERV. 3.50 04-09 12/02A	EUR	997,652.00	1.04%
1,000,000	YORKSHIRE BLD EMTN 4.00 06-11 07/11A	EUR	991,096.63	1.04%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		472,836.68	0.50%
500,000	DAIMLER NORTH AMERICA 5.00 08-12 23/05A	EUR	472,836.68	0.50%
	<i>Svezia</i>		1,018,091.63	1.07%
1,000,000	SEB 4.25 08-11 17/01A	EUR	1,018,091.63	1.07%
Altri valori mobiliari			1,027,603.25	1.08%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,027,603.25</b>	<b>1.08%</b>
	<i>Canada</i>		1,027,603.25	1.08%
1,000,000	CANADIAN IMP.BK EMTN FL.R 08-10 16/09A	EUR	1,027,603.25	1.08%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>88,418,428.70</b>	<b>92.72%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

Valori espressi in EUR

<b>Proventi</b>		<b>3,371,782.96</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	3,306,540.46
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	65,242.50
<b>Spese</b>		<b>1,096,981.76</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	635,233.77
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	51,314.64
Tassa d'abbonamento	Nota 4	44,514.20
Spese amministrative		83,763.18
Commissioni di domiciliazione		1,348.32
Onorari		11,309.70
Spese legali		18,477.67
Spese d'intermediazione		1,160.55
Spese di pubblicazione e stampa		17,024.18
Spese bancarie		2,016.08
Spese su reverse repos		210,347.96
Altre spese		20,471.51
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>2,274,801.20</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-218,404.41
Plusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	386,771.80
Plusvalenze nette realizzate su opzioni	Nota 2	7,106.18
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>2,450,274.77</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future	Nota 7	83,970.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		1,742,273.07
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze non realizzate su opzioni		-5,850.00
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>4,270,667.84</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		62,643,741.15
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		73,066.31
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		62,570,674.84
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-55,346,607.51
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		-101,731.01
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		-55,244,876.50
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>11,567,801.48</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>83,791,392.75</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>95,359,194.23</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Convertibile Europeo**

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Commento del Gestore

Nel corso del 2008 le obbligazioni convertibili hanno registrato una performance piuttosto deludente a causa di vari fattori: la brusca caduta dei titoli azionari (-42.5 % indice DJ EuroStoxx50 NR), l'allargamento degli spread e una svendita massiccia delle classi di asset CB da parte dei fondi hedge. L'indice Exane Convertible Index Europe è sceso dal 20,58 % durante il 2008, comparato con una performance lorda del -20,91 % registrata dal Comparto.

Dopo il collasso di Lehman, la politica d'investimento del portafoglio è stata riorientata per focalizzarsi su Qualità, Liquidità e Convessità. Abbiamo diminuito la nostra esposizione agli emittenti di credito deboli: Artemis/PPR, Infineon, Sonata/France Telecom e Q-Cells. La liquidità generata è stata reinvestita in strumenti monetari esenti da rischi. Gli interessi sulla liquidità hanno permesso di comprare strategie opzionali (quotate nell'indice DJ Euro Stoxx 50) per mantenere la convessità del portafoglio. Riassumendo, abbiamo abbassato il rischio specifico sugli emittenti deboli e mantenuto un'esposizione azionaria difensiva grazie alle strategie opzionali autofinanziate sugli indici azionari.

Durante il 2008, il mercato primario è stato debole (8 miliardi di euro), nonostante le grosse necessità di finanziamento provenienti da aziende e istituti finanziari.

Per il 2009 siamo abbastanza fiduciosi, grazie al profilo difensivo adottato nel portafoglio (Tasso interno di rendimento (YTM) positivo, liquidità pari al 30%, esposizione su azioni al 20%).

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>23,525,745.06</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	18,784,176.72	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		21,980,149.78	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-3,195,973.06	
Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2	43,520.00	
<i>Opzioni acquistate a prezzo d'acquisto</i>		68,594.00	
Depositi bancari a vista e liquidità		4,462,562.86	
Interessi maturati		234,785.49	
Sottoscrizioni da regolare		699.99	
Passivo			<b>83,623.88</b>
Opzioni vendute a prezzo di mercato	Nota 2,8	13,360.00	
<i>Opzioni vendute a prezzo d'acquisto</i>		42,194.00	
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,896.97	
Rimborsi chiesti e non regolati		29,398.62	
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	32,626.98	
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	871.61	
Cambio a pronti da pagare		1,355.84	
Onorari		1,172.03	
Altre voci del passivo		1,941.83	
Valore netto d'inventario			<b>23,442,121.18</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,651,084.320	493,532.159	1,648,620.703	2,495,995.776
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	43,507.790	0.000	10,309.000	33,198.790

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	23,442,121.18	44,132,424.92	43,855,765.68
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		33,198.790	43,507.790	40,449.950
Valore d'inventario netto della quota parte		10.03	12.78	12.74

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	23,442,121.18	44,132,424.92	43,855,765.68
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,495,995.776	3,651,084.320	3,601,842.980
Valore d'inventario netto della quota parte		9.26	11.94	12.03

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			15,108,581.26	64.45%
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>14,993,671.26</b>	<b>63.96%</b>
<i>Belgio</i>				
350,000	SAGERPAR SA CONV 2.95 05-12 27/04A	EUR	340,620.14	1.45%
<i>Francia</i>				
22,486	AIR FRANCE KLM -CONV 2.75 05-20 01/04A	EUR	4,865,504.97	20.77%
29,132	ALCATEL CV 4.75 03-13 01/01A	EUR	420,931.21	1.80%
6,452	AXA UAP CV 3.75 00-17 01/01A	EUR	376,925.83	1.61%
8,290	CAP GEMINI SA CV -CAP- 2.50 03-10 01/01A	EUR	1,162,181.79	4.97%
16,931	CAP GEMINI-OCEANE-CV - 1.00 05-12 01/01A	EUR	416,021.08	1.77%
367	FRANCE TELECOM CV 1.60 04-09 01/01A	EUR	678,539.02	2.89%
2,603	ILLIAD CONV 2.20 06-12 01/01A	EUR	945,895.69	4.04%
5,465	MICHELIN FRANCE-ML-CV 0.00 07-17 01/01U	EUR	204,835.23	0.87%
2,880	RALLYE (CASINO) CV 3.25 03-13 01/07A	EUR	431,403.00	1.84%
228,772.12			228,772.12	0.98%
<i>Germania</i>				
450,000	ADIDAS INTL FIN.CV 2.50 03-18 08/10A	EUR	3,628,230.70	15.48%
2,300,000	KFW CONV (DEUTCH TEL) 3.25 08-13 27/06A	EUR	543,499.76	2.32%
610,000	KRED.WIEDERAUFBAU CV 0.50 05-10 03/02A	EUR	2,368,085.75	10.10%
200,000	TUI AG CV 2.75 07-12 01/09A	EUR	597,291.87	2.55%
119,353.32			119,353.32	0.51%
<i>Isola di Jersey</i>				
450,000	INTL POWER CV REG-S 4.75 08-15 05/06S	EUR	1,092,313.22	4.66%
380,000	LONZA FIN CV 1.50 05-09 15/07A	CHF	276,193.74	1.18%
919,000	SHIRE CV 2.75 07-14 09/05S	USD	280,129.09	1.19%
535,990.39			535,990.39	2.29%
<i>Isole Caiman</i>				
300,000	NERO FINANCE CV 4.50 08-13 15/04A	EUR	201,880.42	0.86%
201,880.42			201,880.42	0.86%
<i>Lussemburgo</i>				
465,000	FINMECCANICA CV 0.375 03-10 08/08A	EUR	680,359.61	2.90%
370,000	THE SWATCH GROUP CONV 2.625 03-10 15/10A	CHF	428,529.70	1.83%
251,829.91			251,829.91	1.07%
<i>Paesi Bassi</i>				
350,000	INFINEON TECHNO. CV 5.00 03-10 05/06A	EUR	1,761,662.53	7.51%
410,000	PARGESA NETHERL. CV 1.70 06-13 27/04A	CHF	148,613.89	0.63%
500,000	PARGESA NETHERL. CV 1.75 07-14 15/06A	CHF	234,238.28	1.00%
550,000	PORTUGAL TEL. CV 4.125 07-14 28/08S	CHF	268,933.21	1.15%
200,000	Q-CELLS INTERNATIONAL 1.375 07-12 28/02A	EUR	522,623.89	2.22%
691,000	STMICROELEC CV REG-S 0.00 06-16 23/02U	EUR	119,297.13	0.51%
467,956.13		USD	467,956.13	2.00%
<i>Portogallo</i>				
550,000	PARPUBLICA SGPS CV 2.69 05-16 16/12A	EUR	601,209.40	2.56%
601,209.40			601,209.40	2.56%
<i>Regno Unito</i>				
150,000	3I GROUP CV REG -S 3.625 08-11 29/05S	GBP	119,516.51	0.51%
119,516.51			119,516.51	0.51%
<i>Spagna</i>				
400,000	LA CAIXA CV 3.50 08-11 19/06S	EUR	385,744.96	1.65%
385,744.96			385,744.96	1.65%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
405,000	LUCENT TECHNO. CV-A- 2.75 03-23 15/06S	USD	445,762.89	1.90%
609,000	LUCENT TECHNO. CV-B- 2.75 03-25 15/06S	USD	239,546.57	1.02%
206,216.32			206,216.32	0.88%
<i>Svizzera</i>				
815,000	ADECCO FINANCIAL SERV 0.00 03-13 26/08U	CHF	562,830.22	2.40%
562,830.22			562,830.22	2.40%
<i>Ungheria</i>				
300,000	HUNGARY REGD.CV 1.00 04-09 28/09A	EUR	308,035.69	1.31%
308,035.69			308,035.69	1.31%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>84,750.00</b>	<b>0.36%</b>
<i>Lussemburgo</i>				
100,000	SONATA SECURITIES FL.R 06-36 05/05Q	EUR	84,750.00	0.36%
84,750.00			84,750.00	0.36%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>30,160.00</b>	<b>0.13%</b>
<i>Germania</i>				
-80	DJ EURO STOXX 50 JAN 2700 19.01.09 CALL	EUR	30,160.00	0.13%
-80	DJ EURO STOXX 50 JAN 2100 19.01.09 PUT	EUR	-5,680.00	-0.02%
80	DJ EURO STOXX 50 JAN 2500 19.01.09 CALL	EUR	-7,680.00	-0.03%
43,520.00			43,520.00	0.18%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			3,036,177.26	12.95%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,282,718.28</b>	<b>5.47%</b>
<i>Francia</i>				
500,000	FRANCE BTF 08-09 26/03U	EUR	494,798.93	2.11%
494,798.93			494,798.93	2.11%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
1,205	NEWS CORP REGS 144A 0.75 03-23 15/03S	USD	787,919.35	3.36%
787,919.35			787,919.35	3.36%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>1,753,458.98</b>	<b>7.48%</b>
<i>Bermuda</i>				
300,000	PETROPLUS FIN CV 3.375 08-13 26/03A	USD	246,893.54	1.05%
300,000	SEADRILL CV 3.625 07-12 08/11S	USD	137,046.77	0.58%
<i>Francia</i>				
4,349	ARTEMIS CONSEIL CV 2.00 06-11 31/07A	EUR	109,846.77	0.47%
<i>Lussemburgo</i>				
385,000	ACTELION FINANCE CV 0.00 06-11 22/11U	CHF	388,941.72	1.66%
<i>Portogallo</i>				
850,000	PARPUBLICA SGPS (SHS) 3.25 07-14 18/12A	EUR	292,065.47	1.25%
Quote parti di fondi			292,065.47	1.25%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>669,578.20</b>	<b>2.86%</b>
<i>Francia</i>				
10	CAAM VOLATILITE ACTIONS EURO CAP	EUR	669,578.20	2.86%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>18,814,336.72</b>	<b>80.26%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>708,628.25</b>
Dividendi netti	Nota 2	9,056.81
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	674,428.57
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	25,142.87
Spese		<b>734,522.02</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	525,598.38
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	22,003.22
Tassa d'abbonamento	Nota 4	14,154.78
Spese amministrative		43,569.00
Commissioni di domiciliazione		479.60
Onorari		2,867.71
Interessi bancari su conti correnti		2,548.45
Spese legali		5,009.93
Spese d'intermediazione		13,039.48
Spese di pubblicazione e stampa		7,558.64
Spese bancarie		390.01
Spese su reverse repos		85,837.18
Altre spese		11,465.64
Perdite nette da investimenti		<b>-25,893.77</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-5,284,145.82
Minusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	-31,540.86
Minusvalenze nette realizzate su opzioni	Nota 2	-246,730.48
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-616,687.42
Perdita netta realizzata		<b>-6,204,998.35</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-2,027,712.73
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze non realizzate su opzioni		-6,230.00
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-8,238,941.08</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		5,289,781.07
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		5,289,781.07
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-17,741,143.73
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		-17,616,796.05
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		-124,347.68
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-20,690,303.74</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>44,132,424.92</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>23,442,121.18</b>

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

## Commento del Gestore

Durante il 2008, la crisi del mercato finanziario e la conseguente depressione dell'economia globale hanno fatto sentire il loro peso sui mercati dell'Europa orientale. Un'ulteriore aggravante è stata che, in combinazione con la crescente avversione al rischio, gli attori del mercato si sono sbarazzati degli investimenti specialmente nei mercati emergenti. La pressione alle vendite sottocosto è arrivata in modo speciale dalla borsa russa, che si è vista negativamente influenzata dalla caduta dei prezzi del petrolio. A luglio il prezzo del petrolio raggiungeva il suo record di 147 dollari USA al barile, per poi venire negoziato a circa 38 dollari USA il barile verso la metà dicembre. Gli investitori inoltre erano preoccupati a causa del corso politico che il governo russo stava imboccando in quel momento nel tentativo di esercitare influenza su grandi società come Mechel o TNK-BP. Per finire, il conflitto militare con la Georgia ha adulterato l'appetito degli investitori nei confronti delle azioni russe. L'indice RTS, che aveva mostrato segni di forza durante il primo mese dell'anno, è entrato in caduta libera fino alla fine di luglio. Durante tutto il 2008 ha perso più del 72% del suo valore.

L'esposizione sulla Russia nel comparto Nord Est Fund - Azionario Europa dell'Est costituiva circa il 47% del volume del comparto. Di conseguenza, il comparto è stato seriamente influenzato dall'andamento di quel mercato. Mentre durante la prima metà dell'anno si era beneficiato della buona performance della borsa russa, si è visto poi inversamente influenzato duramente il secondo trimestre. Su base settoriale, il fondo manteneva in Russia le più quote di partecipazione più importanti nei settori delle telecomunicazioni e le materie prime. Quando la crisi del mercato finanziario si è fatta più seria e il rublo è divenuto oggetto di pressioni, le società di telefonia mobile hanno sofferto per il fatto di aver contratto prestiti in dollari USA mentre le entrate in dollari USA si stavano contraendo. Il settore delle materie prime, dall'altra parte, si è visto influenzato negativamente dal drammatico crollo dei prezzi del petrolio e dei metalli e prodotti minerali.

L'esposizione in Polonia costituiva circa il 16% del volume del comparto, mentre l'Ungheria il 5% circa. Comparate con il benchmark, entrambe rappresentavano un sottopeso in contrasto con la Russia. Per quanto riguarda la Polonia riteniamo che le previsioni che ne situano il PIL per il 2009 intorno al 3,4% siano troppo ottimiste. Come principale produttore a buon mercato per i paesi della UE, la Polonia risentirà specialmente della contrazione della domanda per la debolezza economica dell'Europa orientale. Su base settoriale, siamo rimasti prudenti in entrambi i paesi relativamente alle azioni del settore bancario. Di fronte al panorama di caduta dei prezzi del petrolio, gli investimenti nel Medio Oriente sono stati totalmente liquidati.

Considerate tutte le difficoltà che si profilano all'orizzonte, il gestore del Comparto Nord Est Fund - Azionario Europa dell'Est ha preferito mantenere una posizione difensiva durante il periodo in esame. Per quanto riguarda le small caps, che normalmente soffrono di più durante i periodi di agitazione, sono state liquidate. Sono stati ridotti inoltre tutti gli investimenti nei paesi di frontiera come gli stati del Baltico e l'Ucraina. Queste misure sono state accompagnate anche da un cambio del benchmark. Il nostro settore favorito era quello farmaceutico. La posizione di liquidità era relativamente alta per cui ci troveremo in una posizione comoda per poter approfittare nel momento in cui si presentino buone opportunità al riacquistare di nuovo il suo investment grade.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>20,026,308.83</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	15,930,273.43	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		34,049,883.47	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-18,119,610.04	
Depositi bancari a vista e liquidità		4,010,864.23	
Sottoscrizioni da regolare		18,745.72	
Altre voci dell'attivo		66,425.45	
Passivo			<b>303,531.66</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,439.55	
Rimborsi chiesti e non regolati		162,140.48	
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	35,785.88	
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	2,493.48	
Cambio a pronti da pagare		1,203.75	
Onorari		97,538.89	
Altre voci del passivo		1,929.63	
Valore netto d'inventario			<b>19,722,777.17</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Europa Dell'Est - Category I Quote parti a capitalizzazione	18,600.040	2,416.637	1,606.640	19,410.037
Azionario Europa Dell'Est - Category R Quote parti a capitalizzazione	2,003,793.330	749,015.929	1,138,361.585	1,614,447.674

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	19,722,777.17	81,888,325.78	52,727,311.34
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		19,410.037	18,600.040	12,409.110
Valore d'inventario netto della quota parte		13.29	43.92	34.25
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,614,447.674	2,003,793.330	1,632,626.700
Valore d'inventario netto della quota parte		12.06	40.46	32.04

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			12,974,741.93	65.79%
<b>Azioni</b>			<b>12,974,741.93</b>	<b>65.79%</b>
<i>Israele</i>				
10,300	TEVA PHARMA IND.ADR	USD	315,061.44	1.60%
<i>Lettonia</i>				
17,937	GRINDEX	LVL	81,796.57	0.41%
<i>Lituania</i>				
1	BANK OF SIAULIAI AB	LTL	0.27	0.00%
115,574	BANKAS SNORAS AB	LTL	12,719.57	0.06%
70,000	CITY SERVICE -SHS-	LTL	68,726.83	0.35%
72,358	PANEVEZIO STATYBOS AB	LTL	31,434.49	0.16%
<i>Polonia</i>				
50,042	ASSECO POLAND	PLN	2,981,930.86	15.13%
1,734	GLOBE TRADE CENTRE	PLN	571,082.41	2.90%
11,500	GRUPA PEKAO	PLN	6,337.33	0.03%
172,950	HYDROBUDOWA POLSKA	PLN	349,416.16	1.77%
20,000	KGHM POLSKA MIEDZ	PLN	257,749.01	1.31%
5,721	PBG SA	PLN	135,403.88	0.69%
45,000	PEP	PLN	269,968.94	1.37%
100,000	POLISH TELECOM	PLN	214,517.88	1.09%
15,000	POLSKI KONCERN NAFTOWY	PLN	462,260.74	2.34%
59,489	POWSZECHNA KASA OSZCZEDNOSCI BANK POLSKI	PLN	92,921.63	0.47%
36,000	TETA	PLN	508,452.99	2.58%
20,776	TUP S.A	PLN	81,906.83	0.42%
<i>Regno Unito</i>				
15,000	KAZAKHMY S PLC	GBP	31,913.06	0.16%
<i>Repubblica Ceca</i>				
42,100	CESKE ENERGETICKE ZAVODY	CZK	36,377.95	0.18%
1,000	KOMERCNI BANKA	CZK	36,377.95	0.18%
32,500	TELEFONICA O2 CZECH REPUBLIC A.S.	CZK	1,852,775.08	9.39%
<i>Russia</i>				
150,000	GAZPROM OAO ADR	USD	1,229,398.33	6.23%
21,000	LUKOIL HOLDINGS ADR REPR.1 SHS	USD	110,511.63	0.56%
32,000	MECHEL OJSC ADR REPR.1 SHS	USD	512,865.12	2.60%
129,301	MMC NORILSK NICKEL ADR REPR.1/10SHS	USD	6,261,977.70	31.76%
39,500	MOBILE TELESYSTEMS ADR REPR.5 SHS	USD	1,535,891.36	7.79%
45,000	NOVOLIPETSK STEEL - GDR - REPR SHS REG S	USD	499,461.09	2.53%
36,000	PHARMSTANDARD-OKT SHS GDR SHS REG-S	USD	91,973.84	0.47%
290,000	ROSNEFT OIL-GDR-	USD	590,899.16	3.00%
53,000	SURGUTNEFTEGAZ JSC ADR -REPR.10SHS	USD	757,246.53	3.84%
35,000	URALKALIY GDR REPR.5SHS REG-S	USD	329,812.46	1.67%
180,000	VIMPEL COMMUNICATIONS SPONS ADR 1/20 SHS	USD	274,197.03	1.39%
3,000	WIMM BILL DANN FOODS	USD	781,418.41	3.96%
<i>Slovacchia</i>				
10,670	ASSECO SLOVAKIA A.S.	PLN	194,222.89	0.98%
<i>Slovenia</i>				
6,050	KRKA DD	EUR	224,078.47	1.14%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
5,000	CENTRAL EUROPEAN DISTRIBUTION CORP	USD	926,061.65	4.70%
<i>Ungheria</i>				
100,000	MAGYAR TELEKOM LTD	HUF	56,714.81	0.29%
7,500	MOL MAGYAR OLAY ES GAZIPARI -A-	HUF	33,781.27	0.17%
4,300	RICHTER GEDEON LTD	HUF	33,781.27	0.17%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			2,806,864.40	14.23%
<b>Azioni</b>			<b>2,806,864.40</b>	<b>14.23%</b>
<i>Russia</i>				
300,000	BELON OJSC	USD	2,806,864.40	14.23%
27,000	COMSTAR UNITED TELESYSTEMS (GDR)	USD	82,780.77	0.42%
3,000,000	HYDRO WGC	USD	76,632.90	0.39%
48,000	LUKOIL HOLDING	USD	44,406.12	0.23%
9,248	OPEN INVESTMENTS OAO	USD	1,103,686.14	5.59%
1,660,000	SBERBANK	USD	435,254.72	2.21%
65,000	URALKALIY OJSC	USD	882,661.49	4.47%
10,420	VEROFARM - REG.SHS	USD	84,420.13	0.43%
3,500	VOZROZHDENIYE BANK	USD	73,908.85	0.37%
			23,113.28	0.12%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Altri valori mobiliari			148,667.10	0.75%
<b>Azioni</b>			<b>148,667.10</b>	<b>0.75%</b>
	<i>Russia</i>		<i>148,667.10</i>	<i>0.75%</i>
1,000,000	SURGUTNEFTEGAZ PREF SHS	USD	148,667.10	0.75%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>15,930,273.43</b>	<b>80.77%</b>

Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>1,332,813.64</b>
Dividendi netti	Nota 2	1,209,484.50
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	123,329.14
Spese		<b>1,884,929.39</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,037,834.15
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	99,673.37
Tassa d'abbonamento	Nota 4	20,442.72
Spese amministrative		56,696.40
Commissioni di domiciliazione		941.63
Onorari		6,175.65
Interessi bancari su conti correnti		5,903.22
Spese legali		13,415.48
Spese d'intermediazione		382,616.43
Spese di pubblicazione e stampa		12,828.79
Spese bancarie		1,948.23
Spese su reverse repos		133,105.65
Altre spese		113,347.67
Perdite nette da investimenti		<b>-552,115.75</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-18,792,522.57
Plusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	1,591,710.16
Perdita netta realizzata		<b>-17,752,928.16</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-31,509,020.71
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-49,261,948.87</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		21,411,900.07
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		63,999.94
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		21,347,900.13
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-34,315,499.81
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		-45,764.48
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		-34,269,735.33
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-62,165,548.61</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>81,888,325.78</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>19,722,777.17</b>

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

## Commento del Gestore

### Scenario di mercato

L'indice S&P 500 è caduto in modo sostanziale durante il 2008, a seguito del collasso e del quasi collasso di una lunga serie di istituti finanziari di primo piano e l'aumento degli indizi di un rallentamento in gran parte dell'economia USA. La performance del mercato nel 2008 è stata una delle peggiori in anni. Il massiccio intervento statale nei mercati finanziari, che ha incluso iniezioni di liquidità nei principali istituti finanziari, ha azzerato di fatto il tasso di riferimento dei Fed Funds (fondi federali americani) e la forte concessione di prestiti al sistema finanziario hanno stimolato una ripresa economica verso la fine dell'anno. Durante l'ultimo trimestre dell'anno, i titoli del settore finanziario e ciclici hanno registrato significativa sottoperformance difensiva, ma tutti i settori sono andati male. Una volta chiusosi il 2008, la disoccupazione negli USA ha battuto tutti i record degli ultimi 26 anni, i prezzi delle case e i volumi di produttività hanno sofferto una brusca contrazione, e il National Bureau of Economic Research annunciava che la più grande economia del mondo era tecnicamente entrata in recessione a dicembre del 2007.

### Performance

La sottoperformance di quest'anno si è dovuta alla selezione di azioni nei settori consumer discretionary (beni di consumo voluttuari o ciclici), finanziario, consumer staples (beni di consumo non ciclici) e delle telecomunicazioni.

Con il peggioramento della situazione economica nel corso dell'anno, le nostre partecipazioni nel settore consumer discretionary, in particolare nella distribuzione, hanno dovuto affrontare condizioni sempre più difficili. All'interno del settore, continuiamo in sovrappeso sui media, concentrandoci su dei forti generatori di flussi di cassa con potenziale crescita degli utili a lungo termine.

Nel settore finanziario, i multipli elevati e la dubbiosa qualità degli utili ci impongono di evitare le società che avevano fatto maggior ricorso al leverage, ma la nostra partecipazione in AIG ha contribuito fortemente al cattivo andamento della performance nel settore. Manteniamo una cauta esposizione al settore finanziario. Fintanto che le quotazioni scendono, stiamo aspettando maggior chiarezza nelle pubblicazioni dei bilanci e migliori punti di entrata.

La sottoperformance nel settore delle telecomunicazioni è stata dovuta alla nostra partecipazione in Sprint Nextel, che quest'anno è caduta in modo significativo. Guardando al settore nel suo complesso tuttavia, alcune società selezionate continuano ad essere scambiate a quotazioni pesantemente scontate mentre continuano a generare alti flussi di cassa liberi con forte potenziale di utili a lungo termine.

La nostra selezione di titoli del settore tecnologico, energetico e sanitario hanno contribuito a una performance relativa durante l'anno.

Le società tecnologiche su cui ci siamo concentrati, come Oracle, presentano bilanci solidi, eccitanti cicli di nuovi prodotti ed alti rendimenti da flussi di cassa liberi, che le posizionano bene per una crescita di lunga durata basata sull'autofinanziamento. Queste società sono inoltre economicamente meno sensibili di quelle di molti altri settori.

Nel settore energetico, la nostra partecipazione in Chevron si è rivelata vantaggiosa. Rimaniamo assai attenti alla nostra esposizione al settore e cerchiamo di evitare aree momentum-driven come i titoli E&P (società di esplorazione e produzione) che sono fortemente vincolati al prezzo del petrolio. Abbiamo scoperto opportunità sottovalutate nelle società integrated oil, oltre che in titoli selezionati con bassi multipli nel settore del gas naturale.

## Commento del Gestore

Abbiamo privilegiato il settore sanitario, in special modo quello farmaceutico, per le sue vantaggiosissime quotazioni a prezzo d'affare, alti flussi di cassa liberi e le favorevoli statistiche demografiche. La nostra tesi d'investimento ha iniziato a materializzarsi nel 2008, con le partecipazioni nelle società Watson e Amgen che hanno segnato delle forti performance.

Anche la mancata esposizione nel settore delle materie prime ha contribuito alla performance relativa. Abbiamo visto come il settore, in special modo le azioni del metallurgico e minerario venivano sopravvalutate per lungo tempo. Il nostro sottopeso si è rivelato positivo dato che il rallentamento della crescita economica globale ha provocato una brusca caduta dei prezzi delle materie prime, contrarrestando il forte momentum dei prezzi che il gruppo di materie prime aveva sperimentato durante gli ultimi anni.

### Previsioni

Come sempre, il nostro obiettivo non è quello di speculare sull'andamento dell'economia o seguire le tendenze o il momentum del mercato, bensì quello di mantenere il nostro foco di attenzione nello scoprire titoli con prezzi fortemente scontati rispetto al potenziale di utili delle società su un orizzonte di lungo termine. In qualità di investitori con un approccio disciplinato di tipo bottom-up, noi continuiamo a concentrarci sulla valutazione, potenziale di utili, generazione di flussi di cassa e solidità finanziaria di titoli individuali. Per citare le parole di Sir John Templeton, "Per coloro che sono ben preparati, un mercato azionario al ribasso non è una calamità, bensì un'opportunità". Pertanto, nel 2009 continueremo a concentrarci in quelle aree in cui le aspettative a breve termine sono più tette ma dove le nostre investigazioni rivelano che i problemi sono temporanei. Riteniamo che mantenere questa prospettiva di approccio obiettiva sia il modo migliore per scoprire grossi rendimenti a lungo termine per i nostri clienti.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Azionario Stati Uniti  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>9,541,420.47</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	8,793,319.00	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		16,151,493.71	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-7,358,174.71	
Depositi bancari a vista e liquidità		725,318.36	
Sottoscrizioni da regolare		7,984.26	
Altre voci dell'attivo		14,798.85	
Passivo			<b>23,856.28</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4	1,180.08	
Rimborsi chiesti e non regolati		2,253.74	
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	16,504.14	
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	989.32	
Cambio a pronti da pagare		554.02	
Onorari		497.32	
Altre voci del passivo		1,877.66	
Valore netto d'inventario			<b>9,517,564.19</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Stati Uniti - Category I Quote parti a capitalizzazione	27,541.530	782.778	3,167.890	25,156.418
Azionario Stati Uniti - Category R Quote parti a capitalizzazione	2,173,987.160	1,653,690.006	1,101,439.890	2,726,237.276

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	9,517,564.19	12,785,045.38	14,290,346.71
<b>Azionario Stati Uniti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		25,156.418	27,541.530	247,696.730
Valore d'inventario netto della quota parte		3.83	6.33	7.72
<b>Azionario Stati Uniti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,726,237.276	2,173,987.160	1,721,751.430
Valore d'inventario netto della quota parte		3.46	5.80	7.19

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			8,793,319.00	92.39%
<b>Azioni</b>			<b>8,793,319.00</b>	<b>92.39%</b>
<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>				
27,460	DR PEPPER SNAPPLE GROUP (WHEN ISSUED)	USD	723,855.72	7.61%
20,900	KRAFT FOODS INC	USD	320,633.04	3.37%
<i>Arti grafiche e case editrici</i>				
36,720	TIME WARNER INC	USD	403,222.68	4.24%
<i>Assicurazioni</i>				
34,960	AMERICAN INTERNATL GROUP INC	USD	265,433.07	2.79%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>				
3,500	AMERICAN EXPRESS CO COM.	USD	265,433.07	2.79%
21,893	BANK OF AMERICA CORP	USD	39,438.96	0.41%
6,150	JPMORGAN CHASE & CO	USD	39,438.96	0.41%
<i>Beni di consumo vari</i>				
14,630	AVON PRODUCTS INC. COM.	USD	407,478.58	4.28%
<i>Biotecnologia</i>				
7,960	AMGEN INC	USD	46,651.58	0.49%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>				
8,200	GAP INC	USD	221,494.17	2.33%
88,030	OFFICE DEPOT	USD	139,332.83	1.46%
39,310	PIER 1 IMPORTS INC	USD	252,611.12	2.65%
<i>Costruzioni meccaniche</i>				
3,920	PENTAIR INC	USD	252,611.12	2.65%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>				
18,130	ARROW ELECTRONICS INC	USD	330,308.26	3.47%
<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>				
7,477	TYCO INTL - SHS WHEN ISSUED	USD	330,308.26	3.47%
<i>Energia ed acqua</i>				
40,520	EL PASO CORP	USD	277,841.56	2.92%
<i>Holding e società finanziarie</i>				
33,690	GENERAL ELECTRIC CO	USD	78,894.88	0.83%
7,190	MERRILL LYNCH & CO INC	USD	188,495.65	1.98%
6,520	MORGAN STANLEY	USD	10,451.03	0.11%
<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>				
49,700	BOSTON SCIENTIFIC CORP	USD	66,671.27	0.70%
7,530	CARDINAL HEALTH INC	USD	66,671.27	0.70%
13,530	COOPER COMPANIES INC	USD	245,433.07	2.58%
15,870	MERCK AND CO INC/NJ	USD	245,433.07	2.58%
38,270	PFIZER INC	USD	116,047.42	1.22%
23,050	WATSON PHARMACEUTICALS	USD	116,047.42	1.22%
<i>Internet e servizi di Internet</i>				
32,740	MICROSOFT CORP	USD	227,974.13	2.40%
31,630	ORACLE CORP	USD	227,974.13	2.40%
<i>Petrolio</i>				
7,860	CHEVRON CORP	USD	527,448.74	5.54%
<i>Salute e servizi sociali</i>				
58,700	HEALTH MANAGEMENT ASSOCIATES INC -A-	USD	392,166.42	4.12%
16,050	LIFEPOINT HOSPITALS	USD	60,136.24	0.63%
43,390	TENET HEALTHCARE CORP	USD	75,146.08	0.79%
<i>Servizi diversi</i>				
51,510	NEWS CORP -A- WHEN ISSUED	USD	1,896,081.99	19.92%
<i>Settori vari</i>				
5,267	TYCO ELECTRONICS LTD WHEN ISSUED	USD	276,408.71	2.90%
<i>Tessile ed abbigliamento</i>				
77,240	LIZ CLAIBORNE INC.	USD	186,505.07	1.96%
<i>Trasmissione delle informazioni</i>				
1,080	AT AND T INC	USD	159,439.53	1.68%
62,060	SPRINT NEXTEL 1 SHS-SERIES 1	USD	159,439.53	1.68%
113,250	TELLABS INC	USD	346,660.92	3.64%
16,450	VIACOM -B- WHEN ISSUED	USD	487,002.73	5.12%
<i>Trasporti</i>				
4,300	FEDEX CORP	USD	440,065.03	4.62%
4,700	UNITED PARCEL SERVICE INC	USD	860,289.94	9.04%
<i>Veicoli stradali</i>				
6,360	GENUINE PARTS CO	USD	457,329.60	4.81%
			402,960.34	4.23%
			417,765.47	4.39%
			417,765.47	4.39%
			374,760.01	3.94%
			75,499.75	0.79%
			263,405.91	2.77%
			35,854.35	0.38%
			336,441.69	3.53%
			336,441.69	3.53%
			61,348.04	0.64%
			61,348.04	0.64%
			144,301.21	1.52%
			144,301.21	1.52%
			664,278.80	6.98%
			22,116.84	0.23%
			81,605.09	0.86%
			335,266.22	3.52%
			225,290.65	2.37%
			384,491.63	4.04%
			198,207.23	2.08%
			186,284.40	1.96%
			173,018.32	1.82%
			173,018.32	1.82%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

## Portafoglio titoli al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>8,793,319.00</b>	<b>92.39%</b>

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>177,686.80</b>
Dividendi netti	Nota 2	162,895.04
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	3,660.21
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	3,755.63
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	7,375.92
Spese		<b>351,107.06</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	237,254.56
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	15,613.90
Tassa d'abbonamento	Nota 4	5,345.72
Spese amministrative		29,924.56
Commissioni di domiciliazione		149.05
Onorari		1,441.78
Interessi bancari su conti correnti		62.54
Spese legali		1,664.80
Spese d'intermediazione		13,426.13
Spese di pubblicazione e stampa		5,922.40
Spese bancarie		141.53
Spese su reverse repos		30,522.37
Altre spese		9,637.72
Perdite nette da investimenti		<b>-173,420.26</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-1,293,359.14
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-296,794.79
Perdita netta realizzata		<b>-1,763,574.19</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-4,396,593.10
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-6,160,167.29</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		8,321,302.29
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		4,000.00
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		8,317,302.29
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,428,616.19
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		-13,305.14
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		-5,415,311.05
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-3,267,481.19</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>12,785,045.38</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>9,517,564.19</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Giappone**

## Manager's Report

### RASSEGNA DELLA PERFORMANCE

Nei dodici mesi archiviati il 31 dicembre la performance del Fondo è stata inferiore a quella del suo indice di riferimento, il TOPIX Total Return Index (Euro). Questo risultato deludente è stato determinato dall'allocazione settoriale, che evidenziava una sovrapponderazione dei titoli legati all'esportazione e una sottoponderazione di quelli legati ai mercati nazionali e difensivi. Hanno influito negativamente sulla performance relativa il settore Apparecchi elettrici, nel quale il Fondo aveva investito maggiormente, e la sottoponderazione di Energia elettrica e Gas nonché di Informazioni e Comunicazioni. La sovrapponderazione di Costruzioni e Farmaceutici ha contribuito positivamente alla performance, senza tuttavia riuscire a compensare completamente l'effetto negativo menzionato qui sopra. La selezione dei titoli è stata positiva per la performance del portafoglio. Furukawa Electric nei Metalli non ferrosi, Hitachi Capital in Altre attività finanziarie, Obayashi nelle Costruzioni e Familymart nel Commercio al dettaglio sono stati i titoli più benefici. È stata favorevole anche la selezione dei titoli nel settore degli Apparecchi elettrici. Nissan Motor, una casa automobilistica mondiale, Daikin, un fabbricante di condizionatori d'aria mondiale e Mitsubishi Corp, uno dei maggiori gruppi commerciali giapponesi sono stati invece i titoli decisamente più penalizzanti, risentendo dell'indebolimento dell'economia globale e del brusco calo dei prezzi delle risorse naturali.

### RASSEGNA DEL MERCATO

Rispetto alla chiusura dell'anno precedente, l'indice TOPIX ha perso il 41,77% ed è sceso all'859,24, mentre il Nikkei 225 ha perso il 42,12% scendendo a 8.859,56, il calo più notevole vertiginoso dalla fine della seconda guerra mondiale.

L'onda d'urto nata dalla crisi finanziaria negli USA e in Europa è arrivata a colpire i paesi emergenti e il deterioramento dell'economia è diventato un problema di portata globale. I titoli giapponesi hanno ancora resistito abbastanza bene nel primo semestre 2008, beneficiando del taglio dei tassi di emergenza della Fed e delle misure adottate dal governo statunitense per sostenere il mercato azionario, malgrado qualche frenata causata dalle perdite sempre maggiori di istituti finanziari di prim'ordine, dall'abbassamento del rating creditizio di società di assicurazioni monoline negli USA e dal collasso di Bear Stearns a marzo. Ai primi di giugno in particolare il TOPIX ha toccato un nuovo massimo annuale, salendo a 1430. Nella scia della bancarotta di Lehman Brothers a settembre e della mancata approvazione del piano di salvataggio presentato dal governo statunitense per riportare stabilità nel sistema finanziario a ottobre il mercato è piombato in caduta libera; gli investitori si sono riversati in massa in investimenti sicuri e si è scatenata la corsa degli istituti finanziari al deleverage. Le vendite massicce degli investitori in azioni in tutto il mondo e la liquidazione dei fondi hedge hanno provocato un calo dei prezzi dei titoli azionari dopo lo shock di Lehman, e il repentino rialzo dello yen ha colpito duramente le blue chip giapponesi, molto legate alle esportazioni. La crisi della finanza si è allargata ai paesi emergenti e l'economia reale ha sofferto per una brusca inversione che con una velocità senza precedenti ha provocato un rallentamento della produzione industriale e il deterioramento di altre cifre dell'economia in Giappone. Le aziende più importanti hanno comunicato correzioni al ribasso delle stime dei ricavi, tagli della produzione e piani di ristrutturazione; per la prima volta negli ultimi settant'anni Toyota Motor ha comunicato una perdita operativa consolidata. Lo yen è schizzato in alto guadagnando il 25% sul dollaro dalla fine del 2007 e i prezzi del petrolio hanno perso più del 50% dall'inizio dell'anno, trascinando a picco i titoli legati alle esportazioni e alle risorse naturali. I titoli legati al mercato interno e quelli difensivi si sono mantenuti relativamente stabili nel corso dell'anno.

## Manager's Report

### ATTIVATA DEL PORTAFOGLIO

Abbiamo ridotto l'esposizione a titoli i cui ricavi potrebbero subire ulteriori correzioni al ribasso a seguito della crisi dell'economia mondiale. Abbiamo invece irrobustito l'esposizione a titoli per i quali il rapporto tra redditività e ricavi potrebbe migliorare malgrado la contrazione dell'economia mondiale. Dal punto di vista settoriale ci siamo spostati da titoli legati all'esportazione, quali ad esempio Apparecchi elettrici e Attrezzature per i trasporti, a settori orientati al mercato interno, quali le Costruzioni. Per quanto riguarda le vendite e gli acquisti di titoli, abbiamo sfoltito Nissan Motor (una casa automobilistica), Panasonic e Sony (aziende leader nella fabbricazione di apparecchi elettrici) irrobustendo invece Obayashi (un grande imprenditore generale), Mitsubishi Heavy Industries (il maggior produttore di meccanica pesante generale) e NTT (la principale società di telecomunicazioni).

### STRATEGIA E PROSPETTIVE

Nel 2008 i risultati per un singolo anno delle azioni giapponesi hanno registrato un calo record. Il drastico disimpegno degli investitori esteri, che possedevano circa il 28% della capitalizzazione di mercato, l'assenza virtuale di compratori nazionali e la sensibilità dei mercati azionari giapponesi all'attività economica di tutto il resto del mondo sono stati i motivi principali delle vendite massicce. Tuttavia le fonti dei ricavi dei grandi gruppi giapponesi già da diversi anni si erano andate decisamente spostando dai paesi sviluppati alle economie emergenti. I problemi della maggior parte delle economie dei paesi sviluppati sono di natura strutturale, mentre nei paesi emergenti sono perlopiù ciclici, rispecchiando la relativa mancanza di fonti di finanziamento nella regione. Gli istituti finanziari giapponesi non sono stati troppo coinvolti dalla crisi del credito mondiale, mentre i grandi gruppi mantengono una forte liquidità e sono in una situazione decisamente invidiabile considerando i problemi dei bilanci in altri paesi sviluppati. Ha rispecchiato questa robustezza relativa nel 2008 la vivacità delle fusioni e acquisizioni, soprattutto riguardo agli acquisti effettuati all'estero, man mano che in tutto il mondo i prezzi delle attività erano sempre meno giustificati e offrivano opportunità di acquisti interessanti in prospettiva della crescita futura. I bilanci delle aziende giapponesi oggi appaiono poco indebitati, i rendimenti sono notevolmente superiori ai titoli di stato a 10 anni e i prezzi delle negoziazioni sono inferiori ai valori contabili, toccando minimi pluridecennali. Mentre si dovranno ancora affrontare notevoli venti contrari e una ripresa a v dell'economia mondiale è piuttosto improbabile per il 2009, le azioni giapponesi possono offrire un "porto sicuro" considerando le posizioni sottoponderate della maggior parte degli investitori, le valutazioni convenienti e l'orientamento del benchmark, decisamente sensibile a una potenziale attività economica.

Luxembourg 7 settembre 2009

#### RISERVATO AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Le informazioni fornite rispecchiano le opinioni del gestore di portafoglio al momento della redazione di questo documento. Tali opinioni possono ovviamente cambiare a seguito di variazioni delle circostanze e delle condizioni del mercato. Soggetto a variazioni giornaliere. Fornito unicamente a scopo informativo e da non ritenersi come raccomandazione all'acquisto o alla vendita dei titoli citati o di titoli dei settori indicati qui sopra. Morgan Stanley offre servizi completi per titoli ed è impegnata in un'ampia gamma di servizi finanziari, inclusi ad esempio la compravendita di titoli e attività di intermediazione, servizi di banca d'investimento, ricerca e analisi, servizi di finanziamento e consulenza finanziaria. L'investimento in paesi esteri comporta certi rischi, tra cui i controlli sui cambi e le variazioni dei tassi, restrizioni all'investimento estero, vigilanza e regolamentazione governativa minori, maggiore illiquidità e possibilità di volatilità di mercato e instabilità politica. I dati relativi al portafoglio si basano su un conto figurativo e possono variare per i conti clienti a causa di differenze dei benchmark, delle direttive o di limitazioni imposte dalla politica. La performance realizzata in passato non è una garanzia di quella futura.

# Nord Est Fund Azionario Giappone

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>9,486,323.93</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		9,400,764.00
<i>Prezzo d'acquisto</i>			<i>14,574,201.17</i>
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			<i>-5,173,437.17</i>
Depositi bancari a vista e liquidità			76,920.88
Altre voci dell'attivo			8,639.05
Passivo			<b>50,109.23</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		1,127.29
Rimborsi chiesti e non regolati			29,125.16
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		15,940.32
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		986.28
Cambio a pronti da pagare			552.32
Onorari			500.34
Altre voci del passivo			1,877.52
Valore netto d'inventario			<b>9,436,214.70</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Azionario Giappone - Category I Quote parti a capitalizzazione	109,450.260	1,767.244	27,794.485	83,423.019
Azionario Giappone - Category R Quote parti a capitalizzazione	1,767,876.230	472,056.040	665,277.300	1,574,654.970

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	9,436,214.70	15,225,360.44	23,184,150.53
<b>Azionario Giappone - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		83,423.019	109,450.260	121,055.550
Valore d'inventario netto della quota parte		6.26	8.79	9.70
<b>Azionario Giappone - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,574,654.970	1,767,876.230	2,437,391.700
Valore d'inventario netto della quota parte		5.66	8.07	9.03

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			9,400,764.00	99.62%
<b>Azioni</b>			<b>9,400,764.00</b>	<b>99.62%</b>
<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>			<i>154,216.24</i>	<i>1.63%</i>
3,800	HOUSE FOOD INDUSTRIAL CO LTD	JPY	47,919.53	0.51%
10,000	NIPPON MEAT PACKERS INC., OSAKA	JPY	106,296.71	1.12%
<i>Arti grafiche e case editrici</i>			<i>202,239.94</i>	<i>2.14%</i>
15,000	DAI NIPPON PRINTING CO LTD	JPY	115,884.72	1.22%
3,100	NISSHA PRINTING LTD	JPY	86,355.22	0.92%
<i>Articoli per ufficio e computer</i>			<i>644,811.45</i>	<i>6.83%</i>
64,000	FUJITSU LTD	JPY	216,665.36	2.30%
73,000	NEC CORP	JPY	171,092.72	1.81%
89,000	TOSHIBA CORP	JPY	257,053.37	2.72%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>			<i>141,902.55</i>	<i>1.50%</i>
16,200	HITACHI CAPITAL CORP	JPY	141,902.55	1.50%
<i>Beni di consumo vari</i>			<i>84,872.44</i>	<i>0.90%</i>
13,100	YAMAHA CORP.	JPY	84,872.44	0.90%
<i>Case di trading varie</i>			<i>452,595.12</i>	<i>4.80%</i>
49,000	MARUBENI CORP	JPY	129,923.46	1.38%
27,400	mitsubishi corp	JPY	267,684.62	2.84%
8,000	NAGASE CO LTD	JPY	54,987.04	0.58%
<i>Chimica</i>			<i>666,916.75</i>	<i>7.07%</i>
34,000	DAICEL CHEMICAL INDUSTRIES LTD	JPY	113,493.63	1.20%
59,000	DENKI KAGAKU KOGYO KK	JPY	101,033.17	1.07%
31,000	KANEKA CORP	JPY	139,440.45	1.48%
9,200	LINTEC CORP	JPY	89,371.30	0.95%
20,200	SHIN-ETSU POLYMER	JPY	68,544.41	0.73%
44,000	TEIJIN LTD	JPY	87,152.25	0.92%
34,000	TOYO INK MFG CO LTD	JPY	67,881.54	0.72%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>			<i>197,473.56</i>	<i>2.09%</i>
6,400	FAMILYMART CO LTD	JPY	197,473.56	2.09%
<i>Costruzioni meccaniche</i>			<i>913,792.63</i>	<i>9.69%</i>
34,000	AMADA CO LTD	JPY	115,371.78	1.22%
19,000	DAIFUKU CO	JPY	77,516.89	0.82%
11,900	DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	217,395.31	2.31%
2,700	FUJI MACHINE MFG CO LTD	JPY	16,406.15	0.17%
39,000	MINEBEA CO LTD	JPY	93,867.81	0.99%
101,000	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES LTD	JPY	314,826.07	3.35%
36,000	TSUBAKIMOTO CHAIN CO	JPY	78,408.62	0.83%
<i>Edilizia e materiali da costruzione</i>			<i>1,085,133.93</i>	<i>11.51%</i>
9,400	KURITA WATER INDUSTRIES LTD	JPY	176,545.65	1.87%
13,000	KYUDENKO CORP	JPY	75,402.01	0.80%
9,000	MAEDA ROAD CONSTRUCTION CO LTD	JPY	63,991.09	0.68%
53,000	NIPPON SHEET GLASS CO LTD	JPY	121,708.55	1.29%
60,000	OBAYASHI CORP	JPY	250,945.46	2.67%
9,000	SANKI ENGINEERING CO LTD	JPY	44,744.05	0.47%
41,000	SEKISUI CHEMICAL CO LTD	JPY	179,891.59	1.91%
28,000	SEKISUI HOUSE LTD	JPY	171,905.53	1.82%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>			<i>1,948,063.53</i>	<i>20.65%</i>
13,000	CANON INC	JPY	284,168.11	3.01%
16,100	CASIO COMPUTER CO LTD	JPY	71,021.51	0.75%
57,000	HITACHI LTD	JPY	155,183.72	1.64%
3,700	KYOCERA CORP	JPY	186,283.60	1.97%
1,600	NINTENDO CO LTD	JPY	426,133.79	4.53%
25,000	PANASONIC CORP	JPY	219,577.27	2.33%
25,000	RICOH CO LTD	JPY	221,747.40	2.35%
3,700	ROHM CO LTD	JPY	131,391.25	1.39%
4,000	RYOSAN COMPANY LTD.	JPY	67,707.93	0.72%
6,100	SONY CORP	JPY	92,519.96	0.98%
3,600	TDK CORP	JPY	92,328.99	0.98%
<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>			<i>383,082.44</i>	<i>4.06%</i>
55,000	FURUKAWA ELECTRIC CO LTD	JPY	186,196.79	1.98%
7,100	HITACHI HIGH-TECHNOLOGIES	JPY	79,616.79	0.84%
9,700	mitsumi electric co ltd	JPY	117,268.86	1.24%
<i>Energia ed acqua</i>			<i>78,124.53</i>	<i>0.83%</i>
3,300	TOKYO ELECTRIC POWER	JPY	78,124.53	0.83%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i> Holding e società finanziarie </i>		622,226.36	6.59%
14,600	DAIICHI SANKYO CO LTD	JPY	241,949.30	2.56%
11,000	FUJIFILM HOLDINGS CORP	JPY	169,269.81	1.79%
34,000	MITSUBISHI CHEMICAL HOLDINGS CORP	JPY	105,444.44	1.12%
39,000	SANWA HOLDING CORP	JPY	105,562.81	1.12%
	<i> Industria farmaceutica e cosmetica </i>		464,588.42	4.92%
9,400	ASTELLAS PHARMA	JPY	269,269.21	2.85%
5,300	ONO PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	195,319.21	2.07%
	<i> Industria mineraria </i>		75,520.38	0.80%
33,000	NIPPON STEEL CORP	JPY	75,520.38	0.80%
	<i> Metalli non ferrosi </i>		82,638.39	0.88%
56,000	MITSUI MINING & SMELTING CO LTD	JPY	82,638.39	0.88%
	<i> Servizi diversi </i>		54,147.40	0.57%
3,600	TOHO CO	JPY	54,147.40	0.57%
	<i> Tessile ed abbigliamento </i>		53,029.98	0.56%
10,000	NISSHINBO IND.	JPY	53,029.98	0.56%
	<i> Trasmissione delle informazioni </i>		206,816.93	2.19%
56	NIPPON TELEGRAPH AND TELEPHONE CORP	JPY	206,816.93	2.19%
	<i> Trasporti </i>		195,737.46	2.07%
36	EAST JAPAN RAILWAY CO	JPY	195,737.46	2.07%
	<i> Veicoli stradali </i>		692,833.57	7.34%
9,200	NIFCO INC	JPY	65,122.71	0.69%
37,400	NISSAN MOTOR CO LTD	JPY	94,443.88	1.00%
14,300	SUZUKI MOTOR CORP	JPY	138,575.55	1.47%
4,900	TOYODA GOSEI CO LTD	JPY	40,214.40	0.43%
12,800	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	293,432.57	3.10%
8,300	YAMAHA MOTOR CO LTD	JPY	61,044.46	0.65%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>9,400,764.00</b>	<b>99.62%</b>

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>255,918.44</b>
Dividendi netti	Nota 2	252,788.97
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	3,129.47
Spese		<b>355,822.10</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	236,305.26
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	19,909.81
Tassa d'abbonamento	Nota 4	5,232.91
Spese amministrative		30,125.83
Commissioni di domiciliazione		170.64
Onorari		1,653.17
Interessi bancari su conti correnti		548.44
Spese legali		1,604.62
Spese d'intermediazione		13,991.53
Spese di pubblicazione e stampa		3,393.61
Spese bancarie		675.77
Spese su reverse repos		35,477.43
Altre spese		6,733.08
Perdite nette da investimenti		<b>-99,903.66</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-659,714.00
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-188,033.63
Perdita netta realizzata		<b>-947,651.29</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-3,344,171.27
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-4,291,822.56</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		3,283,269.42
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		<i>14,010.51</i>
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		<i>3,269,258.91</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-4,780,592.60
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		<i>-220,182.80</i>
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		<i>-4,560,409.80</i>
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-5,789,145.74</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>15,225,360.44</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>9,436,214.70</b>

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

## Commento del Gestore

Gennaio:

Il nuovo anno si è aperto con pessime notizie per i corporate bond (obbligazioni societarie), dato che è continuata l'agitazione nel mercato, i deboli mercati azionari sono stati trascinati giù dai mercati del credito e i settori finanziari e ciclici hanno specialmente sofferto. Non hanno contribuito alla situazione nemmeno le massicce svalutazioni contabili del settore finanziario che hanno raggiunto livelli da record, la recessione negli USA e la prospettiva di un rallentamento della crescita globale, tutti fattori che hanno turbato in cosiddetto "sentiment" nel mercato dei corporate bond. Nonostante queste dure condizioni, continuiamo a vedere una gran quantità di valore nei corporate bond, in particolar modo in quelli difensivi e di breve duration. Siamo sottopeso nel settore dei titoli a lunga scadenza (29.01.2008).

Febbraio:

I mercati del credito sono rimasti sotto pressione. In combinazione con la stabilizzazione dei mercati azionari, i rendimenti sono aumentati. A causa della sua duration superiore comparata con il benchmark, il Comparto ha registrato una modesta sottoperformance in questi investimenti. L'aumento dei premi di rischio è continuato, dovuto alle massicce svalutazioni contabili del settore finanziario che hanno raggiunto livelli da record, la recessione negli USA e la prospettiva di un rallentamento della crescita globale. Nonostante queste dure condizioni, continuiamo a vedere una gran quantità di valore nei corporate bond, in particolar modo in quelli difensivi e di breve duration. Siamo sottopeso nel settore dei titoli a lunga scadenza (26.02.2008).

Marzo:

La situazione dei mercati del credito continua ad essere difficile. Nonostante la massiccia iniezione di liquidità da parte delle banche centrali, l'acquisto di Bear Stearns da parte di JP Morgan e la buona crescita economica nella Zona Euro, i premi di rischio ai titoli di stato stanno andando di nuovo su di giri, con la caduta dei prezzi dei titoli azionari che accumula ancor più pressione sui corporate bond. Il robusto recupero degli indici dei derivative credits (contratti di credito derivato) nella seconda metà del mese tuttavia potrebbe alimentare alcune speranze sulla stabilizzazione del mercato spot o a pronti. Con un rendimento intorno al 6%, questa classe di asset sta offrendo un premio storicamente altissimo comparato con i titoli di stati (27.03.2008).

Aprile:

La situazione dei mercati del credito è migliorata considerevolmente ad aprile. L'intervento decisivo delle banche centrali, che ha portato a massicce iniezioni di liquidità ed operazioni di salvataggio come per Bear Stearns, si è riflessa in una restrizione degli spread del credito. Anche il numero di nuove emissioni è aumentato fortemente, e nuovi strumenti continuano a venire prezzati a dei costi assai attraenti se comparati con il mercato secondario. Prevediamo di assistere alla continuazione della sovraperformance del mercato del credito rispetto ai titoli di stato e come le nuove emissioni costituiranno l'opzione più attraente per i nuovi investimenti. Il mercato dei derivati è già ben in testa nella curva e riteniamo vi sia potenziale per una correzione a medio termine (28.04.2008).

Maggio:

La situazione dei mercati del credito ha continuato a migliorare a maggio. Parallelamente al rimbalzo dei mercati azionari, i premi di rischio comparati con i titoli di stato sono scesi considerevolmente. Un buon numero di nuove emissioni ha raggiunto un alto volume simile a quello del mese precedente, ma i premi sulle nuove emissioni si sono assottigliati in combinazione con gli spread più stretti. Prevediamo di assistere alla continuazione della sovraperformance del mercato del credito rispetto ai titoli di stato. Ciononostante siamo diventati più esigenti per quanto riguarda le nuove emissioni e ci stiamo concentrando di più su titoli difensivi e con scadenze più brevi (28.05.2008).

## Commento del Gestore

Giugno:

A giugno il mercato del credito europeo ha sofferto a causa delle crescenti pressioni inflazionistiche provenienti dai massicci aumenti dei prezzi del petrolio e da un leggero contromovimento nei premi di rischio, dopo un rally di recupero dei corporate bond dalla metà di maggio. La duration piuttosto lunga del Comparto ha avuto un impatto negativo, ma è stato compensato dai contributi attivi provenienti dalle strategie di credito. Riteniamo che le attuali valutazioni relative al mercato del credito siano attraenti a medio termine. Ciononostante siamo diventati più selettivi per quanto riguarda le nuove emissioni e ci stiamo concentrando di più su titoli difensivi e con scadenze più brevi (27.06.2008).

Luglio:

Il mercato del credito europeo è stato in grado di disaccoppiarsi piuttosto bene dai mercati azionari a luglio. Mentre le azioni sono cadute sperimentando nuovi minimi, gli spread sui crediti si sono considerevolmente ristretti rispetto a marzo. Il mercato sembra aver scontato più svalutazioni contabili nel settore bancario e il peggioramento delle condizioni economiche, anche se la performance degli strumenti del settore finanziario è stata ancora peggiore di quella dei valori non finanziari.

Riteniamo che le attuali valutazioni relative al mercato del credito siano attraenti a medio termine. Per quanto riguarda i nuovi investimenti tuttavia, ci stiamo concentrando principalmente sul mercato primario, che continua ad offrire premi attraenti sulle nuove emissioni (29.07.2008).

Agosto:

La calma estiva si è fatta sentire sui mercati del credito in Europa durante agosto. Praticamente non ci sono state nuove emissioni, e la media dei premi di rischio si è ampliata marginalmente. I titoli finanziari hanno continuato la loro sovraperformance comparati con i non finanziari. La duration significativamente più lunga del Comparto ha avuto effetti benigni. La valutazione del mercato di credito resta assai attraente, per cui le nuove emissioni potrebbero generare una certa pressione sul mercato secondario a breve termine. Siamo ancora beneficiandoci di questo per aumentare la nostra esposizione in emissioni più difensive con buoni rating (27.08.2008).

Settembre:

Dopo un breve periodo di calma, a settembre gli eventi si sono succeduti con una rapidità impressionante. Dopo il crollo di Lehman Brothers, anche il gruppo assicurativo più grande del mondo, AIG, ha dovuto essere salvato dall'intervento governativo, e Merrill Lynch è stata rilevata da Bank of America. I titoli finanziari sono andati sotto una pressione massiccia e gli spread sui non-finanziari si sono allargati in modo significativo. Nonostante il rapido consolidamento del settore finanziario, non sembra che la crisi terminerà presto. Anche se la valutazione dei mercati di credito sembra assai attraente da una prospettiva di lungo termine, nel breve termine i mercati si prevede che resteranno molto agitati (26.09.2008).

Ottobre:

Ad ottobre i premi di rischio sui mercati di credito sono aumentati malgrado i tagli dei tassi e i piani di salvataggio per il settore bancario in tutto il mondo. In aggiunta alla forte volatilità dei mercati azionari e all'aumento dei rischi economici, i continui processi di deleveraging stanno ancora pregiudicando i corporate bond come classe di asset. Con un rendimento corrente pari a quasi il 9 %, il mercato ha pagato il prezzo di sacco di notizie negative per i corporate bond. Ciononostante, ci si potrà aspettare un recupero sostenibile solo una volta che la fiducia sia tornata sui mercati. Di conseguenza, noi restiamo fermi sulla nostra posizione di portafoglio più difensivo (29.10.2008).

## Commento del Gestore

Novembre:

Dopo le perdite del mese precedente, a novembre i mercati del credito sono stati in grado di stabilizzarsi. Le varie misure adottate dalle banche centrali hanno mostrato qualche effetto iniziale, e la situazione della liquidità è leggermente migliorata. Ciononostante, gli emittenti ciclici e il mercato azionario hanno continuato a risentire per la pressione. Un segno positivo per i mercati del credito è stata l'intensa attività di nuove emissioni registrata a novembre. Le società hanno emesso quasi 20 miliardi di nuove obbligazioni, ma i premi di rischio restano alti. Ci siamo beneficiati delle nuove emissioni per rafforzare la posizione difensiva del nostro portafoglio (26.11.2008).

Dicembre:

I mercati del credito hanno chiuso il 2008 con una nota ottimista, lasciandosi alle spalle un anno eccezionalmente difficile per loro. Le nuove emissioni sono state la nota dominante, dato che sono state caratterizzate da prezzi assai attraenti e le loro performance sono state all'altezza. In contrasto con i mesi precedenti, i Credit Default Swaps sono stati sottoposti a pressione mentre i mercati dei cash bond (buoni fruttiferi) si sono beneficiati del declino dei premi di liquidità. Dei tagli aggressivi nei tassi d'interesse hanno generato un significativo calo dei rendimenti delle obbligazioni risk-free nelle ultime settimane. Nonostante il rischio per la crescita economica, riteniamo attraenti i rendimenti correnti di quasi l'8 % dei corporate bond (19.12.2008).

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

## Prospetti finanziari al 31/12/08

Stato patrimoniale al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>18,053,192.39</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	16,905,820.43	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		17,523,707.11	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-617,886.68	
Depositi bancari a vista e liquidità		347,081.86	
Interessi maturati		460,728.91	
Crediti verso broker per vendita titoli		317,173.19	
Sottoscrizioni da regolare		22,388.00	
Passivo			<b>209,459.35</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		177,026.79	
Tassa d'abbonamento	Nota 4	1,770.17	
Rimborsi chiesti e non regolati		9,235.58	
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	17,237.62	
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	663.67	
Cambio a pronti da pagare		1,032.37	
Onorari		577.22	
Altre voci del passivo		1,915.93	
Valore netto d'inventario			<b>17,843,733.04</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	3,000.000	400,000.000	0.000	403,000.000
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,734,410.760	650,006.640	1,156,730.043	1,227,687.357

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	17,843,733.04	19,484,763.16	29,310,952.42
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,227,687.357	1,734,410.760	2,502,053.780
Valore d'inventario netto della quota parte		10.79	11.21	11.70
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		403,000.000	3,000.000	3,000.000
Valore d'inventario netto della quota parte		11.42	11.90	12.30

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			10,777,348.97	60.39%
<b>Obbligazioni</b>			<b>9,678,927.81</b>	<b>54.23%</b>
<i>Australia</i>			<i>187,079.17</i>	<i>1.05%</i>
100,000	TELSTA CORP 4.75 07-17 21/03A	EUR	88,955.17	0.50%
100,000	TELSTRA CORP EMTN 3.00 05-10 28/06A	EUR	98,124.00	0.55%
<i>Austria</i>			<i>175,760.00</i>	<i>0.98%</i>
200,000	TELEKOM FINANZ EMTN 4.25 05-17 27/01A	EUR	175,760.00	0.98%
<i>Belgio</i>			<i>199,113.66</i>	<i>1.12%</i>
100,000	BELGACOM SA EMTN 4.125 06-11 23/11A	EUR	98,655.85	0.55%
100,000	ELIA SYSTEM OP SA/NV 4.75 04-14 13/05A	EUR	100,457.81	0.57%
<i>Canada</i>			<i>142,447.69</i>	<i>0.80%</i>
100,000	ROYAL BK CANADA EMTN 5.75 08-11 25/07A	EUR	102,482.69	0.58%
50,000	XSTRATA FINANCE 5.875 08-11 27/05A	EUR	39,965.00	0.22%
<i>Danimarca</i>			<i>98,311.94</i>	<i>0.55%</i>
100,000	DONG EMTN 4.625 06-11 21/06A	EUR	98,311.94	0.55%
<i>Francia</i>			<i>1,209,247.06</i>	<i>6.78%</i>
100,000	AIR LIQUIDE SA 5.00 07-13 22/03A	EUR	102,707.16	0.58%
50,000	ASFFP 5.625 07-22 04/07A	EUR	38,810.00	0.22%
100,000	BOUYGUES 4.50 06-13 24/05A	EUR	93,653.56	0.52%
100,000	BOUYGUES 6.125 08-15 03/07A	EUR	96,491.04	0.54%
100,000	CARREFOUR EMTN 6.625 08-13 02/12A	EUR	107,488.19	0.60%
50,000	CASINO GUICHARD 6.375 08-13 04/04A	EUR	45,851.21	0.26%
100,000	CASINO GUICHARD EMTN 4.875 07-14 10/04A	EUR	83,495.38	0.47%
50,000	CIE DE SAINT GOBAIN 4.25 06-11 31/05A	EUR	47,085.57	0.26%
100,000	CIE SAINT GOBAIN EMTN 4.75 07-17 11/04A	EUR	75,184.17	0.42%
100,000	COFIROUTE 5.25 03-18 30/04A	EUR	89,055.28	0.50%
100,000	DANONE FINANCE 5.25 08-11 06/05A	EUR	103,939.93	0.58%
100,000	EDF 5.625 08-13 23/01A	EUR	105,874.64	0.59%
100,000	FRANCE TELECOM EMTN 4.375 07-12 21/02A	EUR	100,583.98	0.56%
150,000	LAFARGE EMTN 6.125 08-15 28/05A	EUR	119,026.95	0.68%
<i>Germania</i>			<i>919,556.03</i>	<i>5.15%</i>
800,000	ALLEMAGNE GOVT BOND 4.25 07-17 04/07A	EUR	878,683.91	4.92%
50,000	BETELSMANN AG EMTN 3.625 05-15 06/10A	EUR	40,872.12	0.23%
<i>Irlanda</i>			<i>98,919.50</i>	<i>0.55%</i>
100,000	GE CAPITAL EURO FUND 5.25 08-15 18/05A	EUR	98,919.50	0.55%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>37,140.00</i>	<i>0.21%</i>
50,000	WPP GROUP 4.375 06-13 05/12A	EUR	37,140.00	0.21%
<i>Italia</i>			<i>325,763.80</i>	<i>1.83%</i>
50,000	ENEL SOCIETA -EMTN- 5.625 07-27 21/06A	EUR	44,222.37	0.25%
100,000	ENEL-SOCIETA EMTN 5.25 07-17 20/06A	EUR	96,669.50	0.54%
100,000	ENI SPA 5.875 08-14 20/01A	EUR	106,007.88	0.60%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.375 04-19 29/01A	EUR	78,864.05	0.44%
<i>Lussemburgo</i>			<i>180,728.66</i>	<i>1.01%</i>
100,000	CIBA SPECIALITY CHEM. 4.875 03-18 20/06A	EUR	92,477.37	0.52%
100,000	SES GLOBAL SA EMTN 4.375 06-13 21/10A	EUR	88,251.29	0.49%
<i>Norvegia</i>			<i>184,038.95</i>	<i>1.03%</i>
100,000	STATKRAF SF 4.625 07-17 22/09A	EUR	92,383.74	0.52%
100,000	TELENOR ASA 4.50 06-14 28/03A	EUR	91,655.21	0.51%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,736,731.32</i>	<i>9.73%</i>
100,000	BAT HOLDINGS EMTN 4.375 04-11 15/06A	EUR	98,461.95	0.55%
100,000	DAIMLER INTL 6.125 08-15 08/09A	EUR	92,523.28	0.52%
50,000	DEUTSCHE TELEKOM 5.75 08-15 14/04A	EUR	50,864.36	0.29%
50,000	DEUTSCHE TELEKOM EMTN 7.50 03-33 24/01A	EUR	55,449.80	0.31%
100,000	EADS FINANCE EMTN 4.625 03-10 03/03A	EUR	99,789.46	0.56%
400,000	E.ON INTL FINANCE 5.75 08-20 07/05A	EUR	407,838.10	2.30%
300,000	KPN NV EMTN 5.00 07-12 13/11A	EUR	291,466.17	1.63%
100,000	LINDE FINANCE BV-EMTN- 4.75 07-17 24/04A	EUR	93,519.25	0.52%
150,000	REPSOL INTL FINANCE 4.625 04-14 08/10A	EUR	136,359.30	0.76%
200,000	RWE FINANCE EMTN 6.625 08-19 31/01A	EUR	218,027.77	1.22%
100,000	SIEMENS FINANCE 5.625 08-18 11/06A	EUR	102,473.45	0.57%
100,000	TNT NV 5.375 07-17 14/11A	EUR	89,958.43	0.50%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,534,851.18</i>	<i>8.60%</i>
100,000	ANGLO AMERCAN CAPITAL 5.875 08-15 17/04A	EUR	78,363.14	0.44%
50,000	BP CAPITAL PLC 4.25 08-11 10/01A	EUR	50,804.75	0.28%
100,000	BRITISH TELECOM EMTN 5.25 07-14 23/06A	EUR	90,790.15	0.51%
100,000	DIAGEO CAPITAL PLC 6.625 08-14 05/12A	EUR	103,547.04	0.58%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
100,000	GALLAHER GROUP PLC 4.625 04-11 10/06A	EUR	100,053.88	0.56%
200,000	GLAXOSMITHKLINE 5.625 07-17 13/12A	EUR	202,211.45	1.13%
200,000	IMPERIAL TABACCO 4.375 06-13 22/11A	EUR	165,805.60	0.93%
100,000	IMPERIAL TOBACCO FIN. 7.25 08-14 15/09A	EUR	92,810.75	0.52%
100,000	NATIONAL GRID EMTN 4.125 06-13 21/03A	EUR	92,423.85	0.52%
100,000	NATIONAL GRID EMTN 4.375 05-20 10/03A	EUR	84,453.36	0.47%
150,000	OTE PLC GMTN 5.375 08-11 14/02A	EUR	147,406.95	0.83%
100,000	ROYAL BK SCOTLAND 5.25 08-13 15/05A	EUR	100,008.41	0.56%
150,000	TESCO PLC-EMTN- 5.125 07-47 10/04A	EUR	125,325.00	0.70%
100,000	TESCO PLC-EMTN- 5.625 08-12 12/09A	EUR	100,846.85	0.57%
	<i>Spagna</i>		387,719.48	2.17%
300,000	TELEFONICA EMIS SA 3.75 06-11 02/02A	EUR	295,914.05	1.66%
100,000	TELEFONICA EMIS SA 4.375 06-16 02/02A	EUR	91,805.43	0.51%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		2,011,726.30	11.27%
100,000	AT&T INC 4.375 07-13 15/03A	EUR	91,980.84	0.52%
200,000	BMW US CAPITAL LLC 5.00 08-15 28/05A	EUR	183,128.17	1.03%
100,000	CARGILL INC 4.375 06-13 29/04A	EUR	89,778.64	0.50%
150,000	CITIGROUP INC 6.40 08-13 27/03A	EUR	146,041.84	0.82%
100,000	DAIMLERCHRYSLER EMTN 4.375 06-13 21/03A	EUR	88,951.33	0.50%
200,000	DAIMLERCHRYSLER NA 4.375 07-10 16/03A	EUR	195,872.82	1.10%
100,000	GOLDMAN SACHS GROUP 4.75 06-21 12/10A	EUR	59,978.78	0.34%
150,000	KRAFT FOODS INC 5.75 08-12 20/03A	EUR	152,222.74	0.85%
70,000	PEMEX PROJECT REG S 5.50 05-25 24/02A	EUR	43,381.71	0.24%
100,000	PHILIP MORRIS 5.625 08-11 06/09A	EUR	102,562.48	0.57%
200,000	PHILIPS MORRIS INTL 5.875 08-15 04/09A	EUR	199,689.63	1.12%
100,000	PROCTER GAMBLE 3.375 05-12 07/12A	EUR	98,793.42	0.55%
100,000	PROCTER GAMBLE 4.875 07-11 24/10A	EUR	104,075.31	0.58%
150,000	TOYOTA MOTOR CREDIT 5.375 08-11 29/07A	EUR	153,057.25	0.86%
100,000	VERIZON WIRELES REG-S 7.625 08-11 19/12A	EUR	102,177.32	0.57%
200,000	VOLKSWAGEN CREDIT INC 5.125 08-11 19/05A	EUR	200,034.02	1.12%
	<i>Svezia</i>		249,793.07	1.40%
50,000	SCANIA CV AB EMTN 3.625 06-11 22/02A	EUR	46,232.32	0.26%
50,000	TELIASONERA 3.625 05-12 09/05A	EUR	48,214.42	0.27%
150,000	VATTENFALL TREAS EMTN 5.75 08-13 05/12A	EUR	155,346.33	0.87%
	<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>		<b>1,098,421.16</b>	<b>6.16%</b>
	<i>Austria</i>		58,392.30	0.33%
80,000	RAIF.ZENTRALBK OEST. FL.R 07-15 29/10A	EUR	58,392.30	0.33%
	<i>Francia</i>		30,875.00	0.17%
50,000	SOCIETE GENERALE FL.R 08-XX 22/05A	EUR	30,875.00	0.17%
	<i>Germania</i>		94,477.07	0.53%
50,000	HENKEL KGAA -SUB- FL.R 05-04 25/11A	EUR	36,475.42	0.20%
100,000	MUNICH RE SUB FL.R 07-XX 29/06A	EUR	58,001.65	0.33%
	<i>Giappone</i>		187,824.82	1.05%
100,000	mitsubishi UFJ SUB. FL.R 05-15 16/12A	EUR	91,314.82	0.51%
100,000	SUMITOMO MITSUI SUB FL.R 04-14 27/10A	EUR	96,510.00	0.54%
	<i>Paesi Bassi</i>		127,621.67	0.72%
150,000	ALLIANZ FIN SUB -XW- FL.R 05-XX 28/02A	EUR	90,159.34	0.51%
50,000	SIEMENS FIN NV FL.R 06-66 14/09A	EUR	37,462.33	0.21%
	<i>Regno Unito</i>		169,746.29	0.95%
250,000	BARCLAYS BANK EMTN FL.R 05-XX 15/03A	EUR	82,290.92	0.46%
100,000	HSBC BANK PLC SUB. FL.R 06-16 29/03Q	EUR	87,455.37	0.49%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		429,484.01	2.41%
200,000	BANK OF AMERICA-SUB- FL.R 06-18 28/03A	EUR	160,086.35	0.90%
250,000	CREDIT SUISSE FINANCE FL.R 05-20 14/09A	EUR	181,718.25	1.02%
150,000	GENERAL ELECTRIC SUB FL.R 07-67 15/09A	EUR	87,679.41	0.49%
	Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati		6,128,471.46	34.35%
	<b>Obbligazioni</b>		<b>5,456,512.07</b>	<b>30.58%</b>
	<i>Australia</i>		251,730.55	1.41%
100,000	AUST & NZ BANK EMTN 5.25 08-13 20/05A	EUR	98,697.28	0.55%
50,000	BHP BILLITON FINANCE 4.125 06-11 05/05A	EUR	49,153.24	0.28%
100,000	TELSTRA CORP 6.375 01-11 29/06A	EUR	103,880.03	0.58%
	<i>Canada</i>		62,430.00	0.35%
100,000	XSTRATA FINANCE 4.875 07-12 14/06A	EUR	62,430.00	0.35%
	<i>Francia</i>		1,464,481.44	8.21%
100,000	EDF EMTN 5.375 08-20 29/05A	EUR	102,121.52	0.57%
60,000	FRANCE TELECOM 5.25 08-14 22/05A	EUR	61,573.45	0.35%

Le note allegato costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
300,000	FRANCE TELECOM 5.625 08-18 22/05A	EUR	295,509.12	1.66%
100,000	GDF SUEZ EMTN 6.25 08-14 24/01A	EUR	107,694.88	0.60%
50,000	LAFARGE SA 5.75 08-11 27/05A	EUR	47,995.57	0.27%
200,000	RTE EDF TRANSPORT 4.875 08-15 06/05A	EUR	204,263.95	1.14%
100,000	SCHNEIDER ELECTRIC 5.375 07-15 08/01A	EUR	95,725.15	0.54%
100,000	SFR 3.375 05-12 18/07A	EUR	94,010.00	0.53%
50,000	THALES EMTN 4.375 04-11 22/07A	EUR	49,548.29	0.28%
100,000	TOTAL CAPITAL EMTN 4.75 08-13 10/12A	EUR	104,545.00	0.59%
200,000	VEOLIA ENVIRONN. 5.125 07-22 24/05A	EUR	168,182.28	0.94%
100,000	VEOLIA ENVIRONNEMENT 4.375 06-17 16/01A	EUR	86,227.54	0.48%
50,000	VIVENDI 3.875 05-12 15/02A	EUR	47,084.69	0.26%
	<i>Isole Caiman</i>		<i>152,874.95</i>	<i>0.86%</i>
200,000	HUTCHISON WHAMPOA 4.125 05-15 28/06A	EUR	152,874.95	0.86%
	<i>Italia</i>		<i>496,913.57</i>	<i>2.78%</i>
100,000	ASM BRESCIA EMTN 4.875 04-14 28/05A	EUR	98,150.75	0.55%
100,000	AUTOSTRADA SPA EMTN 5.00 04-14 09/06A	EUR	96,543.39	0.54%
50,000	HERA SPA 4.125 06-16 16/02A	EUR	44,985.00	0.25%
200,000	INTESA SANPAOLO 6.625 08-18 08/05A	EUR	171,156.75	0.96%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 4.75 06-14 19/05A	EUR	86,077.68	0.48%
	<i>Lussemburgo</i>		<i>353,671.56</i>	<i>1.98%</i>
150,000	FIAT FIN.&TRADE GMTN 5.625 06-11 15/11S	EUR	116,685.31	0.65%
250,000	GAZ CAPITAL -GARPROM- 5.364 07-14 31/10A	EUR	160,625.00	0.90%
100,000	GAZ CAPITAL LOAN PART.4.56 05-12 09/12A	EUR	76,361.25	0.43%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>809,010.22</i>	<i>4.53%</i>
100,000	COCA COLA HBC 7.875 08-14 15/01A	EUR	106,090.73	0.59%
50,000	DSM NV 5.25 07-17 17/10A	EUR	47,823.88	0.27%
100,000	ENBW INTL FINANCE BV 6.875 08-18 20/11A	EUR	106,284.50	0.60%
100,000	E.ON INTERN FIN.EMTN 5.25 08-14 06/06A	EUR	104,289.61	0.58%
100,000	METRO FINANCE BV EMTN 4.75 07-12 29/05A	EUR	96,519.22	0.54%
110,000	PORTUGAL TELECOM 3.75 05-12 26/03A	EUR	99,120.41	0.56%
100,000	RED ELECTRICA DE ESP 4.75 03-13 18/09A	EUR	99,829.47	0.56%
100,000	SIEMENS FIN NV 5.25 08-11 12/12A	EUR	103,794.67	0.58%
50,000	WOLTERS KLUWER REG-S 6.375 08-18 10/04A	EUR	45,257.73	0.25%
	<i>Regno Unito</i>		<i>1,000,435.94</i>	<i>5.61%</i>
50,000	BANK OF SCOTLAND 4.625 07-17 08/06A	EUR	47,439.87	0.27%
300,000	BAT INTERNATIONAL FIN 5.375 07-17 29/06A	EUR	262,237.50	1.46%
100,000	CENTRICA EMTN 7.125 08-13 09/12A	EUR	102,683.22	0.58%
150,000	OTE PLC EMTN 3.75 05-11 11/11A	EUR	140,242.99	0.79%
70,000	SCOTT SOUTH ENERGY 6.125 08-13 29/07A	EUR	71,819.16	0.40%
50,000	UNITED UTIL.WATER 4.25 05-20 24/01A	EUR	45,336.75	0.25%
250,000	VODAFONE GROUP 5.375 07-22 06/06A	EUR	231,566.79	1.30%
100,000	YORKSHIRE BLD EMTN 4.00 06-11 07/11A	EUR	99,109.66	0.56%
	<i>Repubblica Ceca</i>		<i>97,302.77</i>	<i>0.55%</i>
100,000	CEZ SENIOR NOTES 5.125 07-13 12/10A	EUR	97,302.77	0.55%
	<i>Spagna</i>		<i>148,637.82</i>	<i>0.83%</i>
100,000	IBERDROLA FINANZAS 5.125 08-13 09/05A	EUR	100,302.07	0.56%
50,000	IBERDROLA FINANZAS 5.625 08-18 09/05A	EUR	48,335.75	0.27%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>450,867.98</i>	<i>2.53%</i>
100,000	AIG INTL GROUP EMTN 4.00 06-11 20/09A	EUR	59,959.33	0.34%
100,000	AMERICAN HONDA 6.25 08-13 16/07A	EUR	98,786.62	0.55%
100,000	BRISTOL MYERS SQUIBB 4.375 06-16 15/11A	EUR	92,926.99	0.52%
100,000	PEMEX PROJECT FD REGS 6.625 03-10 04/04A	EUR	98,816.93	0.56%
50,000	SCHERING PLOUGH 5.00 07-10 01/10A	EUR	49,986.73	0.28%
50,000	VW CREDIT 5.50 08-10 12/02A	EUR	50,391.38	0.28%
	<i>Svezia</i>		<i>168,155.27</i>	<i>0.94%</i>
100,000	SVENSKA HANDELBK EMTN 5.375 08-11 02/09A	EUR	102,545.27	0.57%
100,000	VOLVO TREASURY 5.00 07-17 31/05A	EUR	65,610.00	0.37%
	<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>		<b>671,959.39</b>	<b>3.77%</b>
	<i>Germania</i>		<i>246,479.14</i>	<i>1.38%</i>
100,000	BAYER SUB FL.R 05-XX 29/07A	EUR	76,526.02	0.43%
100,000	DEUTSCHE BANK AG FL.R 04-14 16/01A	EUR	88,749.97	0.49%
100,000	DEUTSCHE BOERSE FL.R 08-38 13/06A	EUR	81,203.15	0.46%
	<i>Isola di Jersey</i>		<i>37,480.75</i>	<i>0.21%</i>
50,000	BAA FUNDING LTD FL.R 08-14 15/02A	EUR	37,480.75	0.21%
	<i>Isole Caiman</i>		<i>199,064.38</i>	<i>1.12%</i>
200,000	MIZUHO FINANCE REGS FL.R 04-14 15/04A	EUR	199,064.38	1.12%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>104,691.08</i>	<i>0.59%</i>
100,000	DEUTSCHE TELEKOM INTL FL.R 01-11 11/07A	EUR	104,691.08	0.59%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>84,244.04</i>	<i>0.47%</i>
100,000	JP MORGAN CHASE FL.R 06-18 31/03A	EUR	84,244.04	0.47%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>16,905,820.43</b>	<b>94.74%</b>

Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>698,142.32</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	685,244.04
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	12,898.28
Spese		<b>311,074.53</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	193,518.25
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	11,027.37
Tassa d'abbonamento	Nota 4	6,221.84
Spese amministrative		32,058.26
Commissioni di domiciliazione		239.66
Onorari		2,274.98
Spese d'intermediazione		5,572.04
Spese di pubblicazione e stampa		2,551.11
Spese bancarie		452.54
Spese su reverse repos		42,038.16
Altre spese		15,120.32
Reddito netto da investimenti		<b>387,067.79</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-1,390,080.54
Minusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	-36,510.75
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-262,832.49
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	83,314.34
Perdita netta realizzata		<b>-1,219,041.65</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		708,458.68
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-510,582.97</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		11,639,213.21
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		4,499,300.00
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		7,139,913.21
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-12,769,660.36
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		-12,769,660.36
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-1,641,030.12</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>19,484,763.16</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>17,843,733.04</b>

*Nord Est Fund*  
**Riserva Dinamica**

## Commento del Gestore

### Scenario di mercato

L'ultimo trimestre verrà ricordato senza dubbio come uno dei peggiori delle ultime decadi per i mercati obbligazionari, con pressioni negative provenienti da tutte le direzioni che hanno alimentato un circolo vizioso di avversione al rischio e un esodo in massa verso la qualità. I mercati obbligazionari erano ancora sotto shock dal catastrofico collasso di Lehman Brothers, mentre parti del mercato finanziario semplicemente non stavano funzionando debitamente: il nervosismo per possibili perdite occulte nei portafogli reciproci ha provocato l'essiccamento dei prestiti interbancari e la brusca impennata del LIBOR. I dati economici hanno iniziato a deteriorarsi rapidamente mentre i consumatori dovevano affrontare il crollo dei prezzi delle case e dei valori degli asset finanziari, culminanti in un flusso di dati economici catastrofici pubblicati a dicembre, che includevano i peggiori risultati della produzione dalla dura recessione del 1982, un collasso nella spesa per consumi e uno dei peggiori dati mai visti sulla disoccupazione, con la perdita di 533.000 posti di lavoro (la peggior cifra dal 1974). Nel frattempo, gli investitori si sono trovati ad affrontare una severa pressione per il deleveraging (riduzione dell'eccessivo indebitamento), dato che molti proprietari di asset di rischio erano capitolati durante il trimestre, producendo due dei peggiori mesi della storia per i rendimenti dei corporate bond di qualità (investment grade). Al contrario, i rendimenti dei titoli di stato intermedi sono stati trascinati ai livelli più bassi in decenni, e la domanda degli investitori di cash-equivalents sicuri [*titoli a scadenza inferiore a 3 mesi facilmente liquidabili a prezzo sicuro*] ha spinto i buoni del tesoro a 4 settimane ad un rendimento *negativo* pari a -0,01 verso la metà di dicembre.

Queste condizioni di mercato senza precedenti hanno suscitato risposte politiche altrettanto straordinarie. La Federal Reserve ha spostato la politica ufficiale del tasso d'interesse dal 2,0% a uno 0% simile al Giappone per la prima volta nella sua vita, ed ha avviato un alleggerimento quantitativo, aumentando il denaro iniettato per garantire liquidità in eccesso al sistema bancario, incluso l'annuncio di un piano per comprare 500 miliardi di dollari USA in mortgage-backed securities (titoli garantiti da mutui ipotecari) al fine di abbassare i costi dei mutui. Forse ancor più importante è stato l'avvio di una vasta gamma di misure di stabilizzazione sostanziali sponsorizzate dal nuovo governo, comprendenti il programma di alleggerimento dei portafogli pericolanti TARP (Troubled Asset Relief Program) per 700 miliardi di dollari USA per ricapitalizzare il settore bancario, il programma di garanzia di liquidità temporanea TLGP (Temporary Liquidity Guarantee Program) per permettere l'emissione di obbligazioni bancarie assicurate dalla FDIC (Federal Insurance Deposit Corporation), ed oltre 360 miliardi di dollari USA in supporto diretto a imprese come GM, Chrysler, AIG, e Citigroup.

Al momento dell'annuncio del 16 dicembre della FED che i tassi sarebbero rimasti probabilmente a "livelli straordinariamente bassi" [zero] per "un certo tempo" e che si stavano "valutando i potenziali benefici dell'acquisto di buoni del tesoro a termine più lungo", i rendimenti dei buoni del tesoro a 2 anni e 10 anni erano già caduti allo 0,64% e al 2,26%, rispettivamente, dall'1,96% e 3,82% all'inizio del trimestre. Gli spread dei rendimenti dei MBS e dei corporate bond si sono allargati in modo consistente durante tutto il trimestre, restringendosi leggermente solo durante la seconda metà di dicembre, registrando di conseguenza rendimenti complessivi e addizionali bruscamente negativi pari a -5,43% per i corporate bond e -1,95% per MBS<sup>2</sup> durante il trimestre.

## Commento del Gestore

### Performance e strategia

#### Previsioni

Siamo diventati in certo modo più costruttivi in materia di spread relazionati a corporate bond e MBS. Prevediamo che le MBS si beneficeranno dagli acquisti dalla Federal Reserve, dato che cercano di abbassare tassi d'interesse dei mutui al disotto del 5,0% (per i mutui per prima casa a 30 anni a tasso fisso), e il governo potrebbe aumentare il loro budget di 500 miliardi di dollari per l'acquisto di MBS per raggiungere tale obiettivo. Gli spread dei rendimenti dei corporate bond hanno iniziato una ripresa e dovrebbero beneficiarsi delle allocazioni di asset nel settore provenienti da proprietari di liquidità e buoni del tesoro che cercano opportunità di rendimenti più alti, oltre che da investitori in azioni che cercano dei corporate bond più attraenti delle azioni per il 2009.

Rimaniamo comunque prudenti. I dati economici continueranno ad essere estremamente complicati e una sorgente importante di volatilità dei mercati obbligazionari, ci si aspetta una massiccia emissione sia per corporate bond che MBS, creando opportunità di nuovi acquisti, ma probabilmente pesando sulle obbligazioni esistenti. Gli appetiti di rischio degli investitori resteranno probabilmente sensibili alle perdite per cui e rapidi a contribuire alle pressioni a vendere quando i mercati di rischio traballano.

Il deterioramento dei fondamentali dell'economia, l'elevata volatilità dei mercati e l'ampiamente diffusa avversione al rischio, potrebbero mantenere l'alta richiesta buoni del tesoro a breve termine per il resto dell'anno. I buoni del tesoro (fino a 3 mesi) sono scambiati ben al disotto dei 10 bps e probabilmente resteranno a questi livelli così bassi. Varie iniziative della Federal Reserve e della FDIC hanno ripristinato la fiducia nel mercato dei titoli di credito. Prevediamo si verificheranno delle opportunità di spread incrementali con rischi limitati in un numero selezionato di emittitori di CP.

I portafogli in futuro ad un certo punto transiteranno finalmente verso i titoli a tasso variabile. Il mercato dei titoli a breve termine a tasso variabile è stato scambussolato e le opportunità sono riemerse con repute società emittenti di alta qualità. Il tasso sui Fed Funds (fondi federali americani) è praticamente pari a zero e uno spostamento verso i titoli a tasso variabile (di repute società emittenti di massima qualità) sembra essere il prossimo trade strategico attraente per i fondi del mercato monetario.

I grandi deficit fiscali dovrebbero alla fine saziare la domanda dei buoni del tesoro e spingere i rendimenti più in alto (anche se a passi misurati). Noi manterremo la nostra duration pari o al disotto dei livelli di benchmark e investiremo in prodotti con spread per la performance.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Riserva Dinamica  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>53,437,968.05</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		46,836,608.11
<i>Prezzo d'acquisto</i>			52,786,203.60
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-5,949,595.49
Depositi bancari a vista e liquidità			5,068,643.36
Interessi maturati			95,345.74
Sottoscrizioni da regolare			12,836.99
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6		1,424,533.85
Passivo			<b>1,005,346.68</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		6,554.06
Rimborsi chiesti e non regolati			967,289.20
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		20,728.71
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		2,072.87
Cambio a pronti da pagare			3,224.47
Onorari			3,594.40
Altre voci del passivo			1,882.97
Valore netto d'inventario			<b>52,432,621.37</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Riserva Dinamica Class R				
Quote parti a capitalizzazione	9,821,977.010	4,015,860.351	8,524,979.005	5,312,858.356

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	52,432,621.37	100,101,674.32	0.00
<b>Riserva Dinamica Class R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		5,312,858.356	9,821,977.010	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.87	10.19	0.00

# Nord Est Fund Riserva Dinamica

## Portafoglio titoli al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			10,658,559.35	20.33%
<b>Titoli ipotecari e garantiti da attività</b>			<b>10,658,559.35</b>	<b>20.33%</b>
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>10,658,559.35</i>	<i>20.33%</i>
227,357	AHM 2005-SD1 2A1 FL.R 05-25 25/11M (*)	USD	92,782.90	0.18%
682,527	ARSI 2006-W5 A2B FL.R 06-36 25/06M (*)	USD	446,748.16	0.85%
478,758	BAYC 2005-3A A1 FL.R 05-35 25/11M (*)	USD	271,293.03	0.52%
902,890	BAYC 2005-4A A1 FL.R 05-36 25/01M (*)	USD	513,259.86	0.98%
975,000	CARR 2006-NC3 A2 FL.R 06-36 25/08M (*)	USD	594,181.12	1.13%
475,834	CBASS 2006-RP2 A1 FL.R 06-36 25/07M (*)	USD	327,804.61	0.63%
934,757	CMALT 2006-A4 1A9 6.00 06-36 25/09M (*)	USD	595,342.32	1.14%
273,982	CWALT 2005-27 1A6 FL.R 05-35 25/08M (*)	USD	91,080.70	0.17%
2,808,720	CWALT 2005-51 3A2A FL.R 05-35 20/11M (*)	USD	1,089,239.36	2.08%
1,319,186	CWALT 2007-8CB A1 FL.R 07-37 25/05M (*)	USD	659,356.23	1.26%
1,941,101	GPMF 2005-AR5 4A1 FL.R 05-45 25/11M (*)	USD	728,488.11	1.39%
1,431,599	HVMLT 2005-12 2A11 FL.R 05-35 19/10M (*)	USD	592,667.91	1.13%
141,310	MABS 2006-FR1- -A2- FL.R 06-35 25/12M (*)	USD	94,684.06	0.18%
1,636,623	RAMP 2007-2 AF1 FL.R 07-37 25/06M (*)	USD	1,090,729.38	2.08%
1,135,078	WAMU 2005-AR14 1A1 FL.R 05-35 25/12M (*)	USD	706,208.34	1.35%
6,268,110	WAMU 2006-AR4 1A1A FL.R 06-46 25/05M (*)	USD	2,553,228.92	4.86%
334,679	WMALT 2006-8 A2 FL.R 06-36 25/10M (*)	USD	211,464.34	0.40%
Strumenti finanziari vari del mercato monetario			36,178,048.76	69.00%
<b>Obbligazioni</b>			<b>36,178,048.76</b>	<b>69.00%</b>
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>36,178,048.76</i>	<i>69.00%</i>
6,000,000	FANNIE MAE DN -09 20/04U	USD	4,294,148.65	8.19%
7,000,000	FEDERAL HOME LOAN BK DN -09 11/05U	USD	4,999,305.40	9.53%
7,000,000	FREDDIE MAC -09 02/04U	USD	5,025,969.04	9.59%
18,000,000	US TREASURY BILLS -09 02/07U	USD	12,900,941.38	24.61%
12,500,000	USA TREASURY BILLS -09 15/01U	USD	8,957,684.29	17.08%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>46,836,608.11</b>	<b>89.33%</b>

# Nord Est Fund Riserva Dinamica

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>2,804,817.93</b>
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	2,666,676.74
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	138,141.19
<b>Spese</b>		<b>878,299.04</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	418,183.04
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	52,977.89
Tassa d'abbonamento	Nota 4	41,998.94
Spese amministrative		82,992.90
Commissioni di domiciliazione		1,494.80
Onorari		15,621.67
Interessi bancari su conti correnti		5,564.89
Spese legali		11,494.49
Spese d'intermediazione		3,475.21
Spese di pubblicazione e stampa		23,260.50
Spese bancarie		7,677.46
Spese su reverse repos		190,489.80
Altre spese		23,067.45
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>1,926,518.89</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-1,249,329.99
Plusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	4,090,553.35
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	-3,240,259.75
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>1,527,482.50</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	-87,616.90
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-3,854,995.25
<b>Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>-2,415,129.65</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		40,847,849.43
<i>Riserva Dinamica Class R</i>		40,847,849.43
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-86,101,772.73
<i>Riserva Dinamica Class R</i>		-86,101,772.73
<b>Diminuzione del patrimonio netto</b>		<b>-47,669,052.95</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>100,101,674.32</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>52,432,621.37</b>

*Nord Est Fund*

**Flessible**

# Nord Est Fund Flessibile

## Commento del Gestore

Il Comparto Nord Est Flessibile è gestito d'accordo con l'approccio di protezione del portafoglio della Union Investment, registrato sotto il marchio commerciale IMMUNO. Il Comparto Nord Est Flessibile è un fondo bilanciato globale di tipo classico. Titoli azionari e a reddito fisso ed altre classi di asset come obbligazioni convertibili, Asset Backed Securities [*strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti*] o valute estere, sono gestiti in modo flessibile in conformità un severo monitoraggio del rischio. Le quote di investimenti in titoli azionari e a reddito fisso possono variare dallo 0 al 100%. Di conseguenza le quote del portafoglio non saranno dei dati costanti, ma oscilleranno d'accordo con il budget di rischio attuale e le nostre previsioni di mercato del momento.

Il primo periodo di protezione del portafoglio si è chiuso il 31 dicembre 2008. D'accordo con la società Nord Est Fund Company è stato determinato un prezzo minimo del NAV di EUR 8,75 (minimo) alla fine del primo periodo di protezione. Il NAV finale calcolato martedì 30 dicembre 2008 era pari a EUR 9,03 per la tranche al pubblico e EUR 9,19 per la tranche destinata a investitori istituzionale.

Il prezzo minimo NAV per ogni periodo di protezione non è mai garantito ma viene utilizzato esclusivamente a scopo informativo.

In concordanza con il profilo stabilito del comparto, tutti i futuri periodi di protezione dureranno 12 mesi e saranno identici agli anni solari. L'87,5% per prezzo finale dell'anno fungerà come nuovo NAV minimo per il successivo periodo di protezione. La differenza tra il prezzo delle azioni e il minimo scontato è rappresentato dalla base per il calcolo del budget di rischio del portafoglio. L'allocazione attuale del comparto è determinate in modo predominante dal valore assoluto del budget di rischio.

Il Comparto aveva iniziato con una quota iniziale di titoli azionari del 52,60%. Gli investimenti core si realizzano in azioni coperte dall'Indice DJ Euro Stoxx 50. Tramite l'impiego attivo di options e futures, l'esposizione azionaria potrebbe venire fortemente alterata. Oltre allo stock picking, il gestore del Comparto potrà investire fino al 40% degli asset in altri fondi d'investimento al fine di assicurarsi un'ampia allocazione globale di attivi profondamente focalizzata alla diversificazione. Di conseguenza, gli investimenti realizzati in fondi come UniEM Fernost e UniSector: Klimawandel, restano nel portafoglio.

Data la consapevolezza dei livelli record di perdite trimestrali nel settore bancario internazionale, il cosiddetto "sentiment" dei mercati azionari internazionali è rapidamente mutato. Gli indici azionari più importanti hanno marcato perdite a due cifre verso la metà di gennaio. L'esposizione azionaria stava venendo ridotta in veri passi fino a circa il 15% verso la fine di gennaio. Fino a settembre 2008 i mercati azionari sono rimasti scambiando in un'ampia fascia volatile lateralmente. Durante questo periodo, l'esposizione azionaria oscillava tra il 5 e il 20%. Un continuo flusso di notizie negative proveniente dal settore finanziario ha sparso i timori in relazione al futuro sviluppo dell'economia globale. Con il collasso della banca d'investimento Lehman Brothers, i mercati azionari internazionali sono entrati a settembre in un'ulteriore fase apocalittica. L'intera esposizione azionaria è stata liquidata il 18 settembre 2008.

Per quanto riguarda i nostri investimenti a reddito fisso, il Comparto è fortemente focalizzato su titoli di stato e le obbligazioni garantite denominate in Euro con alto rating di investment grade. Oltre al rating non vi sono restrizioni di alcun tipo relative ad investimenti in prodotti ABS o CDO (Collateralized Debt Obligations, obbligazioni con un debito come garanzia collaterale). Ciononostante, il gestore del Comparto resta sulla linea di prodotti secondaria e non ha aggiunto nessun'altra classe di asset al portafoglio. Durante tutto il 2008 la quota di titoli a reddito fisso del Comparto è oscillata tra il 45 e il 95%. Grazie a questo nostro approccio prudente all'investimento, la scadenza media è rimasta sempre al disotto dei 2 anni. Attualmente è pari a 1 anno e 5 mesi.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Flessible  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>21,341,780.04</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		19,370,315.71
<i>Prezzo d'acquisto</i>			<i>19,140,515.00</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			<i>229,800.71</i>
Depositi bancari a vista e liquidità			1,502,002.29
Interessi maturati			447,253.02
Sottoscrizioni da regolare			22,209.02
Passivo			<b>702,439.72</b>
Debiti bancari a vista			656,676.51
Tassa d'abbonamento	Nota 4		2,484.83
Rimborsi chiesti e non regolati			13,283.29
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		25,048.47
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		1,119.18
Cambio a pronti da pagare			1,205.27
Onorari			692.44
Altre voci del passivo			1,929.73
Valore netto d'inventario			<b>20,639,340.32</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Flessible Class I				
Quote parti a capitalizzazione	100,000.000	53,313.386	50,000.000	103,313.386
Flessible Class R				
Quote parti a capitalizzazione	2,928,473.010	482,609.459	1,231,495.413	2,179,587.056

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	20,639,340.32	30,443,761.10	0.00
<b>Flessible Class I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		103,313.386	100,000.000	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.19	10.12	0.00
<b>Flessible Class R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,179,587.056	2,928,473.010	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.03	10.05	0.00

# Nord Est Fund Flessibile

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			16,343,984.20	79.19%
<b>Obbligazioni</b>			<b>16,343,984.20</b>	<b>79.19%</b>
<i>Belgio</i>				
1,500,000	BELGIUM OLO PCT 15 3.1875 -09 28/03A	EUR	1,506,904.12	7.30%
<i>Francia</i>				
2,000,000	CIE DE FIN.FONC EMTN 4.25 02-09 25/10A	EUR	3,028,994.88	14.68%
1,000,000	DEXIA MUN AGENCY EMTN 4.00 04-11 26/01A	EUR	2,018,314.00	9.78%
<i>Germania</i>				
750,000	DEUTSCHE HYPOBK 1277 4.00 99-09 05/01A	EUR	1,010,680.88	4.90%
1,500,000	HSH NORDBANK EMTN-241- 4.00 07-09 19/02A	EUR	6,282,936.01	30.45%
1,000,000	HYPOBANK ESSEN 533 4.25 99-09 06/07A	EUR	749,989.88	3.63%
1,000,000	LANDESBK BERLIN S394 4.75 08-09 28/04U	EUR	1,501,538.44	7.28%
2,000,000	STATE BAVARIA S.98 3.75 03-10 27/01A	EUR	1,003,979.69	4.86%
<i>Grecia</i>				
1,000,000	GREECE 3.40 06-09 21/06A	EUR	1,003,500.00	4.86%
1,000,000	HELLENIC REPUBLIC 4.10 07-17 20/07A	EUR	2,023,928.00	9.82%
<i>Italia</i>				
1,000,000	ITALY BTP 3.75 05-15 01/08S	EUR	1,980,127.69	9.59%
1,000,000	ITALY BTP 4.25 03-13 01/08S	EUR	1,002,576.94	4.85%
<i>Spagna</i>				
1,500,000	SPAIN STRIP.GOV'T BOND 3.25 05-10 30/07A	EUR	977,550.75	4.74%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			2,014,188.51	9.76%
<b>Obbligazioni</b>			<b>2,014,188.51</b>	<b>9.76%</b>
<i>Germania</i>				
1,000,000	AAREAL BANK AG 4.00 07-10 01/02A	EUR	2,014,188.51	9.76%
1,000,000	LB RHEINLD-PFSLZ 607 3.50 04-09 19/05A	EUR	1,011,780.38	4.90%
Altri valori mobiliari			1,012,143.00	4.90%
<b>Obbligazioni</b>			<b>1,012,143.00</b>	<b>4.90%</b>
<i>Francia</i>				
1,000,000	BNP PARIBAS COVERED 4.50 07-09 16/10A	EUR	1,012,143.00	4.90%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>19,370,315.71</b>	<b>93.85%</b>

# Nord Est Fund Flessible

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>831,014.63</b>
Dividendi netti	Nota 2	155,207.61
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	626,762.34
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	49,044.68
Spese		<b>509,754.14</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	344,729.50
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	18,313.82
Tassa d'abbonamento	Nota 4	10,246.67
Spese amministrative		38,309.16
Commissioni di domiciliazione		749.11
Onorari		221.44
Interessi bancari su conti correnti		3,039.72
Spese legali		3,202.32
Spese d'intermediazione		14,880.90
Spese di pubblicazione e stampa		5,588.90
Spese bancarie		1,298.22
Spese su reverse repos		59,286.81
Altre spese		9,887.57
Reddito netto da investimenti		<b>321,260.49</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-4,109,955.28
Plusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	464,873.03
Minusvalenze nette realizzate su opzioni	Nota 2	-130,556.50
Perdita netta realizzata		<b>-3,454,378.26</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		415,568.12
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-3,038,810.14</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,899,301.34
<i>Flessible Class I</i>		486,317.48
<i>Flessible Class R</i>		4,412,983.86
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-11,664,911.98
<i>Flessible Class I</i>		-499,000.00
<i>Flessible Class R</i>		-11,165,911.98
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-9,804,420.78</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>30,443,761.10</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>20,639,340.32</b>

*Nord Est Fund*  
**Immobiliare**

## Commento del gestore

### Performance del Comparto

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 il Comparto ha perso un -53,3% nei confronti dell'indice FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate che ha subito un retrocesso del -46,9%\*.

### Scenario di mercato

2008 è stato un anno difficile caratterizzato dalla volatilità dell'ambiente del settore dei titoli immobiliari a livello globale. I titoli immobiliari, e quelli azionari globali più in generale, sono stati severamente colpiti dalla crisi dei sub-prime negli USA che è sfociata in una crisi finanziaria globale ed un raffreddamento dei tassi di crescita dell'economia mondiale. La crisi bancaria mondiale con l'improvvisa bancarotta di Lehman e di altri istituti finanziari negli USA, ha sollevato dubbi sulla disponibilità del credito ed ha reso evidente che le principali economie mondiali stavano entrando in recessione. Il settore immobiliare è stato direttamente colpito dalla stretta creditizia dato che gli istituti di credito hanno severamente ristretto la disponibilità di finanziamenti nel mercato immobiliare e i livelli di transazioni dirette del mercato immobiliare sono caduti in modo significativo.

La liquidità del mercato dei capitali continua ad essere problematica, ma le banche centrali hanno abbassato i tassi d'interesse in modo significativo, visto il rapido peggioramento della situazione economica mentre l'intervento dei governi ha ricapitalizzato il settore bancario per aiutare la ripresa economica e dei mercati. Prevediamo che la volatilità permarrà durante tutto il 2009 fino a che i mercati non recuperino una maggiore visibilità di timing/dimensioni dei rendimenti dei mercati del credito.

### Europa

I titoli immobiliari europei hanno realizzato delle sottoperformance rispetto al mercato complessivo nel 2008, specialmente nel Regno Unito. Nonostante la brusca caduta dei tassi d'interesse che normalmente sarebbe vantaggiosa per il settore, la continua mancanza di credito ha significato un freno per le transazioni immobiliari che sono diminuite in modo sostanzioso rispetto all'anno passato. Alcune delle società principali sembrano godere di un buono stato di salute finanziariamente parlando, anche se alcune sono piazzate meglio di altre e prevediamo che le società si rivolgeranno al mercato per trovare ulteriori capitali; quelle con il minimo spazio di manovra nei confronti dei patti, o spese di capitale impegnate; mentre le altre potranno sperare di beneficiarsi delle opportunità sorgenti nei mercati. Continuiamo a privilegiare le società con flussi di cassa stabili, un finanziamento prudente e con un solido team manageriale.

### USA

Il mercato USA, come tutte le altre zone, è stato influenzato negativamente dagli effetti derivati dalla crisi del credito e il rallentamento dell'economia globale, soffrendo il suo anno peggiore nel 2008, nonostante un certo recupero durante il quarto trimestre. Il crollo dei fondi comuni d'investimento immobiliari o REIT (Real Estate Investment Trusts) negli USA nel settore della vendita al dettaglio e residenziale è stato bilanciato dal settore sanitario, che si è comportato assai bene durante tutto l'anno. La caratteristica difensiva del settore come per esempio dei contratti di leasing immobiliare relativamente a lungo termine, alto rapporto dividendo/utili (dividend yields) e flussi di cassa non ciclici, lo ha fatto percepire come un rifugio sicuro in tempi di volatilità. Il nostro approccio si concentra su quelle società meglio posizionate per sopravvivere alla crisi, dato che il timore ha continuato a guidare il mercato, detenendo partecipazioni in società di qualità con solidi bilanci, alte barriere di entrata e bassa esposizione all'andamento dell'economia.

## Commento del gestore

### Asia

Con considerevoli differenze tra i paesi asiatici, ci siamo concentrati nel mantenere la nostra posizione nelle società di maggior qualità in Hong Kong e Singapore. Restiamo sottoesposti in Australia dove l'economia è stata debole durante un certo periodo, con l'inevitabile effetto a catena sul mercato immobiliare. Il mercato immobiliare non residenziale (uffici) sia Giappone che in Hong Kong possiede dei fondamentali solidi ma i timori globali sono sfociati in un indebolimento del mercato immobiliare nel complesso. La debolezza dell'economia cinese ha suscitato una risposta aggressiva di stimoli fiscali che in contemporanea con il raffreddamento dell'inflazione dovrebbe offrire un certo sostegno alla regione.

### Previsioni – punti chiave

- A breve termine i mercati resteranno probabilmente volatili.
- La strategia del Comparto non varierà, continuando a concentrarsi nel complesso su società con attivi soggiacenti di alta qualità, direzione consolidata e bilanci solidi.
- Il recente taglio dei tassi d'interesse in tutto il mondo dovrebbe favorire un rilancio a più lungo termine del settore, dato che i finanziamenti dovrebbero diventare più economici, anche se la disponibilità di crediti continua a soffrire restrizioni.
- Gli sforzi aggressivi per ristimolare l'economia cinese, in contemporanea con il raffreddamento dell'inflazione, dovrebbero offrire un certo sostegno alla regione asiatica.
- I valori immobiliari e i livelli di transazioni sono crollati, ma le azioni sono già a livelli altamente depressi, con molte che stanno venendo scambiate a dei prezzi fortemente scontati rispetto al loro NAV stimato. Queste offrono un notevole potenziale di recupero a lungo termine.
- La nuova offerta e l'andamento speculativo sono cessati in quanto le banche hanno ritirato i finanziamenti, cosa che avrà effetti positivi a lungo termine in quanto l'offerta verrà ridotta.
- Nel breve termine alcune società del mercato borsistico potranno cercare di aumentare il proprio capitale sociale per ridurre il debito e ottenere in tal modo la potenza di fuoco per comprare asset a prezzi attraenti.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

\*Fonte: Bloomberg, NAV in €

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Immobiliare  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>2,254,258.12</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	1,920,150.57	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		4,061,246.07	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-2,141,095.50	
Depositi bancari a vista e liquidità		194,063.44	
Sottoscrizioni da regolare		1,500.00	
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	133,613.38	
Altre voci dell'attivo		4,930.73	
Passivo			<b>10,352.97</b>
Debiti verso broker per acquisto titoli		4,375.54	
Tassa d'abbonamento	Nota 4	230.83	
Rimborsi chiesti e non regolati		269.05	
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	2,931.76	
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9	115.80	
Cambio a pronti da pagare		124.71	
Onorari		461.99	
Altre voci del passivo		1,843.29	
Valore netto d'inventario			<b>2,243,905.15</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 01/01/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Immobiliare Class R				
Quote parti a capitalizzazione	641,515.940	248,623.472	414,036.660	476,102.752
Immobiliare Class I				
Quote parti a capitalizzazione	133,457.990	0.000	0.000	133,457.990

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	2,243,905.15	6,085,141.92	0.00
<b>Immobiliare Class R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		476,102.752	641,515.940	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		3.67	7.85	0.00
<b>Immobiliare Class I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		133,457.990	133,457.990	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		3.72	7.88	0.00

# Nord Est Fund Immobiliare

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			1,919,381.54	85.54%
<b>Azioni</b>			<b>1,901,585.58</b>	<b>84.75%</b>
<i>Bermuda</i>				
30,000	HONG KONG LAND HOLDINGS LTD	USD	143,405.02	6.39%
25,298	KERRY PROPERTIES	HKD	53,459.80	2.38%
50,700	SHANGRI - LA ASIA LTD	HKD	48,235.04	2.15%
<i>Filippine</i>				
1,000,000	MEGAWORLD - SHS	PHP	41,710.18	1.86%
<i>Francia</i>				
1,500	EUROCI SA	EUR	9,949.21	0.44%
850	ICADE	EUR	9,949.21	0.44%
2,453	KLEPIERRE SA	EUR	269,677.50	12.02%
1,450	UNIBAIL-RODAMCO ACT	EUR	21,750.00	0.97%
<i>Giappone</i>				
4,600	AEON MALL CO LTD	JPY	50,575.00	2.25%
10,000	DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	JPY	42,927.50	1.91%
7,000	MITSUI FUDOSAN	JPY	154,425.00	6.89%
<i>Hong Kong</i>				
74,900	CHINA OVERSEAS LAND INVESTMENT LTD -RC-	HKD	211,075.12	9.41%
40,400	HANG LUNG PROPERTIES LTD	HKD	62,109.79	2.77%
53,624	HYSAN DEVELOPMENT	HKD	68,260.32	3.04%
<i>Isole Caiman</i>				
65,000	LIFESTYLE INTERNATIONAL	HKD	80,705.01	3.60%
<i>Italia</i>				
29,700	IGD-IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE SPA	EUR	199,358.74	8.88%
22,000	RISANAMENTO SPA	EUR	74,551.60	3.32%
<i>Lussemburgo</i>				
957	ORCO PROPERTY GROUP	EUR	62,817.38	2.80%
<i>Regno Unito</i>				
2,200	BRITISH LAND CO PLC	GBP	61,989.76	2.76%
7,501	GREAT PORTLAND EST	GBP	47,112.85	2.10%
11,942	SEGRO (REIT)	GBP	40,452.50	1.80%
<i>Singapore</i>				
31,000	CAPITALAND LTD	SGD	31,036.50	1.38%
14,000	CITY DEVELOPMENT	SGD	9,416.00	0.42%
75,000	WING TAI HOLDINGS LTD	SGD	6,191.79	0.28%
<i>Spagna</i>				
8,857	SOL MELIA	EUR	6,191.79	0.28%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
800	AVALONBAY COMMUN	USD	64,169.39	2.86%
1,300	BOSTON PROPERTIES INC	USD	12,726.51	0.57%
3,800	DOUGLAS EMMETT	USD	20,475.17	0.91%
1,000	ESSEX PROPERTY TRUST	USD	30,967.71	1.38%
1,600	FED RLTY INV TR / SHS.OF BENEF.INTEREST	USD	123,792.71	5.52%
4,000	GENERAL GROWTH PROP	USD	48,155.48	2.14%
2,200	HCP	USD	44,544.20	1.99%
2,200	HEALTH CARE REIT	USD	31,093.03	1.39%
1,700	MACERICH CO	USD	37,730.82	1.68%
1,700	MAGUIRE PROPERTIES 7.625% -A-	USD	37,730.82	1.68%
1,100	POST PROPERTIES	USD	722,402.68	32.20%
3,000	PROLOGIS TRUST	USD	34,823.60	1.55%
1,400	PUBLIC STORAGE INC	USD	51,376.01	2.29%
2,300	SIMON PROPERTY GROUP INC	USD	35,659.98	1.59%
1,800	STARWOOD HOTELS AND RESORTS	USD	55,148.38	2.46%
1,900	VENTAS INC	USD	71,371.70	3.18%
1,300	VORNADO REALTY TRUST SHS OF BENEF.INT	USD	3,707.70	0.17%
<i>Svezia</i>				
4,700	CASTELLUM	SEK	43,898.83	1.96%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>66,709.78</b>	<b>2.97%</b>
<i>Australia</i>				
8,700	STOCKLAND	AUD	22,182.94	0.99%
			1,404.63	0.06%
			13,041.60	0.58%
			29,941.80	1.33%
			79,974.13	3.57%
			87,805.56	3.92%
			23,151.54	1.03%
			45,831.00	2.04%
			56,373.50	2.51%
			26,267.25	1.17%
			26,267.25	1.17%
			<b>17,795.96</b>	<b>0.79%</b>
			17,795.96	0.79%
			17,795.96	0.79%

# Nord Est Fund Immobiliare

## Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Altri valori mobiliari			769.03	0.03%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>769.03</b>	<b>0.03%</b>
	<i>Hong Kong</i>		<i>769.03</i>	<i>0.03%</i>
2,996	CHINA OVERSEAS LAND INV 21.01.09 RIGHT	HKD	769.03	0.03%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>1,920,150.57</b>	<b>85.57%</b>

# Nord Est Fund Immobiliare

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>138,029.82</b>
Dividendi netti	Nota 2	120,754.78
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	5,309.30
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	11,965.74
Spese		<b>134,182.18</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	70,780.18
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	8,281.29
Tassa d'abbonamento	Nota 4	1,595.29
Spese amministrative		24,947.15
Commissioni di domiciliazione		75.03
Onorari		160.59
Interessi bancari su conti correnti		4,022.78
Spese legali		829.04
Spese d'intermediazione		10,831.02
Spese di pubblicazione e stampa		1,630.23
Spese bancarie		248.75
Spese su reverse repos		9,880.28
Altre spese		900.55
Reddito netto da investimenti		<b>3,847.64</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-2,100,473.18
Minusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	-61,357.44
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi	Nota 2	-359,303.54
Perdita netta realizzata		<b>-2,517,286.52</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi	Nota 6	136,722.05
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-426,600.78
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-2,807,165.25</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione <i>Immobiliare Class R</i>		1,345,575.63 1,345,575.63
Riscatto di quote parti a capitalizzazione <i>Immobiliare Class R</i>		-2,379,647.15 -2,379,647.15
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-3,841,236.77</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>6,085,141.92</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>2,243,905.15</b>

*Nord Est Fund*  
**Raiffeisen Vario**

## Commento del Gestore

### Scenario di mercato

Fa impressione ripassare l'andamento dei mercati azionari durante il 2008: l'indice DAX è caduto di quasi il 40% e tutti gli altri indici principali di tutto il mondo hanno sofferto perdite similari. "La crisi finanziaria" è stata votata come la frase dell'anno, che spiega chiaramente la causa che sta dietro il collasso dei prezzi delle azioni. Quello che a principio del 2007 era iniziato come un aumento dei tassi di morosità nei mutui ipotecari subprime negli USA, si è trasformato nel corso del 2008 in una crisi di liquidità globale che ha minacciato l'esistenza stessa del settore bancario e industriale. Con il senno di poi, è evidente che negli ultimi anni troppi consumatori in tutto il mondo hanno preso in prestito troppo denaro, vivendo ben al di sopra delle loro possibilità. Troppe società, e persino nazioni intere, erano eccessivamente dipendenti da questa eccessiva espansione del credito. E cosa peggiore, sia gli investitori privati che quelli istituzionali avevano sottovalutato i rischi dell'eccessiva attività creditizia. Tutte queste persone che avevano goduto dei benefici del boom generale sono state obbligate a tornare bruscamente alla realtà in modo drammatico durante il 2008.

Le banche si sono rivelate specialmente vulnerabili, dato che avevano finanziato debiti a lungo termine riscuotendo liquidità nei mercati monetari. L'aumento di morosità nei mutui ha costretto molti istituti finanziari a procedere a svalutazioni contabili di quelli che erano stati considerati come solidi portafogli ipotecari, oltre a detenzioni di partecipazioni fuori bilancio. Anche gli istituti di credito ipotecario USA sono stati vittime della crisi: due pesi massimi come Freddie Mac e Fannie Mae sono stati nazionalizzati, mentre IndyMac è andata in fallimento.

A parte questi cambiamenti di vasta portata, il 2008 ha visto pure alcuni eventi notevoli, tra i quali il modo in cui il prezzo del petrolio è decollato da meno di 98 dollari USA per arrivare a quasi 146 dollari USA a luglio, per poi crollare di recente a 38 dollari USA. Ciò è stato criticato come un tardivo riconoscimento del rallentamento dell'economia e dell'influenza degli speculatori. L'anno era iniziato con lo scandalo di Jérôme Kerviel, un operatore della banca francese Société Générale che era stato accusato di aver fatto perdere alla banca qualcosa come 5 miliardi di Euro con le sue speculazioni. L'immagine speculare a dicembre arrivò con l'arresto del famoso operatore americano Bernard Madoff, accusato di frodare i propri clienti per un importo di 50 miliardi di dollari USA con uno schema di Ponzi. Anche la Volkswagen è stata un centro d'interesse. Il prezzo delle azioni di questo fabbricante di auto è oscillato da 147 a 1000 Euro e per alcune ore era diventata la società più cara del mondo. All'insaputa di tutti, la Porsche aveva comprato la maggioranza del pacchetto azionario di VW in libera negoziazione in borsa, generando così l'esplosione del prezzo delle azioni. Gli operatori che erano andati corti vennero obbligati a comprare le azioni a qualsiasi prezzo.

### Prospettive

Alla fine dell'anno, la crisi finanziaria è entrata in uno stato avanzato ed è attualmente accompagnata da un rallentamento dell'economia globale. Le performance dell'economia nel 2009 saranno marcate da una profonda recessione che potrà trascinarsi fino al 2010. I mercati finanziari sono altrettanto preoccupati sia dallo stadio inoltrato della crisi sia dalla domanda di come sarà il mondo una volta che questa termini. Una ripresa della crescita guidata dalla liquidità e centrata nella globalizzazione sembra improbabile. Durante il trascorso dell'anno è possibile che gli investitori si saranno ampiamente fatti una ragione della crisi. Ciò potrà rimuovere l'incertezza dai mercati e dare sbocco per il rialzo dei titoli azionari nonostante il prolungamento della recessione. Forse assisteremo ad un anno diviso in due metà.

## Commento del Gestore

### Azioni

A principio l'ambiente sarà negativo con poca speranza di un recupero sostenibile. In tale scenario, ribassi e rialzi a breve termine saranno entrambi possibili. Complessivamente, assumiamo che il mercato azionario sarà volatile. Sarà assai poco probabile assistere ad un rapido ritorno ai livelli del 2006/2007.

### Obbligazioni

Nonostante il loro limitato potenziale di offrire plusvalenze di capitale, i titoli obbligazionari diverranno attraenti principalmente a causa della sicurezza che offrono. Una caduta generalizzata dell'avversione al rischio potrebbe rendere le previsioni meno allettanti permettendo di aumentare l'indebitamento degli stati ed un eventuale aumento dell'inflazione.

### Materie prime e oro

Le dimensioni della depressione economica sono difficili da stimare al giorno d'oggi, per cui al momento i prezzi delle materie prime sono sotto pressione. Il greggio è un caso speciale, dato che gli attuali livelli dei prezzi indicano che molti produttori non stanno raccogliendo profitti. La maggior rigidità dell'offerta e le rinvigorite crisi politiche possono contribuire a far toccare il fondo al greggio. L'oro sta soffrendo un'alta volatilità attualmente, ma potrebbe risultare un valore vincente a causa della reinflazione durante la seconda parte dell'anno.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Raiffeisen Vario  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>10,970,223.90</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		8,012,373.70
<i>Prezzo d'acquisto</i>			7,985,867.56
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			26,506.14
Depositi bancari a vista e liquidità			2,957,850.20
Passivo			<b>22,971.39</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		933.25
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		12,807.15
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		365.92
Cambio a pronti da pagare			548.88
Onorari			6,640.00
Altre voci del passivo			1,676.19
Valore netto d'inventario			<b>10,947,252.51</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 20/06/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 20/06/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Raiffeisen Vario Class R				
Quote parti a capitalizzazione	0.000	1,262,196.660	70,424.016	1,191,772.644

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	10,947,252.51	0.00	0.00
<b>Raiffeisen Vario Class R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,191,772.644	0.000	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.19	0.00	0.00

# Nord Est Fund Raiffeisen Vario

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Altri valori mobiliari			904,090.00	8.26%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>904,090.00</b>	<b>8.26%</b>
	<i>Austria</i>		492,720.00	4.50%
4,000	CONVERTINVEST EU CONV & BD FD MITFD GEM	EUR	492,720.00	4.50%
	<i>Lussemburgo</i>		411,370.00	3.76%
31,000	WORLD EXP II LOCAL CUR EME INM PTF -AE-	EUR	411,370.00	3.76%
Quote parti di fondi			7,108,283.70	64.93%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>7,108,283.70</b>	<b>64.93%</b>
	<i>Francia</i>		1,952,467.20	17.84%
17,280	LYXOR ETF EUROMTS 1-3 Y	EUR	1,952,467.20	17.84%
	<i>Germania</i>		986,648.00	9.01%
17,900	MORGAN STANLEY P2 VALUE	EUR	986,648.00	9.01%
	<i>Lussemburgo</i>		4,169,168.50	38.08%
8,000	DB X-TRACKERS2 EONIA TTL RET ETF -1C-CAP	EUR	1,099,288.00	10.04%
150	DWS INSTITUTIONAL MONEY PLUS CAP	EUR	2,046,940.50	18.70%
9,000	JPM INV HIGHBRIDGE STAT MKT NTL -A- EUR	EUR	1,022,940.00	9.34%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>8,012,373.70</b>	<b>73.19%</b>

## Nord Est Fund Raiffeisen Vario

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 20/06/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>98,160.02</b>
Dividendi netti	Nota 2	31,146.02
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	3,790.80
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	50,638.69
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	10,305.55
Altri proventi finanziari	Nota 2,10	2,278.96
Spese		<b>148,203.55</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	86,258.98
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	3,208.27
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,841.02
Spese amministrative		13,767.66
Onorari		8,276.20
Interessi bancari su conti correnti		161.53
Spese legali		11,107.47
Spese d'intermediazione		2,789.27
Spese di pubblicazione e stampa		1,681.86
Spese bancarie		20.00
Spese su reverse repos		15,702.17
Altre spese		2,389.12
Perdite nette da investimenti		<b>-50,043.53</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-822,603.57
Minusvalenze nette realizzate su future	Nota 2	-162,002.50
Plusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	0.01
Perdita netta realizzata		<b>-1,034,649.59</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		26,506.14
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-1,008,143.45</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione <i>Raiffeisen Vario Class R</i>		12,619,948.42 12,619,948.42
Riscatto di quote parti a capitalizzazione <i>Raiffeisen Vario Class R</i>		-664,552.46 -664,552.46
Aumento del patrimonio netto		<b>10,947,252.51</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>0.00</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>10,947,252.51</b>

*Nord Est Fund*  
**Raiffeisen Return**

## Commento del Gestore

### Scenario di mercato

Fa impressione ripassare l'andamento dei mercati azionari durante il 2008: l'indice DAX è caduto di quasi il 40% e tutti gli altri indici principali di tutto il mondo hanno sofferto perdite simili. "La crisi finanziaria" è stata votata come la frase dell'anno, che spiega chiaramente la causa che sta dietro il collasso dei prezzi delle azioni. Quello che a principio del 2007 era iniziato come un aumento dei tassi di morosità nei mutui ipotecari subprime negli USA, si è trasformato nel corso del 2008 in una crisi di liquidità globale che ha minacciato l'esistenza stessa del settore bancario e industriale. Con il senno di poi, è evidente che negli ultimi anni troppi consumatori in tutto il mondo hanno preso in prestito troppo denaro, vivendo ben al di sopra delle loro possibilità. Troppe società, e persino nazioni intere, erano eccessivamente dipendenti da questa eccessiva espansione del credito. E cosa peggiore, sia gli investitori privati sia quelli istituzionali avevano sottovalutato i rischi dell'eccessiva attività creditizia. Tutte queste persone che avevano goduto dei benefici del boom generale sono state obbligate a tornare bruscamente alla realtà in modo drammatico durante il 2008.

Le banche si sono rivelate specialmente vulnerabili, dato che avevano finanziato debiti a lungo termine riscuotendo liquidità nei mercati monetari. L'aumento di morosità nei mutui ha costretto molti istituti finanziari a procedere a svalutazioni contabili di quelli che erano stati considerati come solidi portafogli ipotecari, oltre a detenzioni di partecipazioni fuori bilancio. Anche gli istituti di credito ipotecario USA sono stati vittime della crisi: due pesi massimi come Freddie Mac e Fannie Mae sono stati nazionalizzati, mentre IndyMac è andata in fallimento.

A parte questi cambiamenti di vasta portata, il 2008 ha visto pure alcuni eventi notevoli, tra i quali il modo in cui il prezzo del petrolio è decollato da meno di 98 dollari USA per arrivare a quasi 146 dollari USA a luglio, per poi crollare di recente a 38 dollari USA. Ciò è stato criticato come un tardivo riconoscimento del rallentamento dell'economia e dell'influenza degli speculatori. L'anno era iniziato con lo scandalo di Jérôme Kerviel, un operatore della banca francese Société Générale che era stato accusato di aver fatto perdere alla banca qualcosa come 5 miliardi di Euro con le sue speculazioni. L'immagine speculare a dicembre arrivò con l'arresto del famoso operatore americano Bernard Madoff, accusato di frodare i propri clienti per un importo di 50 miliardi di dollari USA con uno schema di Ponzi. Anche la Volkswagen è stata un centro d'interesse. Il prezzo delle azioni di questo fabbricante di auto è oscillato da 147 a 1000 Euro e per alcune ore era diventata la società più cara del mondo. All'insaputa di tutti, la Porsche aveva comprato la maggioranza del pacchetto azionario di VW in libera negoziazione in borsa, generando così l'esplosione del prezzo delle azioni. Gli operatori che erano andati corti vennero obbligati a comprare le azioni a qualsiasi prezzo.

### Prospettive

Alla fine dell'anno, la crisi finanziaria è entrata in uno stato avanzato ed è attualmente accompagnata da un rallentamento dell'economia globale. Le performance dell'economia nel 2009 saranno marcate da una profonda recessione che potrà trascinarsi fino al 2010. I mercati finanziari sono altrettanto preoccupati sia dallo stadio inoltrato della crisi sia dalla domanda di come sarà il mondo una volta che questa termini. Una ripresa della crescita guidata dalla liquidità e centrata nella globalizzazione sembra improbabile. Durante il trascorso dell'anno è possibile che gli investitori si saranno ampiamente fatti una ragione della crisi. Ciò potrà rimuovere l'incertezza dai mercati e dare sbocco per il rialzo dei titoli azionari nonostante il prolungamento della recessione. Forse assisteremo a un anno diviso in due metà.

### Azioni

A principio l'ambiente sarà negativo con poca speranza di un recupero sostenibile. In tale scenario, ribassi e rialzi a breve termine saranno entrambi possibili. Complessivamente, assumiamo che il mercato azionario sarà volatile. Sarà assai poco probabile assistere a un rapido ritorno ai livelli del 2006/2007.

## Commento del Gestore

### Obbligazioni

Nonostante il loro limitato potenziale di offrire plusvalenze di capitale, i titoli obbligazionari diverranno attraenti principalmente a causa della sicurezza che offrono. Una caduta generalizzata dell'avversione al rischio potrebbe rendere le previsioni meno allettanti permettendo di aumentare l'indebitamento degli stati e un eventuale aumento dell'inflazione.

### Materie prime e oro

Le dimensioni della depressione economica sono difficili da stimare al giorno d'oggi, per cui al momento i prezzi delle materie prime sono sotto pressione. Il greggio è un caso speciale, dato che gli attuali livelli dei prezzi indicano che molti produttori non stanno raccogliendo profitti. La maggior rigidità dell'offerta e le rinvigorite crisi politiche possono contribuire a far toccare il fondo al greggio. L'oro sta soffrendo un'alta volatilità attualmente, ma potrebbe risultare un valore vincente a causa della reinflazione durante la seconda parte dell'anno.

Lussemburgo, 7 settembre 2009

Nota Bene: Le informazioni riportate nel presente commento sono basate su risultati passati e non sono assolutamente indicative di future performance.

Nord Est Fund Raiffeisen Return  
**Prospetti finanziari al 31/12/08**

Stato patrimoniale al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>14,955,182.23</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		14,309,596.59
<i>Prezzo d'acquisto</i>			<i>13,992,478.80</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			<i>317,117.79</i>
Depositi bancari a vista e liquidità			645,585.64
Passivo			<b>75,682.60</b>
Tassa d'abbonamento	Nota 4		1,174.32
Rimborsi chiesti e non regolati			50,077.57
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		14,858.16
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 9		495.27
Cambio a pronti da pagare			742.91
Onorari			6,640.00
Altre voci del passivo			1,694.37
Valore netto d'inventario			<b>14,879,499.63</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 20/06/08 al 31/12/08

	Quote parti circolanti al 20/06/08	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/08
Raiffeisen Return Class R				
Quote parti a capitalizzazione	0.000	1,615,328.697	115,752.379	1,499,576.318

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/08</b>	<b>31/12/07</b>	<b>31/12/06</b>
Patrimonio netto	EUR	14,879,499.63	0.00	0.00
<b>Raiffeisen Return Class R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,499,576.318	0.000	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.92	0.00	0.00

# Nord Est Fund Raiffeisen Return

Portafoglio titoli al 31/12/08

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			4,093,765.00	27.51%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>4,093,765.00</b>	<b>27.51%</b>
<i>Germania</i>			<i>4,093,765.00</i>	<i>27.51%</i>
101,000	BNP PARIBAS (DES50) 23.07.09 WAR	EUR	1,362,490.00	9.16%
99,500	COMMERZBANK (DJES50) 23.04.09 WAR	EUR	1,366,135.00	9.18%
99,500	DEUTSCHE BK (DJES50) 01.05.09 WAR	EUR	1,365,140.00	9.17%
Quote parti di fondi			10,215,831.59	68.66%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>10,215,831.59</b>	<b>68.66%</b>
<i>Francia</i>			<i>2,463,182.00</i>	<i>16.55%</i>
21,800	LYXOR ETF EUROMTS 1-3 Y	EUR	2,463,182.00	16.55%
<i>Germania</i>			<i>1,046,180.00</i>	<i>7.03%</i>
10,000	HSBC TRINKHAUS GENUESSE INT INKA	EUR	631,100.00	4.24%
3,000	ISHARES EB.REXX GOVERNMENT GERMANY (DE)	EUR	415,080.00	2.79%
<i>Lussemburgo</i>			<i>6,706,469.59</i>	<i>45.08%</i>
5,000	DB X-TRACKERS2 EONIA TTL RET ETF -1C-CAP	EUR	687,055.00	4.62%
15,400	DB X-TRCK2 IBOXX SOV EUR1-3 TTL RET -1C-	EUR	2,261,028.00	15.20%
190	DWS INSTITUTIONAL MONEY PLUS CAP	EUR	2,592,791.30	17.43%
10,000	JPM INV HIGHBRIDGE STAT MKT NTL -A- EUR	EUR	1,136,600.00	7.64%
31	STARCAP SICAV WINBONDS -A- DIS	EUR	28,995.29	0.19%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>14,309,596.59</b>	<b>96.17%</b>

# Nord Est Fund Raiffeisen Return

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 20/06/08 al 31/12/08

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>191,673.35</b>
Dividendi netti	Nota 2	86,280.64
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	3,790.80
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	71,487.24
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	30,114.67
<b>Spese</b>		<b>169,092.10</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	95,952.83
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	3,942.16
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,715.71
Spese amministrative		14,845.29
Onorari		8,807.84
Spese legali		12,997.87
Spese d'intermediazione		3,631.26
Spese di pubblicazione e stampa		2,452.47
Spese bancarie		360.75
Spese su reverse repos		20,489.65
Altre spese		1,896.27
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>22,581.25</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli	Nota 2	-472,784.49
Plusvalenze nette realizzate su cambi	Nota 2	0.02
<b>Perdita netta realizzata</b>		<b>-450,203.22</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		317,117.79
<b>Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>-133,085.43</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		16,152,604.77
<i>Raiffeisen Return Class R</i>		<i>16,152,604.77</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-1,140,019.71
<i>Raiffeisen Return Class R</i>		<i>-1,140,019.71</i>
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>14,879,499.63</b>
<b>Patrimonio netto a inizio periodo</b>		<b>0.00</b>
<b>Patrimonio netto a fine periodo</b>		<b>14,879,499.63</b>

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

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 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° 5 di Allée Scheffer, Lussemburgo L-2520.

Il Fondo ha una struttura ad ombrello. Alla data del 31 dicembre 2008, erano stati attivati quindici comparti:

<u>Comparti</u>	<u>Valuta</u>	<u>Data di lancio</u>
Nord Est Fund – Azionario Globale	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Azionario Euro	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Globale	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro	EUR	1 ottobre 1999
Nord Est Fund – Obbligazionario Convertibile Europeo	EUR	19 gennaio 2002
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
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro Corporate	EUR	19 gennaio 2002
Nord Est Fund – Riserva Dinamica	EUR	7 maggio 2007
Nord Est Fund – Flessibile	EUR	7 maggio 2007
Nord Est Fund – Immobiliare	EUR	7 maggio 2007
Nord Est Fund – Raiffeisen Return	EUR	20 giugno 2008
Nord Est Fund – Raiffeisen Vario	EUR	20 giugno 2008

Al 31 dicembre 2008 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 2008**

**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.

**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.

**c) Operazioni a termine in cambi**

Le operazioni a termine in cambi in essere sono valutate nella data di chiusura con riferimento al cambio applicabile per la durata residua del contratto. Le relative plusvalenze o minusvalenze da valutazione sono riportate nel prospetto di conto economico e delle variazioni del patrimonio netto.

I proventi/(perdite) realizzati e le variazioni relative a plusvalenze/minusvalenze non realizzate ivi risultanti sono state riportate nel conto economico e variazioni patrimoniali rispettivamente sotto le voci "Proventi/(perdite) netti realizzati sui contratti a termine in divise estere" e "Variazioni in plusvalenze/minusvalenze nette non realizzate sui contratti a termine in divise estere".

**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.

**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.

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.

A causa del peggioramento delle condizioni di mercato che ha interessato numerosi titoli del comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica, il quale rappresentava il 20,33% del patrimonio netto del comparto alla data del 31 dicembre 2008, il Consiglio d'Amministrazione della Società di Gestione Finanziaria ha deciso di confrontare le consuete fonti di pricing (per lo più le quotazioni indicative dei broker) con altre fonti di pricing fornite dal Gestore del Fondo. Fatte le debite considerazioni, il Consiglio d'Amministrazione ha deciso di mantenere i prezzi stabiliti secondo le consuete fonti di pricing. Ciononostante, esiste un'incertezza relativa al valore realizzabile di questi titoli. Di conseguenza, il valore realizzabile di questi titoli,

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI (segue)

contrassegnati con un (\*) nel portafoglio titoli al 31/12/08 potrebbe essere differente rispetto alla valutazione effettuata ai fini dei rendiconti d'esercizio, e questa differenza potrebbe essere significativa.

La valutazione dell'investimento nel fondo HSBC Trinkhaus Genuese Int Inka detenuto nel comparto Nord Est Fund Raiffeisen Return è sospeso dal 30 settembre 2008 e non sono disponibili informazioni finanziarie più recenti di quelle disponibili al 31 dicembre 2008. Secondo il prospetto del Fondo e data la natura degli investimenti sottostanti del fondo HSBC Trinkhaus Genuese Int Inka, il Consiglio d'Amministrazione ha deciso di valutarlo al suo ultimo NAV quotato per azione prima della sospensione, oppure EUR 63,11 per azione. Tale investimento rappresentava il 4,24% del patrimonio netto del comparto al 31 dicembre 2008.

#### 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.

I proventi/(perdite) realizzati e le variazioni relative a plusvalenze/minusvalenze non realizzate ivi risultanti sono state riportate nel conto economico e variazioni patrimoniali rispettivamente sotto le voci "Proventi/(perdite) netti realizzati su contratti a termine su strumenti finanziari" e "Variazioni in plusvalenze/minusvalenze nette non realizzate su contratti a termine su strumenti finanziari".

#### 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) Opzioni

Le opzioni in essere sono valutate al loro ultimo prezzo conosciuto nella data di valutazione o alla data di chiusura. Le plusvalenze o minusvalenze sono rivelate nei conti.

I proventi/(perdite) realizzati e le variazioni relative a plusvalenze/minusvalenze non realizzate su opzioni sono riportati nel conto economico e variazioni patrimoniali rispettivamente sotto le partite "Proventi/(perdite) netti realizzati su opzioni" e "Variazioni in plusvalenze/minusvalenze nette non realizzate su opzioni".

#### i) 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"

### 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.

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008**

**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. 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 mensualmente.

**5. COMMISSIONI DI GESTIONE (segue)**

Al 31 dicembre 2008 erano in essere i seguenti commissioni:

Sub-funds	Management fees	
	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 Convertibile 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%
Nord Est Fund – Riserva Dinamica	0.45%	0.25%
Nord Est Fund – Flessibile	1.50%	0.50%
Nord Est Fund – Immobiliare	1.80%	1.10%
Nord Est Fund – Raiffeisen Return	1.20%	0.50%
Nord Est Fund – Raiffeisen Vario	1.40%	0.50%

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI

Al 31 dicembre 2008, gli operazioni a termine in cambi sono i seguenti:

#### Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	5,651,086.65	USD	7,322,000.00	12/06/09	366,317.78
GBP	319,999.99	USD	566,388.80	03/03/09	-71,619.51
GBP	633,000.00	USD	1,142,714.39	03/03/09	-157,738.66
USD	3,475,623.45	INR	163,947,000.00	16/03/09	109,353.82
INR	163,947,000.00	USD	3,281,893.67	16/03/09	30,770.90
USD	2,644,801.12	KRW	3,032,000,000.00	27/02/09	176,440.04
KRW	1,514,268,000.00	USD	1,089,755.81	27/02/09	77,427.67
USD	1,323,430.36	KRW	1,730,589,000.00	27/02/09	-32,623.99
MXN	2,396,000.00	USD	219,695.58	03/03/09	-36,214.55
MXN	3,662,000.00	USD	298,641.35	03/03/09	-28,169.81
MXN	4,362,000.02	USD	315,762.96	03/03/09	-4,305.52
SGD	3,573,000.00	USD	2,522,182.93	27/02/09	-30,212.28
USD	2,506,629.62	SGD	3,573,000.00	27/02/09	18,993.65
USD	1,120,512.00	GBP	640,000.00	03/03/09	134,214.28
USD	3,808,507.72	ZAR	31,846,000.00	09/03/09	344,055.53
USD	977,749.17	MXN	10,420,000.00	03/03/09	170,656.23
USD	541,834.30	GBP	313,000.00	03/09/09	61,370.68
KRW	952,014,000.00	USD	697,318.36	27/02/09	40,073.39
KRW	2,296,307,000.00	USD	1,575,889.13	27/02/09	172,881.54
USD	1,684,715.45	ZAR	17,315,000.00	29/05/09	-66,339.65
ZAR	2,413,000.00	USD	292,697.72	09/03/09	-29,576.87
ZAR	9,015,000.00	USD	947,684.45	09/03/09	-3,751.06
ZAR	8,657,499.96	USD	821,519.40	29/05/09	49,958.76
ZAR	8,657,499.99	USD	837,938.81	29/05/09	37,714.88
ZAR	20,418,000.00	USD	1,894,625.49	09/03/09	175,796.67
				<b>TOTAL</b>	<b>1,505,473.92</b>

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Globale

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
AUD	1,000,000.00	EUR	496,056.35	27/02/09	8,476.72
EUR	2,078,846.27	CAD	3,301,000.00	27/02/09	132,736.11
GBP	800,000.00	EUR	945,402.98	27/02/09	-104,827.46
JPY	179,000,000.00	EUR	1,445,763.67	27/02/09	-28,458.34
NZD	99,000.00	EUR	41,201.93	27/02/09	-63.71
USD	3,300,000.00	EUR	2,534,270.25	27/02/09	-157,686.85
EUR	579,889.43	USD	750,000.00	27/02/09	39,748.51
USD	800,000.00	EUR	621,793.88	27/02/09	-45,636.68
USD	534,905.00	GBP	350,000.00	27/02/09	17,415.94
				<b>TOTAL</b>	<b>-138,295.76</b>

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI (segue)

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	12,250,000.00	USD	16,753,859.00	30/01/09	196,126.95
				<b>TOTAL</b>	<b>196,126.95</b>

#### Nord Est Fund – Riserva Dinamica

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	7,000,000.00	USD	8,862,000.00	05/01/09	631,301.78
EUR	7,000,000.00	USD	8,873,200.00	05/01/09	623,254.07
EUR	6,000,000.00	USD	8,017,920.00	16/01/09	234,972.15
EUR	6,000,000.00	USD	8,018,400.00	16/01/09	234,627.25
EUR	5,150,000.00	USD	7,201,760.00	26/01/09	-30,364.54
EUR	5,150,000.00	USD	7,204,335.00	26/01/09	-32,214.79
EUR	6,875,000.00	USD	9,719,256.25	02/02/09	-118,335.78
EUR	6,875,000.00	USD	9,719,771.88	02/02/09	-118,706.29
				<b>TOTAL</b>	<b>1,424,533.85</b>

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

<b>6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI (segue)</b>
-------------------------------------------------

### Nord Est Fund – Immobiliare

Importo	Vendite	Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR 20,133.33	AUD 40,800.00	20/02/09	460.73
EUR 3,601.32	AUD 7,100.00	20/02/09	17.87
GBP 113,000.00	EUR 133,696.17	20/02/09	-14,982.20
USD 527,051.00	EUR 411,919.50	20/02/09	-32,480.52
SEK 148,500.00	EUR 14,275.41	20/02/09	-598.87
HKD 870,500.00	EUR 87,951.50	20/02/09	-7,392.78
AUD 11,394.00	EUR 5,745.84	20/02/09	4.92
JPY 13,262,000.00	EUR 108,128.82	20/02/09	-3,165.21
SGD 50,000.00	EUR 25,940.34	20/02/09	-950.78
USD 37,850.00	EUR 29,574.93	20/02/09	-2,325.64
HKD 335,000.00	EUR 33,761.65	20/02/09	-2,759.73
GBP 13,000.00	EUR 15,466.98	20/02/09	-1,809.62
JPY 7,450,000.00	EUR 61,216.11	20/02/09	-2,252.24
SGD 49,000.00	EUR 25,408.35	20/02/09	-918.59
SEK 71,000.00	EUR 6,856.26	20/02/09	-317.31
AUD 3,500.00	EUR 1,777.10	20/02/09	-10.58
GBP 1,400.00	EUR 1,482.58	20/02/09	-11.79
EUR 128,083.49	GBP 108,000.00	20/02/09	14,612.64
EUR 7,991.78	GBP 7,000	20/02/09	637.40
EUR 424,696.46	HKD 4,110,000.00	20/02/09	44,243.96
EUR 57,639.75	HKD 580,000.00	20/02/09	3,955.80
EUR 19,987.05	HKD 216,000.00	20/02/09	-2.23
EUR 389,483.84	JPY 46,407,000.00	20/02/09	22,125.35
EUR 10,982.57	JPY 1,386,000.00	20/02/09	12.89
EUR 43,595.70	SEK 460,000.03	20/02/09	1,229.32
EUR 2,847.65	SEK 30,000.00	20/02/09	84.62
EUR 1,034.87	SEK 11,500.00	20/02/09	-24.23
EUR 155,403.70	SGD 307,000.00	20/02/09	1,966.64
EUR 19,801.98	SGD 40,000.00	20/02/09	-189.55
EUR 1,157,037.98	USD 1,450,000.00	20/02/09	112,924.68
EUR 42,284.92	USD 55,000.00	20/02/09	2,683.70
EUR 57,360.01	USD 80,000.01	20/02/09	-233.81
	<b>TOTAL</b>		<b>133,613.38</b>

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 7. OPERAZIONI IN FUTURE

Al 31 dicembre 2008, il fondo Nord Est Fund registrava le seguenti posizioni:

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Globale

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
20	EURO SCHATZ FUTURE	EUR	2,149,400.00	7,000.00
-5	EURO BOBL FUTURE	EUR	-581,050.00	-10,200.00
-10	EURO BUND FUTURE	EUR	-1,248,400.00	-25,500.00
-13	US 2 YEARS /200903	USD	-2,036,942.23	-23,644.64
-12	US TREASURY /200903	USD	-1,190,315.80	-117,616.94
	<b>TOTAL</b>		<b>-2,907,308.03</b>	<b>-169,961.58</b>

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Euro

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
53	EURO SCHATZ FUTURE	EUR	5,695,910.00	19,260.00
41	EURO BOBL FUTURE	EUR	4,764,610.00	37,790.00
55	EURO BUND FUTURE	EUR	6,866,200.00	86,900.00
	<b>TOTAL</b>		<b>17,326,720.00</b>	<b>143,950.00</b>

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

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
190	EURO SCHATZ FUTURE	EUR	20,419,300.00	83,970.00
	<b>TOTAL</b>		<b>20,419,300.00</b>	<b>83,970.00</b>

### 8. OPZIONI VENDUTE

Al 31 dicembre 2008, delle opzioni sono i seguenti:

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Convertibile Europeo

Number of (sold) options	Description	Currency	Commitment (EUR)	Market Value (EUR)	Unrealised appreciation/ depreciation (EUR)
-80	EURX EURO BUND /PUT	EUR	16,800,000.00	-7,680.00	11,520.00
-80	EURX EURO BUND /CALL	EUR	-21,600,000.00	-5,680.00	17,314.00
	<b>TOTAL</b>		<b>-4,800,000.00</b>	<b>-13,360.00</b>	<b>28,834.00</b>

### 9. SPESE AMMINISTRATIVE E COMMISSIONE DELLA BANCA DEPOSITARIA

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

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008

### 10. PRONTO CONTRO TERMINE

Il 31 dicembre 2008 il Fondo ha concluso di mutuo, con garanzia totale rappresentata da titoli, con primari istituti finanziari come meglio descritto nel prospetto, come segue :

Comparto	Valuta	Valore di mercato (EUR)	% di investimenti
Nord Est Fund Azionario Globale	EUR	311,655.49	5.08%
Nord Est Fund Azionario Euro	EUR	10,884,801.00	18.27%
Nord Est Fund Azionario Stati Uniti	EUR	116,852.59	3.54%
Nord Est Fund Azionario Giappone	EUR	1,172,084.53	1.24%

### 11. 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.

### 12. 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.

### 13. EVENTI SUCCESSIVI

Comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica

Dopo la fine dell'anno e in considerazione della crescita anomala degli indici d'insolvenza di mortgage e asset backed securities (titoli garantiti da mutui ipotecari e da operazioni di cartolarizzazione di crediti) all'interno del portafoglio del Comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica, che raggiungevano una quota del 20,33% del Patrimonio Netto del Comparto al 31 di dicembre del 2008, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deciso di modificare la politica d'investimento e il gestore dell'investimento del Comparto. A partire dal 17 di febbraio del 2009, gli sponsor del Comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica hanno sottoscritto la classe di azioni I di recente lancio del Comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica per un importo totale di 29 milioni di euro, di modo che la quota di mortgage e asset backed securities all'interno del Comparto è stata ridotta al 15,93 % del Patrimonio Netto del Comparto a partire da tale data. Come risultato di tale modifica nella politica d'investimento, le mortgage e asset backed securities all'interno del Comparto Nord Est Fund Riserva Dinamica sono state liquidate tra il 19 ed il 24 di febbraio del 2009. La differenza tra il prezzo di vendita dei titoli e la loro ultima quotazione nel Comparto ha rappresentato un 14,38% del valore di tali titoli e ha fatto scattare una diminuzione del NAV per azione del 2,29% durante il periodo dal 19 ed il 24 di febbraio del 2009.

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2008**

**13. EVENTI SUCCESSIVI (segue)**

Comparto Nord Est Fund Raiffeisen Return

Dopo la fine dell'anno, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deciso di mantenere il valore dell'investimento nel fondo HSBC Trinkhaus Genuese Int Inka, all'interno del Comparto Nord Est Fund Raiffeisen Return a 63,11 euro. Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione è dell'opinione che data la natura degli investimenti soggiacenti e la qualità degli emittenti degli investimenti detenuti dal fondo HSBC Trinkhaus Genuese Int Inka, al momento non si rendono necessari aggiustamenti della valutazione. Tale investimento rappresentava il 4,24% del patrimonio netto del Comparto al 31 di dicembre del 2008. Alla data della presente Relazione, la valutazione dell'investimento nel fondo HSBC Trinkhaus Genuese Int Inka detenuto dal Comparto Nord Est Fund Raiffeisen Return resta ancora sospesa.

## Nord Est Fund

### **Informazione complementare (non certificata)**

#### **DIRETTIVA EUROPEA SUI REDDITI DA RISPARMIO 2003/48**

I comparti seguenti sono nel campo di applicazione della legge per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 gennaio 2008 al 30 aprile 2009:

- Obbligazionario Globale
- Obbligazionario Euro
- Obbligazionario Paesi Emergenti
- Obbligazionario Breve Termine Euro
- Obbligazionario Convertibile Europeo
- Obbligazionario Euro Corporate
- Riserva Dinamica
- Flessibile
- Raiffeisen Return
- Raiffeisen Vario

I comparti seguenti non sono nel campo di applicazione della legge per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 gennaio 2007 al 30 Aprile 2009:

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