



# Nord Est Fund

Fonds Commun de Placement

Relazione annuale certificata

al 31/12/03

## Sommario

	<b>Pagina</b>
Struttura Organizzativa ed Amministrativa	3
Consiglio di Amministrazione	4
Relazione del revisore dei conti	5
Consolidato	6
Azionario Globale	9
Azionario Euro	15
Azionario Paesi Emergenti	20
Obbligazionario Globale	27
Obbligazionario Euro	32
Obbligazionario Paesi Emergenti	40
Obbligazionario Breve Termine Euro	46
Asia Ex Japan	51
Financial Opportunities	55
Obbligazionario Convertible Europeo	59
European New Markets Equity	65
Azionario Europa Dell'Est	69
High Tech Equity	75
Bio Pharma Equity	79
Azionario Stati Uniti	83
Azionario Giappone	89
Obbligazionario Euro Corporate	95
Note ai prospetti finanziari	101

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

## **Struttura Organizzativa ed Amministrativa**

### SEDE LEGALE

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

### GESTORI

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

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

BNP Paribas Asset Management S.A.S.  
5, avenue Kleber  
F-75116 Paris - Francia

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

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

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

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

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

Morgan Stanley Investment Management Limited  
(dal 20/01/2003)  
25, Cabot Square,  
Canary Wharf  
London E14 4QA - Regno Unito

Merrill Lynch Investment Managers Limited  
(dal 23/01/2003)  
33 King William street  
London EC4R 9AS - Regno Unito

Vontobel Asset Management Inc.  
(dal 20/01/2003)  
450 Park Avenue, 7<sup>th</sup> Floor,  
New York, NY 10022

### BANCA DEPOSITARIA, AGENTE DOMICILIATARIO E AMMINISTRATIVO

Crédit Agricole Indosuez Luxembourg S.A.  
(fino il 28/02/2003)  
39, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A.  
(dal 01/03/2003)  
39, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

### SOCIETA DI REVISIONE

Ernst & Young S.A.  
6, rue Jean Monnet  
L-2180 Lussemburgo

### DISTRIBUTORI E NOMINEE

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

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

### CONSIGLIERE INVESTIMENTI

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

## **Consiglio di Amministrazione**

### PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

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

### VICE-PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

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

### AMMINISTRATORI

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

Mr Girolamo Da Dalto, Senior Vice-Presidente  
Banca di Credito Cooperativo delle Prealpi S.c.r.l  
Piazza IV Novembre 5  
IT-31020 Tarzo TV - Italia

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

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

Mrs Francesca De Bartolomeo, Senior Sales Manager  
Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A.  
39 Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

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

Mr Vittorio D'Angelantonio, General Manager  
Cassa Rurale di Trento,  
Via Belenzani n.6  
IT-38100 Trento - Italia

## **Relazione del revisore dei conti**

Agli Azionisti di  
**NORD EST FUND**

Abbiamo verificato i rapporti finanziari, composti dal prospetto degli attivi netti, dal prospetto delle variazioni degli attivi netti, dalla consistenza del portafoglio titoli e delle attività nette e dalle note relative ai rendiconti finanziari di Nord Est Fund e di ognuno dei suoi comparti per l'esercizio al 31 dicembre 2003. I rapporti finanziari sono di responsabilità del Consiglio d'Amministrazione di Nord Est Asset Management S.A. (la "Società di Gestione"). La nostra responsabilità consiste nell'esprimere un'opinione su questi rapporti finanziari, basata sui nostri lavori di revisione.

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

Secondo la nostra valutazione, i rapporti finanziari qui allegati danno, in conformità alle prescrizioni legali e regolamentari in vigore a Lussemburgo, un'immagine veritiera del patrimonio e della situazione finanziaria di Nord Est Fund e di ogni suo comparto al 31 dicembre 2003, nonché dei risultati e delle variazioni delle attività nette dell'esercizio al 31 dicembre 2003.

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

Lussemburgo, Marzo 5, 2004.

ERNST & YOUNG  
Société Anonyme  
Réviseur d'entreprises

Raymond Schadeck

*Nord Est Fund*

**Consolidato**

Nord Est Fund  
Consolidato  
**Prospetti finanziari al 31/12/03**

Stato patrimoniale al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>238,748,366.04</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	226,362,666.45
<i>Prezzo d'acquisto</i>		225,361,329.91
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		1,001,336.54
Depositi bancari a vista e liquidità		6,026,976.84
Depositi vincolati		1,100,000.00
Interessi maturati		2,271,335.93
Spese di costituzione nette	Nota 4	15,602.44
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7	1,958,204.53
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 8	11,020.00
Altre voci dell'attivo		1,002,559.85
<b>Passivo</b>		<b>1,039,752.02</b>
Debiti bancari a vista		120.06
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 8	2,900.00
Altre voci del passivo		1,036,731.96
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>237,708,614.02</b>

# Nord Est Fund Consolidato

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>6,919,233.58</b>
Dividendi netti		1,626,276.10
Cedole nette da obbligazioni		5,114,683.09
Interessi bancari su conti correnti		80,489.46
Interessi bancari su conti bancari		29,403.29
Altri redditi		68,381.64
<b>Spese</b>		<b>4,273,298.68</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	19,957.21
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	2,799,910.72
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	158,076.72
Tassa d'abbonamento	Nota 5	94,075.95
Spese amministrative		412,575.02
Commissioni di domiciliazione		8,600.00
Onorari		61,898.23
Interessi bancari su conti correnti		8,584.93
Spese legali		55,908.63
Altre spese		653,711.27
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>2,645,934.90</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-18,709,006.60
Plusvalenze nette realizzate su future		49,284.50
Plusvalenze nette realizzate su opzioni		17,119.25
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-175,171.08
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		1,969,954.06
<b>Perdita netta realizzata</b>		<b>-14,201,884.97</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		1,394,450.15
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		54,527.54
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		27,440,517.50
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>14,687,610.22</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		134,917,932.28
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-86,584,758.76
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>63,020,783.74</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>174,687,830.28</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>237,708,614.02</b>



*Nord Est Fund*  
**Azionario Globale**

## Relazione di Gestione

Il sensibile miglioramento della crescita economica nelle principali regioni mondiali ha consentito di chiudere l'anno in modo decisamente positivo e indica che siamo ora in una fase di ripresa economica sostenuta. La conferma che le difficoltà del primo trimestre erano ormai alle nostre spalle si è avuta quando i mercati hanno messo a segno un brillante rally, iniziato dopo marzo e continuato fino a fine anno. L'indice MSCI World ha registrato una performance del 14.3% nel quarto trimestre, rispetto alla flessione del 5.1% nel primo trimestre. Nell'anno il portafoglio ha guadagnato il 30.6%, esprimendo una leggera sottoperformance rispetto al benchmark MSCI World, in rialzo del 33.1%.

Abbiamo perso performance relativa nel primo trimestre 2003. Come già ricordato, il mercato è calato del 5.1% e la guerra in Iraq e il suo impatto sull'economia globale hanno dominato i pensieri degli investitori. In questo periodo il portafoglio è stato sovrappesato nel settore difensivo dei beni di consumo di base, ma tali azioni sono scese anche per effetto del generale arretramento dei listini azionari. Anche i settori più sensibili all'andamento dell'economia, come quelli finanziario, dei beni di consumo voluttuari, dei materiali e dell'industria, in cui il portafoglio aveva una posizione neutrale o sovrappesata rispetto all'indice, hanno sofferto. La combinazione di questi effetti ha determinato la sottoperformance del portafoglio nel primo trimestre.

Nel secondo trimestre, il conflitto in Iraq è terminato e ne è seguito un rally di sollievo. Il mercato ha guadagnato il 17.0% nel periodo e i rendimenti di tutti i settori sono stati positivi. Il posizionamento del portafoglio è rimasto simile a quello del primo trimestre e in questo contesto ha prodotto una sovraperformance. Il rimbalzo non è stato comunque sufficiente a recuperare per intero le perdite subite a causa delle anomale condizioni del primo trimestre.

Con l'accelerazione della dinamica della ripresa economica e con il procedere dell'anno il portafoglio ha continuato a sovraperformare nel terzo trimestre, ottenendo rendimenti in linea con il benchmark nel quarto trimestre. Sull'intero anno il rendimento del portafoglio è stato pertanto complessivamente inferiore del 2.5% rispetto all'indice. Il portafoglio mantiene la sua notevole sovrapponderazione del settore dei beni di consumo di base e rimane sottopesato nel settore dell'informatica, dove le azioni che soddisfano i nostri criteri di qualità continuano ad avere prezzi troppo elevati. Siamo infine riusciti a individuare diverse opportunità interessanti in Giappone, in particolare nei settori farmaceutico e dei prodotti per la casa, che rispettano i nostri rigorosi parametri di qualità e di valore, e abbiamo aumentato marginalmente incrementato la ponderazione del portafoglio. Tutto ciò avviene in un periodo in cui le azioni statunitensi appaiono sempre più sopravvalutate.

# Nord Est Fund Azionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>33,167,103.16</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	32,268,519.21
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>31,571,765.53</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>696,753.68</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		794,093.42
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Altre voci dell'attivo		102,261.61
Passivo		<b>87,668.52</b>
Debiti bancari a vista		19.47
Altre voci del passivo		87,649.05
Valore netto d'inventario		<b>33,079,434.64</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,301,281.190	280,824.140	224,544.700	1,357,560.630
Azionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	4,039,450.540	2,618,963.930	2,771,676.980	3,886,737.490

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	33,079,434.64	30,944,245.33	43,568,690.18
<b>Azionario Globale - Category I</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,357,560.630	1,301,281.190	1,324,244.810
Valore d'inventario netto della quota parte		6.45	5.87	9.20
<b>Azionario Globale - Category R</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,886,737.490	4,039,450.540	3,416,300.640
Valore d'inventario netto della quota parte		6.26	5.77	9.19

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			32,268,519.21	97.55%
	<b>Azioni</b>		<b>32,037,513.36</b>	<b>96.85%</b>
	<i>Bermuda</i>		250,579.20	0.76%
4,081	XL CAPITAL -A-	USD	250,579.20	0.76%
	<i>Corea del sud</i>		79,784.64	0.24%
536	SAMSUNG ELEC.GDR REP.0.5 VTG HS -144A-	USD	79,784.64	0.24%
	<i>Danimarca</i>		285,594.29	0.86%
8,100	DANISCO A/S	DKK	285,594.29	0.86%
	<i>Finlandia</i>		61,132.89	0.18%
4,459	NOKIA CORP	EUR	61,132.89	0.18%
	<i>Francia</i>		2,267,909.34	6.86%
10,210	AVENTIS	EUR	535,004.00	1.62%
8,805	BNP PARIBAS	EUR	439,545.60	1.33%
7,374	CIE SAINT GOBAIN	EUR	286,184.94	0.87%
1,341	GROUPE DANONE	EUR	173,525.40	0.52%
5,649	LAFARGE	EUR	398,819.40	1.21%
2,950	TOTAL SA	EUR	434,830.00	1.31%
	<i>Germania</i>		530,415.66	1.60%
9,175	BASF AG	EUR	409,021.50	1.24%
258	PORSCHE AG VZ. AKT.	EUR	121,394.16	0.37%
	<i>Giappone</i>		3,985,840.15	12.05%
8,000	CANON INC	JPY	294,294.23	0.89%
12,000	FUJI PHOTO FILM	JPY	306,089.59	0.93%
33,000	FUJITSU LTD	JPY	153,752.52	0.46%
40,000	HITACHI LTD	JPY	190,495.06	0.58%
22,000	KAO CORP	JPY	353,565.92	1.07%
46,000	MITSUBISHI ESTATE	JPY	344,542.47	1.04%
63,000	MITSUMI SUMITOMO INSURANCE CO LTD	JPY	408,709.22	1.24%
82	NIPPON TEL. TEL.	JPY	312,532.81	0.94%
3,100	ROHM CO LTD	JPY	287,040.09	0.87%
16,300	SANKYO CO LTD	JPY	242,132.94	0.73%
33,000	SEKISUI HOUSE LTD	JPY	269,310.19	0.81%
39,000	SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES LTD	JPY	275,436.40	0.83%
13,400	TAKEDA CHEMICAL IND	JPY	419,841.10	1.27%
4,800	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	128,097.61	0.39%
	<i>Hong Kong</i>		167,501.98	0.51%
53,500	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LTD	HKD	167,501.98	0.51%
	<i>Irlanda</i>		206,856.76	0.63%
19,118	BANK OF IRELAND (GOV&CO)	EUR	206,856.76	0.63%
	<i>Italia</i>		951,390.47	2.88%
35,550	ENI AZ	EUR	531,828.00	1.61%
259,791	TELECOM ITALIA AZIONE DI RISPARNIO	EUR	419,562.47	1.27%
	<i>Paesi Bassi</i>		1,712,964.90	5.18%
10,290	HEINEKEN NV	EUR	310,655.10	0.94%
9,386	ING GROEP NV CERT OF SHS	EUR	173,547.14	0.52%
19,618	ROYAL DUTCH PETROLEUM NY REGISTRY SHS	USD	813,766.41	2.46%
13,812	ROYAL PHILIPS ELECTRONICS NV	EUR	319,747.80	0.97%
1,837	UNILEVER CERT. OF SHS	EUR	95,248.45	0.29%
	<i>Regno Unito</i>		5,328,718.96	16.11%
74,069	ALLIED DOMECQ PLC (NEW)	GBP	452,947.48	1.37%
27,264	BAA PLC (BRITISH AIRPORT AUTHORITIES)	GBP	191,965.94	0.58%
88,798	CADBURY SCHWEPES	GBP	516,875.41	1.56%
35,739	DIAGEO PLC	GBP	372,703.81	1.13%
43,022	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	781,330.29	2.36%
27,610	LLOYDS TSB GROUP PLC	GBP	175,500.56	0.53%
32,557	NATIONAL GRID TRANSCO PLC	GBP	184,888.46	0.56%
26,177	PRUDENTIAL PLC	GBP	175,398.52	0.53%
99,125	REED ELSEVIER PLC	GBP	657,153.17	1.99%
65,619	RENTOKIL INITIAL PLC	GBP	176,895.71	0.53%
82,267	ROLLS-ROYCE GROUP	GBP	206,893.10	0.63%
7,700	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC	GBP	179,826.90	0.54%
31,666	SCOTTISH AND SOUTHERN ENERGY	GBP	302,372.55	0.91%
292,076	VODAFONE GROUP PLC	GBP	573,957.51	1.74%
24,304	WPP GROUP PLC	GBP	189,142.22	0.57%
44,106	YELL GROUP PLC	GBP	190,867.33	0.58%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Spagna</i>		<i>316,247.16</i>	<i>0.96%</i>
27,169	TELEFONICA SA	EUR	316,247.16	0.96%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>13,462,079.50</i>	<i>40.70%</i>
12,316	ALCOA	USD	370,552.63	1.12%
16,495	ALTRIA GROUP	USD	710,734.65	2.15%
8,445	BELLSOUTH CORP	USD	189,226.83	0.57%
13,258	BJ'S WHOLESALE CLUB INC	USD	241,016.36	0.73%
9,515	BOEING CO COM.	USD	317,468.00	0.96%
19,613	BOISE CASCADE CORP	USD	510,279.61	1.54%
18,009	BRISTOL MYERS SQUIBB CO	USD	407,804.73	1.23%
3,232	CHEVRONTXACO CORP	USD	221,070.84	0.67%
4,822	COCA-COLA CO	USD	193,758.11	0.59%
2,664	DU PONT E I NEMOURS CO	USD	96,794.10	0.29%
2,234	EMERSON ELECTRIC CO	USD	114,530.08	0.35%
6,479	EXXON MOBIL	USD	210,323.82	0.64%
11,776	FIRST DATA CORP	USD	383,116.24	1.16%
7,459	GAP INC	USD	137,073.14	0.41%
4,452	GENERAL DYNAMICS	USD	318,619.37	0.96%
15,485	GEORGIA-PACIFIC CORP	USD	376,029.24	1.14%
21,969	HEWLETT PACKARD CO	USD	399,547.04	1.21%
9,975	IBM CORP	USD	731,973.84	2.21%
5,995	JP MORGAN CHASE AND CO	USD	174,343.90	0.53%
13,059	KIMBERLY CLARK	USD	610,970.92	1.85%
18,884	KROGER CO	USD	276,756.00	0.84%
12,426	LOEWS CAROLINA GROUP	USD	248,323.22	0.75%
8,572	MBIA INC	USD	401,994.88	1.22%
16,603	MC DONALDS CORP	USD	326,407.34	0.99%
15,943	MELLON FINANCIAL CO	USD	405,328.35	1.23%
5,967	MERCK AND CO INC.	USD	218,270.30	0.66%
6,670	MERRILL LYNCH CO INC	USD	309,735.14	0.94%
44,825	MOTOROLA	USD	499,356.86	1.51%
5,663	NEW YORK TIMES -A-	USD	214,279.30	0.65%
4,902	NORTHROP GRUMMAN CORP	USD	371,046.06	1.12%
3,752	PARKER-HANNIFIN CORP	USD	176,756.92	0.53%
16,172	PFIZER INC	USD	452,380.63	1.37%
7,960	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	USD	263,253.51	0.80%
20,619	SBC COMMUNICATIONS INC	USD	425,603.57	1.29%
26,898	TRAVELERS PROPERTY CASUALTY CORP -A-	USD	357,362.17	1.08%
8,478	US BANCORP	USD	199,900.89	0.60%
16,094	VERIZON COMMUNICATIONS INC	USD	447,013.06	1.35%
6,321	VIACOM INC -B- NON-VOTING	USD	222,110.82	0.67%
2,918	WELLS FARGO AND CO NEW	USD	136,057.81	0.41%
17,552	WYETH	USD	589,930.61	1.78%
18,760	XEROX CORP	USD	204,978.61	0.62%
	<i>Svezia</i>		<i>169,927.60</i>	<i>0.51%</i>
28,573	NORDEA AB	SEK	169,927.60	0.51%
	<i>Svizzera</i>		<i>2,260,569.86</i>	<i>6.83%</i>
8,805	CONVERIUM HOLDING AG NAM.AKT	CHF	371,608.40	1.12%
6,778	HOLCIM NAMEN	CHF	250,601.96	0.76%
3,218	NESTLE SA REG.SHS	CHF	638,270.73	1.93%
7,977	NOVARTIS SA REG.SHS	CHF	287,507.78	0.87%
2,724	ROCHE HOLDING GENUSSSCHEIN	CHF	218,126.32	0.66%
5,531	SYNGENTA NAMEN	CHF	295,739.32	0.89%
3,655	UBS NAM.AKT	CHF	198,715.25	0.60%
	<b>Obbligazioni convertibili</b>		<b>231,005.85</b>	<b>0.70%</b>
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>231,005.85</i>	<i>0.70%</i>
5,224	FORD MOTOR CREDIT CV 6.50 02 03 15/01Q	USD	231,005.85	0.70%

**Totale portafoglio titoli**

**32,268,519.21 97.55%**

# Nord Est Fund Azionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>627,978.52</b>
Dividendi netti		586,293.84
Cedole nette da obbligazioni		8,433.44
Interessi bancari su conti correnti		18,660.54
Altri redditi		14,590.70
Spese		<b>752,910.82</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	489,863.31
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	40,039.93
Tassa d'abbonamento	Nota 5	11,913.45
Spese amministrative		43,554.83
Commissioni di domiciliazione		1,141.04
Onorari		11,199.64
Interessi bancari su conti correnti		1,607.08
Spese legali		8,349.21
Altre spese		142,391.30
Perdite nette da investimenti		<b>-124,932.30</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-9,784,169.31
Plusvalenze nette realizzate su future		35,280.30
Plusvalenze nette realizzate su opzioni		35.84
Plusvalenze nette realizzate su cambi		68,833.62
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-269.64
Perdita netta realizzata		<b>-9,805,221.49</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		46,407.54
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		11,640,080.27
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,881,266.32</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		16,343,441.56
<i>Azionario Globale - Category I</i>		<i>1,696,030.84</i>
<i>Azionario Globale - Category R</i>		<i>14,647,410.72</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-16,089,518.57
<i>Azionario Globale - Category I</i>		<i>-1,343,675.75</i>
<i>Azionario Globale - Category R</i>		<i>-14,745,842.82</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>2,135,189.31</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>30,944,245.33</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>33,079,434.64</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Euro**

## Relazione di Gestione

### Analisi di mercato

Dopo tre anni consecutivi di rendimenti negativi, a partire da marzo 2003 i mercati azionari europei hanno prodotto un forte rimbalzo grazie al diffondersi della convinzione di una rapida conclusione dell'intervento militare in Iraq. Con il procedere dell'anno i mercati azionari hanno ricevuto ulteriore slancio dai crescenti segnali di un'accelerazione della crescita economica globale e anche i paesi più lenti dell'Europa continentale si sono finalmente uniti alla partita. Anche il fatto che la Banca centrale europea abbia lasciato i tassi d'interesse ufficiali a bassi livelli per tutto l'anno ha sostenuto i listini azionari, neutralizzando l'impatto dell'apprezzamento dell'euro.

Nel 2003 l'indice Eurostoxx 50 ha espresso un rendimento annuo di oltre il 18%. In modo non sorprendente in questo contesto di crescente ottimismo da parte degli investitori, i settori ciclici sono stati tra quelli che hanno espresso le migliori performance, con progressi del 48% dei titoli industriali e del 36% dei titoli dei beni di consumo ciclici. Le azioni delle telecomunicazioni sono tornate di moda, con un rialzo medio del 30%. Si è registrata una buona domanda anche per le banche, che hanno guadagnato il 35%. I segmenti più difensivi del mercato sono stati trascurati: i titoli dei servizi non ciclici e quelli degli alimentari e delle bevande hanno chiuso l'anno con una flessione rispettivamente dell'11% e del 5%.

Il 2003 sarà anche ricordato come l'anno degli scandali societari, con gli shock per i mercati dovuti alle accuse di frodi contabili da parte della catena di vendite al dettaglio olandese Ahold e del gruppo lattiero-caseario italiano Parmalat.

### Analisi della performance

Merrill Lynch Investment Managers ha iniziato a gestire il portafoglio il 23 gennaio 2003. Nel periodo chiuso a fine 2003 il portafoglio ha marginalmente sottoperformato rispetto al benchmark, ottenendo un rendimento del 18.2% a fronte di un rendimento netto del 18.7% dell'indice Eurostoxx 50.

Il comparto ha beneficiato dell'importante sovrapponderazione in Banca Intesa, che nello stesso periodo ha guadagnato oltre il 50%. La performance è stata inoltre favorita dai nostri investimenti in varie azioni growth cicliche a media capitalizzazione (l'azienda di selezione del personale Vedior +164%, l'agenzia pubblicitaria Publicis +32% e il produttore di articoli di abbigliamento sportivo Puma +62%).

Il comparto ha risentito della mancata esposizione verso alcuni colossi presenti nel benchmark che hanno messo a segno sostanziosi rialzi, in particolare Deutsche Bank (+61%) e Siemens (+67%). Le nostre posizioni nel gruppo di servizi petroliferi IHC Caland e nella casa editoriale Wolters Kluwer hanno deluso, chiudendo il periodo in esame in rialzo rispettivamente del 13% e del 22%.

### Prospettive

Tutte le indicazioni concordano sul fatto che l'accelerazione della crescita economica globale continuerà nel 2004, fornendo uno scenario favorevole per gli utili aziendali. Considerato che la Banca centrale europea difficilmente aumenterà i tassi d'interesse in tempi brevi, non vi sono motivi per cui i mercati azionari europei non dovrebbero generare rendimenti positivi nel 2004.



# Nord Est Fund Azionario Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>43,194,816.75</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	42,855,696.90
<i>Prezzo d'acquisto</i>		44,973,978.60
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-2,118,281.70
Depositi bancari a vista e liquidità		261,354.37
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Altre voci dell'attivo		75,536.56
Passivo		<b>97,859.95</b>
Altre voci del passivo		97,859.95
Valore netto d'inventario		<b>43,096,956.80</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	492,831.870	401,886.470	365,169.860	529,548.480
Azionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	4,340,303.420	2,708,808.750	1,054,166.000	5,994,946.170

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	43,096,956.80	27,707,555.74	43,105,058.66
<b>Azionario Euro - Category I</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		529,548.480	492,831.870	522,884.250
Valore d'inventario netto della quota parte		6.77	5.82	9.36
<b>Azionario Euro - Category R</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		5,994,946.170	4,340,303.420	4,088,251.720
Valore d'inventario netto della quota parte		6.59	5.72	9.35

# Nord Est Fund Azionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			42,855,696.90	99.44%
	<b>Azioni</b>		<b>42,818,424.21</b>	<b>99.35%</b>
	<i>Finlandia</i>		<i>2,035,935.00</i>	<i>4.72%</i>
148,500	NOKIA CORP	EUR	2,035,935.00	4.72%
	<i>Francia</i>		<i>16,773,164.38</i>	<i>38.92%</i>
28,900	ACCOR SA	EUR	1,037,510.00	2.41%
35,700	ALCATEL	EUR	364,497.00	0.85%
27,600	AVENTIS	EUR	1,446,240.00	3.36%
37,303	AXA	EUR	633,031.91	1.47%
42,500	BNP PARIBAS	EUR	2,121,600.00	4.92%
25,541	CARREFOUR	EUR	1,111,544.32	2.58%
19,200	CIE SAINT GOBAIN	EUR	745,152.00	1.73%
11,700	ESSILOR INTERNATIONAL	EUR	479,700.00	1.11%
47,400	FRANCE TELECOM	EUR	1,074,084.00	2.49%
3,828	GROUPE DANONE	EUR	495,343.20	1.15%
6,570	L'OREAL SA	EUR	427,050.00	0.99%
7,000	LVMH MOET HENN.LOUIS VUIT.	EUR	403,900.00	0.94%
2,200	PINAULT-PRINTEMPS REDOUTE SA	EUR	168,630.00	0.39%
27,700	PUBLICIS GROUPE	EUR	711,890.00	1.65%
8,050	SANOFI SYNTHELABO	EUR	480,585.00	1.12%
15,150	SOCIETE GENERALE PARIS -A-	EUR	1,060,500.00	2.46%
30,600	SUEZ (EX SUEZ LYONNAISE DES EAUX)	EUR	487,458.00	1.13%
16,581	TOTAL SA	EUR	2,444,039.40	5.67%
5,127	VINCI	EUR	336,587.55	0.78%
38,600	VIVENDI UNIVERSAL	EUR	743,822.00	1.73%
	<i>Germania</i>		<i>7,280,928.86</i>	<i>16.89%</i>
6,800	ADIDAS-SALOMON AG	EUR	614,040.00	1.42%
11,300	ALLIANZ AG NAMEN VINKULIERT	EUR	1,130,904.00	2.62%
13,400	BASF AG	EUR	597,372.00	1.39%
77,316	DEUTSCHE TELEKOM NAMEN	EUR	1,121,855.16	2.60%
14,000	EON AKTIENGESSELLSCHAFT	EUR	724,360.00	1.68%
4,700	PUMA	EUR	658,000.00	1.53%
8,050	RWE -A-	EUR	252,528.50	0.59%
1,445	SAP AG	EUR	192,401.75	0.45%
25,069	SIEMENS NAM. AKT REG	EUR	1,599,402.20	3.71%
8,835	VOLKSWAGEN AG ST	EUR	390,065.25	0.91%
	<i>Italia</i>		<i>5,403,157.90</i>	<i>12.54%</i>
20,811	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	EUR	437,031.00	1.01%
335,999	BANCA INTESA SPA AZ.	EUR	1,041,596.90	2.42%
89,500	ENI AZ	EUR	1,338,920.00	3.11%
359,000	TELECOM ITALIA SPA	EUR	843,650.00	1.96%
407,000	UNICREDITO ITALIANO	EUR	1,741,960.00	4.04%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>7,974,042.01</i>	<i>18.50%</i>
37,891	AEGON NV	EUR	444,461.43	1.03%
38,800	EURONEXT	EUR	778,716.00	1.81%
7,900	IHC CALAND NV	EUR	339,700.00	0.79%
70,800	ING GROEP NV CERT OF SHS	EUR	1,309,092.00	3.04%
69,332	KON.AHOLD	EUR	418,765.28	0.97%
64,526	ROYAL DUTCH PETROLEUM CO	EUR	2,697,186.80	6.26%
16,590	ROYAL PHILIPS ELECTRONICS NV	EUR	384,058.50	0.89%
17,600	UNILEVER CERT. OF SHS	EUR	912,560.00	2.12%
24,934	VEDIOR	EUR	309,181.60	0.72%
30,671	WOLTERS KLUWER CERT.V. AKT	EUR	380,320.40	0.88%
	<i>Spagna</i>		<i>3,351,196.06</i>	<i>7.78%</i>
13,252	ALTADIS	EUR	294,194.40	0.68%
363	ANTENA 3 TELEVISION SA	EUR	12,683.22	0.03%
55,400	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA BBVA	EUR	606,630.00	1.41%
105,037	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO REG.	EUR	986,297.43	2.29%
13,381	ENDESA	EUR	204,060.25	0.47%
107,159	TELEFONICA SA	EUR	1,247,330.76	2.89%
	<b>Obbligazioni convertibili</b>		<b>37,272.69</b>	<b>0.09%</b>
	<i>Francia</i>		<i>37,272.69</i>	<i>0.09%</i>
2,331	AXA UAP CV	0.00 03-04 21/12U	37,272.69	0.09%

**Totale portafoglio titoli**

**42,855,696.90 99.44%**

# Nord Est Fund Azionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>759,867.87</b>
Dividendi netti		703,611.26
Interessi bancari su conti correnti		3,372.23
Interessi bancari su conti bancari		39.66
Altri redditi		52,844.72
Spese		<b>732,278.57</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	535,474.05
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	23,361.59
Tassa d'abbonamento	Nota 5	16,221.11
Spese amministrative		45,356.45
Commissioni di domiciliazione		1,426.74
Onorari		9,354.23
Interessi bancari su conti correnti		743.50
Spese legali		8,513.23
Altre spese		88,976.64
Reddito netto da investimenti		<b>27,589.30</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-6,736,389.45
Plusvalenze nette realizzate su opzioni		13,949.62
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-10,079.12
Perdita netta realizzata		<b>-6,704,929.65</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		12,066,509.21
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>5,361,579.56</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		18,094,177.73
<i>Azionario Euro - Category I</i>		2,523,767.80
<i>Azionario Euro - Category R</i>		15,570,409.93
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-8,066,356.23
<i>Azionario Euro - Category I</i>		-2,309,731.59
<i>Azionario Euro - Category R</i>		-5,756,624.64
Aumento del patrimonio netto		<b>15,389,401.06</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>27,707,555.74</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>43,096,956.80</b>

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

## Relazione di Gestione

### **Cammina, non correre!**

Nella nostra strategia d'investimento ci sforziamo di mettere in pratica il motto «Cammina, non correre!». Nel corso del 2003, questa disciplina ha funzionato a nostro favore, considerato che abbiamo sovraperformato rispetto all'indice MSCI EMF sia nel trimestre che per l'intero anno (rendimento lordo del composito). A dire il vero, siamo stati un po' sorpresi di avere performato così bene nel 2003, considerando i paesi e i settori che hanno espresso buoni rendimenti, e saremmo stati soddisfatti anche di una leggera sottoperformance. Abbiamo avuto la fortuna di detenere alcuni nomi con performance eccezionali, come Gas Authority of India, State Bank of India e Unilever Indonesia, che hanno ottenuto rendimenti eccellenti e ci hanno permesso di superare l'indice. Siamo compiaciuti del rendimento del 17.11% del comparto nel quarto trimestre 2003, quando l'indice MSCI EMF è rimasto indietro, con un rialzo del 9.39%. Nell'intero anno il comparto ha guadagnato il 52.40%, a fronte di un rialzo dell'indice del 30.64%.

L'anno era iniziato sottotono, mentre abbiamo ripreso slancio con l'approssimarsi dell'ultimo trimestre. Il rendimento è stato anche favorito dalle nostre coperture valutarie per proteggerci dalla flessione del dollaro. Come noto, le coperture sono consentite fino a un massimo del 70% del portafoglio.

Nonostante l'eccellente performance del 2003, abbiamo ancora molti spazi di miglioramento in molte aree. La performance nel settore dei beni di consumo di base in generale non è stata degna di nota, in particolare in Corea. Lotte Confectionery e Lotte Chilsung non si sono praticamente mosse, nonostante gli incrementi di redditività a due cifre. Entrambe sono ancora trattate a un multiplo di 5 volte gli utili, con un terzo delle attività investite in liquidità (ci piace questo tipo di matematica!). Pacific ha inoltre dimostrato la sua dominanza e la sua attenzione alla gestione dei costi fornendo una crescita a due cifre nonostante il calo di circa il 5% del mercato dei cosmetici in Corea. L'azienda è trattata a un multiplo di 10 volte gli utili 2004.

Sempre in Corea, abbiamo incrementato decisamente la posizione in Korea Tobacco & Ginseng Corp. (KT&C), acquistando sulle debolezze nel corso del quarto trimestre. La società è riuscita ad arrestare la sua perdita di quota di mercato, che è scesa da circa il 95% all'attuale 76%, ma è stata stabile nel 2003. La recente crescita degli utili è attribuibile ai tagli dei costi e agli aumenti dei prezzi. È sempre la vecchia storia del settore del tabacco: l'aumento delle tasse consente alle aziende dominanti delle sigarette di aumentare i prezzi e ricevere margini migliori per le proprie borse. In modo non sorprendente, i loro margini operativi sono saliti al 29% dal 18% nel 1999. I volumi in Corea sono leggermente diminuiti, mentre nel complesso sono aumentati del 2-3%. La parte più bella della storia è la crescita dei paesi dell'Asia centrale, come il Kirgizstan e il Kazakistan. La quota di mercato di KT&G in Kazakistan è pari ad esempio al 40%. I loro prodotti sono generalmente prezzati sulla fascia bassa di questi mercati e grazie ai bassi costi di produzione rispetto ad aziende come Philip Morris hanno potuto ottenere ottimi risultati. Oltre a ciò, riteniamo che per qualsiasi standard il riacquisto delle azioni sia stato molto aggressivo. KT&G ha riacquisito azioni per circa il 20% negli ultimi tre anni e ha in programma operazioni per un importo simile nei prossimi tre. Dovrebbe essere facilmente in grado di ottenere una crescita netta del 15% nel 2004, tenuto conto delle espansioni di oltre il 20% registrate negli ultimi tre anni. L'azione è trattata a multipli di 7 volte gli utili e ha un tasso di dividendo pari a circa l'8%.

In generale abbiamo effettuato un maggior numero di vendite in Asia, ad eccezione dell'India e dell'Australia, poiché riteniamo che vi sia molto meno valore rispetto agli ultimi tre anni. I mercati hanno espresso risultati molto buoni e potrebbe risultare difficile mantenere simili performance per il futuro. Molti titoli sono comunque ancora ragionevolmente interessanti, in particolare nei settori mid e small cap. Le valutazioni dei titoli a larga capitalizzazione sono leggermente tirate, con multipli pari a circa 20 volte gli utili, in linea con l'Europa e gli Stati Uniti. Il nostro comparto è andato lentamente e naturalmente gravitando intorno alle azioni a bassa capitalizzazione. Attualmente non deteniamo azioni con capitalizzazione di mercato superiore a 12 miliardi di dollari USA.

La nostra attuale ponderazione del portafoglio a Hong Kong è diminuita rispetto a sei mesi fa; abbiamo anche ridotto la nostra esposizione verso la Corea, a seguito dell'alleggerimento di Shiseido e Hite Brewery (solo le azioni ordinarie, mentre deteniamo ancora le preferred shares poiché sono fortemente

## Relazione di Gestione

sottovalutate). Continuiamo a trovare poco valore in Cina, a Taiwan e a Singapore. In effetti siamo sempre molto preoccupati circa la nuova offerta di titoli in Cina e a Taiwan. La qualità della carta che viene «esportata» sembra estremamente bassa, il che costituisce generalmente un segnale inquietante. Ovviamente tutti non parlano altro che della Cina. Alcune aziende dei servizi di pubblica utilità hanno triplicato o quadruplicato il loro valore durante l'anno, sfortunatamente senza di noi. Il problema che vediamo è che i rendimenti soggetti a regolamentazione continuano a scendere e il contesto regolamentare è imprevedibile. Avendo visto nel passato, in Cina o altrove, pochi periodi di esuberanza come questi, preferiremmo restare liquidi anziché saltare sul carrozzone!

In India continuiamo ad incrementare lentamente le posizioni in aziende come J&K Bank, Corporation Bank, LIC Housing, Asia Paints e HDFC Bank. Nel settore farmaceutico, dopo la vendita di Dr. Reddy abbiamo sempre in portafoglio Ranbaxy. I titoli finanziari rimangono una parte importante della nostra esposizione in India. Non facciamo scommesse su una forte crescita ciclica, su un'esplosione della spesa per infrastrutture, sulla realizzazione di riforme importanti o sul fatto che i politici diventino «religiosi». Negli ultimi cinquant'anni nessuno di questi esercizi è stato fruttuoso. Può darsi che le cose ora siano diverse, ma gradiremmo vedere il track record prima di mettere sul piatto il nostro denaro. Le aziende che abbiamo in portafoglio sarebbero beneficate se ciò accadesse, ma possono andare altrettanto bene anche in mancanza di tali riforme. Ogni nome indiano che deteniamo è cresciuto come minimo a tassi a due cifre negli ultimi 5-7 anni, compresi gli anni come il 2002 di crescita molto bassa del PIL del 4% (da recessione per gli standard indiani). Detto questo, non intendiamo aumentare molto oltre l'attuale ponderazione del portafoglio del 20%.

Nel corso del trimestre le nostre posizioni sono aumentate in Sud Africa, in Brasile e in Turchia. In Sud Africa, Medi-Clinic, Standard Bank e Remgro formano nel complesso una posizione di quasi il 9%. Tutte dovrebbe continuare a crescere a tassi pari o superiori al 15% per alcuni anni e tutte sono trattate a multipli di 7-8 volte gli utili. In Brasile abbiamo leggermente incrementato Itau S.A., una conglomerata che deriva gran parte del suo valore da Banco Itau, un'altra posizione piuttosto a lungo termine. Itau S.A. possiede anche partecipazioni in alcune aziende cicliche che non stanno andando bene a causa delle condizioni economiche. Essa rimane un modo meno costoso per acquistare Banco Itau. Souza Cruz è da sempre nel portafoglio del comparto. L'azione è andata sorprendentemente bene poiché, a differenza del mercato brasiliano, è aumentata di oltre il 90% nel 2003. Ha raggiunto una quota di circa il 4% del comparto, ma continua ad essere trattata a multipli pari a 10 volte gli utili con un tasso di dividendo del 9%. In generale, vi sono maggiori opportunità di valore nei mercati al di fuori dell'Asia.

La nostra misura di performance per un portafoglio è l'aumento degli utili e non del prezzo delle azioni, il quale si adegua di conseguenza. Ciò significa che i prezzi hanno superato in modo davvero notevole la crescita degli utili del sottostante, dopo avere sottoperformato per due anni. Sarebbe impossibile che i prezzi continuassero una crescita così fuori misura. Stiamo pertanto tenendo basse le previsioni per il 2004. Prevediamo che gli utili cresceranno a un tasso del 10-12% nel caso peggiore. I numeri sono comunque molto più interessanti di quelli dei mercati europei e statunitense. Incrociamo le dita e continuiamo a passo misurato.

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>9,962,994.16</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	8,651,870.45
<i>Prezzo d'acquisto</i>		7,227,946.09
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		1,423,924.36
Depositi bancari a vista e liquidità		493,421.77
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7	706,511.96
Altre voci dell'attivo		108,961.06
Passivo		<b>98,673.16</b>
Altre voci del passivo		98,673.16
Valore netto d'inventario		<b>9,864,321.00</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	83,259.050	118,019.790	86,534.080	114,744.760
Azionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	469,025.820	368,440.540	104,901.680	732,564.680

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	9,864,321.00	4,447,596.74	5,572,695.51
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		114,744.760	83,259.050	140,183.870
Valore d'inventario netto della quota parte		11.97	8.18	10.32
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		732,564.680	469,025.820	400,485.160
Valore d'inventario netto della quota parte		11.59	8.03	10.30

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			8,651,870.45	87.71%
<b>Azioni</b>			<b>8,651,870.45</b>	<b>87.71%</b>
<i>Brasile</i>			<i>572,269.34</i>	<i>5.80%</i>
1,908,000	ITAU HOLDING PFD N1-PREF SHS-	BRL	149,428.82	1.51%
102,000	ITAU SA -PREF-	BRL	94,913.64	0.96%
39,700	SOUZA CRUZ	BRL	327,926.88	3.32%
<i>Cile</i>			<i>142,041.13</i>	<i>1.44%</i>
97,000	PROVIDA	CLP	142,041.13	1.44%
<i>Corea du sud</i>			<i>1,643,376.43</i>	<i>16.66%</i>
3,250	AMOREPACIFIC CORP	KRW	404,625.00	4.10%
500	AMOREPACIFIC CORP PFD SHS NON.VTG	KRW	23,339.60	0.24%
750	CHEIL COMMUNICATIONS	KRW	86,154.00	0.87%
1,900	CJ HOME SHOPPING	KRW	66,612.48	0.68%
4,400	HITE BREWERY NON VOTING PREF SHS	KRW	82,389.12	0.84%
11,235	KANGWON LAND	KRW	105,932.57	1.07%
17,000	KT & G CORP-SHS.	KRW	233,661.60	2.37%
670	LOTTE CHILSUNG BEVERAGE CO	KRW	264,258.72	2.68%
835	LOTTE CONFECTIONERY	KRW	248,666.34	2.52%
1,750	SAMSUNG FIRE AND MARINE INSURANCE	KRW	79,597.00	0.81%
250	SHINSEGAE CO LTD	KRW	48,140.00	0.49%
<i>Filippine</i>			<i>46,377.68</i>	<i>0.47%</i>
500,500	SM PRIME HOLDINGS INC	PHP	46,377.68	0.47%
<i>Hong Kong</i>			<i>382,828.89</i>	<i>3.88%</i>
105,000	ESPRIT HOLDINGS SHS	HKD	276,807.36	2.81%
184,000	TEXWINCA HOLDINGS	HKD	106,021.53	1.07%
<i>India</i>			<i>1,928,076.24</i>	<i>19.55%</i>
22,800	CORPORATION BANK DEMARTERIALIZED	INR	100,602.72	1.02%
17,000	GAIL INDIA SPONS.GLOB.DEP.REC.REPR.6REGS	USD	448,218.51	4.54%
29,100	HDFC BANK DEMATERIALISED	INR	185,035.63	1.88%
11,700	HOUSING DEVELOPMENT FIN.DEMATERIALISED	INR	132,002.98	1.34%
100	HOUSING DEVT FINANCE ADR REPR 3 SHS	USD	2,418.05	0.02%
14,100	ICICI BANK ADR REPR.2 SHS	USD	191,795.72	1.94%
13,400	ITC GDR	USD	232,669.82	2.36%
11,600	J & K BANK DEMATERIALISED	INR	77,334.62	0.78%
23,600	LIC HOUSING FINANCE LTD DEMATERIALISED	INR	89,341.42	0.91%
10,500	OIL AND NATURAL GAS CORP. DEMATERIALISED	INR	149,627.49	1.52%
6,900	RANBAXY LABORATORIES GDR REG.	USD	139,311.16	1.41%
6,800	STATE BANK OF INDIA GDR (REG S 2-2SHS)	USD	179,718.12	1.82%
<i>Indonesia</i>			<i>269,601.40</i>	<i>2.73%</i>
664,000	PT UNILEVER INDONESIA TBK	IDR	226,258.00	2.29%
106,000	RAMAYANA LESTARI SENTOSA	IDR	43,343.40	0.44%
<i>Malesia</i>			<i>433,948.04</i>	<i>4.40%</i>
37,700	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M) BHD	MYR	341,699.00	3.46%
9,000	CARLSBERG BREWERY	MYR	20,627.58	0.21%
134,800	PLUS EXPRESSWAYS BHD	MYR	71,621.46	0.73%
<i>Messico</i>			<i>285,225.87</i>	<i>2.89%</i>
100,200	GRUPO MODELO -C-	MXN	190,615.79	1.93%
32,900	WAL MART DE MEXICO -C-	MXN	69,758.17	0.71%
11,000	WAL MART DE MEXICO -V-	MXN	24,851.91	0.25%
<i>Panama</i>			<i>118,760.09</i>	<i>1.20%</i>
7,800	BANCO LATINOAMERICANO DE EXP. -E-	USD	118,760.09	1.20%
<i>Repubblica Ceca</i>			<i>242,209.40</i>	<i>2.46%</i>
500	PHILIP MORRIS CR A.S	CZK	242,209.40	2.46%
<i>Singapore</i>			<i>521,345.51</i>	<i>5.29%</i>
322,297	COMFORTDELGRO CORP	SGD	122,478.54	1.24%
226,900	PEOPLE'S FOOD HOLDINGS	SGD	125,900.54	1.28%
184,400	SIA ENGINEERING COMPANY	SGD	162,505.80	1.65%
110,700	SINGAPORE AIRPORT TERMINAL SERVICES LTD	SGD	110,460.63	1.12%
<i>Sudafrica</i>			<i>839,115.33</i>	<i>8.51%</i>
96,000	MEDI CLINIC CORPORATION	ZAR	148,710.29	1.51%
42,423	REMGRO LTD	ZAR	359,655.05	3.65%
70,300	STANDARD BANK GROUP LIMITED	ZAR	330,749.99	3.35%
<i>Tailandia</i>			<i>435,683.54</i>	<i>4.42%</i>
25,800	BEC WORLD PLC -F-	THB	116,511.05	1.18%
25,500	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION -F- REG	THB	136,556.99	1.38%
49,400	PTT PUBLIC COMPANY LTD -F-	THB	182,615.50	1.85%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio



# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Taiwan</i>		<i>484,735.49</i>	<i>4.91%</i>
314,330	CHINA FIN HOLDINGS	TWD	249,902.18	2.53%
74,000	PRESIDENT CHAIN STORE CORP	TWD	89,714.97	0.91%
195,120	TAIWAN SECOM	TWD	145,118.34	1.47%
	<i>Turchia</i>		<i>184,671.12</i>	<i>1.87%</i>
68,884,000	AKSIGORTA AS	KTL	184,671.12	1.87%
	<i>Ungheria</i>		<i>121,604.95</i>	<i>1.23%</i>
1,300	RICHTER GEDEON LTD	HUF	121,604.95	1.23%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>8,651,870.45</b>	<b>87.71%</b>

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

## Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>188,804.30</b>
Dividendi netti		184,634.59
Cedole nette da obbligazioni		600.15
Interessi bancari su conti correnti		3,569.56
Spese		<b>200,963.31</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	116,426.05
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	9,237.67
Tassa d'abbonamento	Nota 5	2,977.72
Spese amministrative		26,305.77
Commissioni di domiciliazione		247.55
Onorari		1,956.94
Interessi bancari su conti correnti		471.95
Spese legali		1,452.61
Altre spese		39,036.02
Perdite nette da investimenti		<b>-12,159.01</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-902,072.39
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-39,092.48
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		153,787.21
Perdita netta realizzata		<b>-799,536.67</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		706,511.96
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		2,628,332.83
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>2,535,308.12</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,696,426.58
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		1,159,516.09
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		3,536,910.49
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-1,815,010.44
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		-890,691.74
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		-924,318.70
Aumento del patrimonio netto		<b>5,416,724.26</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>4,447,596.74</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>9,864,321.00</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Globale**

## Relazione di Gestione

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

Per quanto riguarda la duration il comparto è stato mantenuto tra l'80% e il 75% dell'indice di riferimento (JP Morgan GBI) a seconda delle fasi di mercato. Nel corso dell'anno si è costantemente preferito esporre il portafoglio ai tassi euro ed americani rispetto alle altre aree geografiche presenti nell'indice: i rendimenti maggiormente sacrificati sono stati quello giapponese e quello inglese. Il mercato giapponese è stato fortemente sostenuto nella prima parte dell'anno a tal punto da portare il rendimento a dieci anni sotto il 0.5%: a questo livello l'esposizione del portafoglio è ulteriormente scesa al 25%. Viceversa, nella seconda parte dell'anno le obbligazioni nipponiche hanno sensibilmente "corretto" fino a rendere 1.5% sulla scadenza a dieci anni e in quest'area l'esposizione è stata riportata al 35% della duration dell'indice; per una ricopertura più significativa si aspetta un rendimento sul dieci anni pari al 2%. La duration sul mercato UK è stata portata dal 20% al 40% dell'indice di riferimento: l'incremento di duration è avvenuto in un primo momento sulla componente a dieci anni (prendendo profitto su una scommessa lungo dieci anni euro e corto dieci anni UK) e nella fase estiva di discesa dei prezzi sul due anni UK. La duration sul mercato USA è passata da un overweight del 13% ad un underweight del 10%: quando nell'ultima parte dell'anno è stata decisa la riduzione della duration sui comparti obbligazionari gestiti, si è preferito ridurre la componente americana a causa di fondamentali economici a nostro avviso meno bond friendly di quelli europei. In particolare sulla curva US si prediligono le scadenze medio lunghe a quelle brevi: neutralità dal dieci anni in poi, underweight (50% dell'indice) sul 5 anni e sul 2 anni (75% dell'indice). Si mantiene invece il sovrappeso sulla componente euro (concentrato questo sulla scadenza a trent'anni), mentre la posizione è neutrale considerando l'Europa (Euroland più UK), dato che si ritiene che il differenziale dei rendimenti USA verso quelli euro non sia giustificato dai fondamentali nel complesso.

Per quanto riguarda l'esposizione valutaria:

### Posizione sull'area dollaro

Il fondo ha avuto un'esposizione mediamente neutrale nei confronti del benchmark e/o con sovrappesature/sottopesature tattiche fino al 10% per sfruttare la volatilità di un trend comunque ben definito di rialzo dell'euro, al quale non si è creduto se non nell'ultima parte dell'anno. Il dollaro è stato giocato anche contro yen. Le posizioni su CAD e AUD sono rimaste neutrali per l'intero periodo.

### Posizione sterline inglesi

A causa di fondamentali forti ma di una politica monetaria non chiara la posizione è stata mantenuta neutrale.

### Posizione in Yen giapponesi

Posizione di strutturale sottopeso compreso tra il 65% e l'85% dell'indice con una tendenza a comprare euro sulla debolezza nella prima parte dell'anno, seguita da una fase di vendita di euro contro yen sul rafforzamento della divisa europea fino a ridurre a zero il sottopeso sullo yen.

La performance del comparto (-5.10%) risulta inferiore a quella dell'indice di riferimento (-3.27%).

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>15,620,224.21</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		13,744,074.22
<i>Prezzo d'acquisto</i>			<i>14,545,412.83</i>
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			<i>-801,338.61</i>
Depositi bancari a vista e liquidità			1,683,925.75
Interessi maturati			183,318.54
Spese di costituzione nette	Nota 4		2,228.92
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7		134.28
Altre voci dell'attivo			6,542.50
Passivo			<b>37,174.75</b>
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 8		2,900.00
Altre voci del passivo			34,274.75
Valore netto d'inventario			<b>15,583,049.46</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	797,294.450	42,508.520	161,249.440	678,553.530
Obbligazionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	886,073.480	370,828.840	457,445.980	799,456.340

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	15,583,049.46	18,914,165.28	22,141,082.10
<b>Obbligazionario Globale - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		678,553.530	797,294.450	785,768.520
Valore d'inventario netto della quota parte		10.68	11.32	11.25
<b>Obbligazionario Globale - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		799,456.340	886,073.480	1,183,354.010
Valore d'inventario netto della quota parte		10.43	11.16	11.24

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			13,479,966.81	86.50%
<b>Obbligazioni</b>			<b>13,479,966.81</b>	<b>86.50%</b>
<i>Francia</i>			<i>1,304,229.75</i>	<i>8.37%</i>
920,000	FRANCE OAT 4.000 98-09 25/04A	EUR	933,708.00	5.99%
50,000,000	FRANCE TELECOM EMTN 1.40 01-04 16/07S	JPY	370,521.75	2.38%
<i>Germania</i>			<i>372,364.77</i>	<i>2.39%</i>
50,000,000	LANDWIRT.RENTENBANK 1.375 01-13 25/04A	JPY	372,364.77	2.39%
<i>Giappone</i>			<i>250,102.18</i>	<i>1.60%</i>
35,000,000	DBJ REGD 1.70 02-22 20/09S	JPY	250,102.18	1.60%
<i>Italia</i>			<i>5,322,189.80</i>	<i>34.15%</i>
900,000	ITALY 2.75 03-06 01/09S	EUR	896,850.00	5.76%
734,000	ITALY 4.50 01-04 15/03S	EUR	737,449.80	4.73%
1,100,000	ITALY BTP 3.50 03-08 15/09S	EUR	1,099,890.00	7.06%
1,400,000	ITALY BTP 4.25 03-13 01/08S	EUR	1,384,600.00	8.89%
1,100,000	ITALY BTP 5.75 02-33 01/33S	EUR	1,203,400.00	7.72%
<i>Regno Unito</i>			<i>678,738.64</i>	<i>4.36%</i>
100,000	UK TREASURY STOCK 5.00 01-12 07/03S	GBP	144,154.37	0.93%
350,000	UK TREASURY STOCK 8.50 94-05 07/12S	GBP	534,584.27	3.43%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>5,552,341.67</i>	<i>35.63%</i>
30,000,000	GENERAL MOTORS 1.25 99-04 20/12S	JPY	220,764.91	1.42%
100,000,000	TOYOTA MOTOR CREDIT 1.00 99-04 20/12S	JPY	743,844.89	4.77%
350,000	UNITED STATES -D2013- 4.25 03-13 15/08S	USD	277,724.16	1.78%
1,085,000	USA TREASURY BONDS 6.125 99-29 15/08S	USD	974,905.31	6.26%
1,000,000	USA TREASURY NOTES 3.00 02-04 29/02S	USD	794,363.58	5.10%
450,000	USA TREASURY NOTES 4.75 98-08 15/11S	USD	381,624.83	2.45%
750,000	USA TREASURY NTS J-06 2.625 03-06 15/11S	USD	599,085.48	3.84%
202,500,000	WORLD BANK 4.75 94-04 20/12S	JPY	1,560,028.51	10.01%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			264,107.41	1.69%
<b>Obbligazioni</b>			<b>264,107.41</b>	<b>1.69%</b>
<i>Canada</i>			<i>264,107.41</i>	<i>1.69%</i>
200,000	CANADA 5.50 98-09 01/06S	CAD	131,484.53	0.84%
200,000	CANADA 5.75 98-29 01/06S	CAD	132,622.88	0.85%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>13,744,074.22</b>	<b>88.20%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>589,731.46</b>
Cedole nette da obbligazioni		571,793.79
Interessi bancari su conti correnti		4,003.99
Interessi bancari su conti bancari		13,933.68
<b>Spese</b>		<b>261,624.84</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	162,673.42
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	8,457.09
Tassa d'abbonamento	Nota 5	5,125.16
Spese amministrative		33,834.76
Commissioni di domiciliazione		650.33
Onorari		5,020.85
Interessi bancari su conti correnti		432.18
Spese legali		5,022.02
Altre spese		37,558.00
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>328,106.62</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-800,490.58
Plusvalenze nette realizzate su future		1,989.60
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-156,691.00
Minusvalenze nette realizzate su future su cambi		-742.90
<b>Perdita netta realizzata</b>		<b>-627,828.26</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		134.28
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		-2,900.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-410,908.88
<b>Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>-1,041,502.86</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,526,988.08
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		471,712.16
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		4,055,275.92
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-6,816,601.04
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		-1,794,391.16
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		-5,022,209.88
<b>Diminuzione del patrimonio netto</b>		<b>-3,331,115.82</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>18,914,165.28</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>15,583,049.46</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Euro**



## Relazione di Gestione

### I – CONTESTO ECONOMICO

All'inizio dell'anno i movimenti dei principali indici borsistici sono stati condizionati dagli sviluppi della crisi in Iraq piuttosto che dai dati macro e microeconomici, che non fornivano molta visibilità agli investitori. Vari timori (di uno stallo del conflitto, della possibilità di nuovi attacchi dinamitardi, ecc.) hanno provocato una brusca caduta dei listini, che è proseguita fino a metà marzo, quando i mercati hanno espresso un rally per la speranza di una rapida e vittoriosa conclusione del conflitto per le forze della coalizione e di un favorevole contesto per le aziende. Il rialzo è continuato fino a metà settembre, nonostante alcune incertezze fino a maggio. Il superamento di importanti soglie tecniche, gli evidenti miglioramenti degli indicatori economici statunitensi nel corso dell'estate, le notizie incoraggianti provenienti dalle società – in particolare negli Stati Uniti – e, soprattutto, l'ammontare della liquidità disponibile hanno confermato l'aumento. Dopo una risalita di oltre il 30% rispetto ai minimi toccati a marzo, a settembre vi è stato comunque un consolidamento, accentuato a partire dal giorno 22 del mese dalla brusca discesa del dollaro a seguito del comunicato stampa del G7. Questa correzione ha riguardato principalmente i maggiori mercati europei e l'apprezzamento dell'euro ha minacciato di compromettere la fragile ripresa basata sulle esportazioni. Di conseguenza il rialzo delle azioni è stato relativamente modesto nel terzo trimestre e soltanto nel quarto trimestre i mercati azionari statunitensi ed europei hanno iniziato a registrare progressi significativi (tra il 10% e il 15%), spingendo i principali indici ai massimi annuali. La pubblicazione di dati economici che hanno confermato una crescita molto sostenuta negli Stati Uniti e la ripresa ciclica in Europa ha dato fiato ai mercati azionari, che hanno anche beneficiato dei risultati trimestrali complessivamente superiori alle attese. Il rialzo, che era rimasto focalizzato sui titoli tecnologici e ciclici fino a marzo, gradualmente si è esteso fino a comprendere l'intero listino.

Su un arco di dodici mesi, e dopo tre anni consecutivi di flessione, la situazione negli Stati Uniti era ampiamente positiva, con un aumento di oltre il 25% dell'indice Dow Jones 30, che ha chiuso l'anno ai massimi livelli da marzo 2002 (a quota 10,453.92). Questa crescita annua è la più elevata dal 1997. L'indice S&P 500 ha registrato l'equivalente di un tasso annuo del 26.4% e ha chiuso il periodo ai massimi livelli dalla primavera 2002. Nel 2003 il Nasdaq ha messo a segno un rialzo del 50%, chiudendo sopra quota 2.000 per la prima volta in circa due anni. Questa tendenza testimonia il rinnovato interesse per i titoli tecnologici - e, più generalmente, per quelli ciclici - in linea con lo scenario di ripresa dell'economia. I principali indici europei sono stati penalizzati dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (+20% in un anno) e dalla situazione economica meno favorevole. L'indice Eurostoxx 50 ha chiuso l'anno in rialzo del 16%, analogamente all'indice CAC 40, che ha concluso il 2003 ai massimi livelli dell'anno. L'indice tedesco Dax (+37%) ha beneficiato del suo maggiore orientamento ciclico. A Tokio l'indice Nikkei 225 nell'anno ha guadagnato il 24.5% nonostante la tendenza molto sfavorevole all'inizio del periodo, che a fine aprile lo aveva portato a toccare minimi ventennali. Il successivo recupero è avvenuto grazie al buon comportamento dei titoli ciclici basato sulla speranza di un riavvio della crescita per l'economia giapponese. Il rafforzamento dello yen (11% nei confronti del dollaro, nonostante gli sforzi delle autorità giapponesi) ha frenato il rialzo del mercato azionario, costituendo una minaccia per una ripresa basata principalmente sulle esportazioni. Sospinti dalla conferma delle buone notizie economiche per la domanda interna con il passare dei mesi, i mercati emergenti hanno sovraperformato rispetto a quelli sviluppati, in particolare in Asia, mentre anche la forza della domanda mondiale ha continuato a stimolare le esportazioni.

### Politica monetaria

Nel 2003 il tasso obiettivo sui Fed Funds statunitensi è stato ridotto ancora una volta nel mese di giugno, dall'1.25% all'1.00%, il livello più basso da 45 anni. Si è trattato del tredicesimo taglio da gennaio 2001 e la decisione era largamente attesa dopo le dichiarazioni di Alan Greenspan nelle precedenti settimane sul rischio di una deflazione. La Fed ha posto l'accento su questo fattore fino a settembre, assicurando che i tassi d'interesse rimanessero bassi per un lungo periodo. L'enfasi si è quindi spostata sul peggioramento del mercato del lavoro, che ha fatto sorgere dubbi sulla possibilità per la ripresa di proseguire oltre il terzo trimestre. Dopo le ultime due riunioni dell'anno (28 ottobre e 9 dicembre), l'attenzione si è concentrata sul contenuto del comunicato stampa, poiché le attese generali erano che la situazione sarebbe rimasta invariata. Il messaggio della Fed sull'attività economica e sull'occupazione è stato leggermente più ottimistico,

## Relazione di Gestione

soprattutto perché il mercato del lavoro è stato più brillante di quanto inizialmente previsto grazie ai posti di lavoro creati dal mese di agosto in avanti. Il rischio di una forte caduta dell'inflazione è apparso minore a dicembre rispetto alle precedenti riunioni.

Non si prevedono cambiamenti della situazione nei prossimi mesi, poiché continuano a sussistere tre importanti elementi: l'orientamento sulla crescita rimane neutrale, gli aumenti dei prezzi sono considerati modesti e la Fed continua a ritenere che la politica monetaria può restare accomodante per un periodo di tempo «considerevole». Difficilmente il FOMC attuerà una stretta creditizia fintanto che il tasso di disoccupazione continuerà a diminuire regolarmente. Nei prossimi mesi, la Fed si preoccuperà soprattutto di come modificare i suoi messaggi gradualmente, per evitare pressioni eccessive sui tassi del reddito fisso. Essa dovrà convincere i mercati che l'attuale situazione, in particolare per quanto riguarda l'inflazione, è diversa da quella del 1994 e che non è necessario un aumento dei tassi in via preventiva. Gli indicatori economici pubblicati nel corso di questi trimestre hanno tutti fornito un quadro economico fiorente, in particolare nel settore manifatturiero, con l'indice ISM che ha toccato i suoi massimi livelli da 20 anni. L'attività di fine anno è rimasta molto sostenuta dopo la straordinaria crescita del PIL registrata nel terzo trimestre (8.2% su base annualizzata). Le previsioni di aumenti dei tassi d'interesse riflesse nei contratti future sono state comunque leggermente inferiori rispetto alla fine del periodo, in particolare dopo la pubblicazione del rapporto della riunione del FOMC del 28 ottobre, in cui il rischio inflazionistico è stato minimizzato. Il presidente della Federal Reserve Bank di Dallas ha ripreso nuovamente quest'idea a fine mese, dichiarando che «il rischio di un'accelerazione del tasso d'inflazione nel prossimo futuro è molto contenuto, considerati gli eccessi di capacità produttiva da parte delle aziende e sul mercato del lavoro».

Dopo più di un anno in cui lo status quo è rimasto invariato, nel 2003 i tassi bancari nella zona euro hanno accelerato leggermente la loro discesa, anche se questa è risultata inferiore alle attese degli investitori e inferiore rispetto a quanto sarebbe stato necessario se la ripresa economica fosse rimasta incerta per tutta la prima parte dell'anno. Il 6 marzo 2003 la BCE ha ridotto i suoi tassi di 25 punti base, abbassando il tasso di rifinanziamento al 2.50% dopo tre mesi in cui li aveva lasciati invariati a causa della notevole incertezza geopolitica. Un sviluppo minore per quanto riguarda la politica monetaria si è avuto a maggio: il controllo dell'aggregato monetario allargato M3 non è più il principale pilastro della sua strategia e l'obiettivo riguardante la stabilità dei prezzi è stato riformulato, con l'inflazione vicina al «2% a medio termine» e non più «2% come massimo». Il 5 giugno la BCE ha infine ridotto il suo tasso bancario al 2% (il minimo storico). Da allora ha mantenuto lo status quo per quanto riguarda la politica monetaria, anche se il suo approccio rimane ambiguo. La BCE ha mantenuto il suo giudizio circa una ripresa graduale e relativamente modesta guidata dalle esportazioni, senza preoccuparsi, almeno ufficialmente, per l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro (20% nel 2003). Il mercato del lavoro rimane comunque fiacco e l'apprezzamento della moneta potrebbe pesare fortemente sugli investimenti e sui posti di lavoro, con le aziende che continuano a tagliare i costi per rimanere competitive. La BCE ha altrimenti condannato l'allentamento *de facto* del Patto di stabilità dopo che l'ECOFIN ha deciso di non applicare sanzioni in relazione al superamento dei limiti di indebitamento da parte della Francia e della Germania. Le autorità monetarie hanno anche lasciato intendere che se i deficit di bilancio dovessero andare fuori controllo esse potrebbero vedersi costrette a imporre una stretta creditizia. Considerata la fragilità della ripresa, quest'ultima evenienza appare improbabile. Al contrario, la BCE potrebbe dovere allentare nuovamente la sua politica monetaria qualora un ulteriore apprezzamento dell'euro mettesse in discussione la ripresa dell'economia. Qualunque cosa accada, le aspettative riflesse nei contratti future di un aumento di 25 punti base nei tassi bancari già a giugno 2004 appaiono eccessive, poiché in questo momento il rischio inflazionistico non rappresenta sicuramente la principale minaccia per le economie europee.

### Rendimenti a lungo termine

I mercati obbligazionari sono stati molto volatili nel 2003, come reazione all'andamento dei listini azionari, alle aspettative relative alla politica monetaria e alle dichiarazioni sulla deflazione negli Stati Uniti. La tendenza degli ultimi dodici mesi è stata contrassegnata da due fasi principali: una di discesa dei rendimenti a causa dei timori relativi alla situazione economica e alla flessione dei mercati azionari, e una di correzione a partire dai minimi storici raggiunti a metà giugno, collegata al venir meno dei timori deflazionistici a seguito

## Relazione di Gestione

del notevole miglioramento dell'economia americana e del rischiararsi delle prospettive in Europa. A fine anno, nonostante l'accumularsi di indicatori economici migliori delle previsioni, i rendimenti a lungo termine sono rimasti relativamente protetti dalla solidità delle curve dei rendimenti e delle condizioni tecniche. A fine 2003 essi erano vicini a livelli osservati un anno prima.

Negli Stati Uniti, il rendimento dei Treasury decennali è sceso da circa il 3.80% a fine dicembre 2002 al 3.11% a metà giugno. Questo calo è stato interrotto a fine marzo dall'improvvisa ripresa delle azioni, anche se gli allarmi della Fed sul rischio di una deflazione hanno favorito il perdurare del rialzo dei mercati del reddito fisso, mentre i listini azionari continuavano il loro andamento positivo.

Il minimo storico di metà giugno, quando sono circolate voci che la Fed era intenzionata a utilizzare operazioni non convenzionali (acquisto di US Treasury) per evitare aumenti dei tassi a lungo termine, è stato seguito da una notevole correzione in risposta all'accumularsi di indicatori economici notevolmente migliori delle attese e al venir meno dei timori deflazionistici. Nel secondo semestre, i rendimenti decennali sono aumentati dal 3.50% di fine giugno al 4.25%, pur mantenendo una forte volatilità, fino ad arrivare al 4.60%, il massimo livello da metà luglio 2002. I rendimenti a lungo termine sono aumentati tra il 4% e il 4.40% e i livelli più elevati in questo intervallo hanno costituito opportunità di acquisto per gli investitori, che erano usciti massicciamente dai mercati del reddito fisso. L'aumento dei rendimenti si è verificato nonostante l'accumularsi di indicatori, a partire dall'autunno in poi, che illustravano una crescita superiore al previsto e nonostante il buon andamento dei mercati azionari. I mercati del reddito fisso hanno inoltre beneficiato del loro ruolo di rifugio sicuro per gli investitori in un periodo in cui le preoccupazioni per la situazione geopolitica stavano aumentando (attentati dinamitardi a Istanbul, misure di sicurezza straordinarie, ecc.). A dicembre i mercati dei tassi d'interesse hanno infine fatto progressi grazie alla diminuzione delle previsioni di un aumento dei tassi bancari e al riposizionamento degli investitori finali. Per tutto il semestre, le scadenze a lungo termine sono state protette contro gli indebolimenti eccessivi dalla solidità della curva dei rendimenti. Complessivamente l'aumento sull'arco dei dodici mesi è stato relativamente modesto, con una pressione di circa 40 punti base. Le scadenze a breve termine hanno sovraperformato grazie alla discesa dei tassi bancari a giugno e alla diminuzione delle previsioni di aumento dei tassi a fine anno. La pressione sul rendimento dei Treasury biennali è aumentata di 20 punti base.

Sotto l'influenza dei mercati statunitensi, i mercati del reddito fisso della zona euro hanno registrato una forte volatilità e la marcata flessione osservata fino a giugno ha lasciato spazio a una correzione molto significativa. Nello stesso periodo essi hanno comunque ottenuto performance superiori rispetto ai loro omologhi statunitensi in relazione del sensibile apprezzamento dell'euro. Il rendimento degli OAT decennali è sceso dal 4.26% a fine dicembre 2002 al 3.50% a metà giugno, il livello più basso da 47 anni. Le pressioni da questi punti di minimo sono state meno violente nella zona euro rispetto agli Stati Uniti (andamento dell'economia meno brillante, apprezzamento dell'euro), con una pressione inferiore a 10 punti base per i rendimenti decennali rispetto ai 40 punti base negli Stati Uniti. In Francia, a fine 2003 il rendimento degli OAT decennali era pari al 4.30%, lo stesso livello di inizio anno. I rendimenti sulle scadenze più brevi hanno sovraperformato in misura significativa, con un calo di 12 punti base dei titoli europei a due anni, in relazione alla discesa dei tassi bancari nel primo semestre dell'anno e all'apprezzamento ininterrotto dell'euro, che secondo alcuni investitori ha fatto aumentare la probabilità di un ulteriore allentamento della politica monetaria della BCE.

### Prospettive

A fine 2003 i mercati azionari apparivano particolarmente resistenti a vari eventi che potevano modificare la tendenza al rialzo: le minacce di attacchi dinamitardi, la scoperta di nuovi casi di SARS in Cina, lo scandalo Parmalat, l'accelerazione del deprezzamento del dollaro e gli indicatori economici statunitensi leggermente inferiori alle attese. Tale andamento poteva essere un riflesso del maggiore ottimismo da parte degli investitori sullo scenario economico nel 2004, anche se fino a poche settimane prima continuavano a sussistere dubbi sulla sostenibilità della ripresa. L'ampliamento del rialzo all'intero listino a dicembre è stato un altro fattore incoraggiante. Lo scenario macroeconomico nei prossimi mesi sarà caratterizzato dalla crescita, in particolare per il fatto che le principali banche centrali sono intenzionate a mantenere la loro

## Relazione di Gestione

politica monetaria accomodante. Di conseguenza dovrebbero migliorare le prospettive per gli utili societari, in particolare negli Stati Uniti, dove le modifiche strutturali sono ben avviate e la caduta del dollaro avrà un effetto positivo sugli utili che non è ancora scontato per intero nelle stime degli analisti. L'impostazione tecnica rimane positiva e la liquidità è sempre abbondante. La tendenza al rialzo dei mercati azionari, che era iniziata lentamente, può continuare.

### VARIAZIONI

Rendimento titoli decennali	31 dicembre 2003	31 dicembre 2002	Variazione annua (pb)
US Treasury Note	4.25	3.82	43
JGB	1.37	0.90	47
OAT	4.30	4.26	4
Bund	4.29	4.20	9

	31 dicembre 2003	31 dicembre 2002	Variazione annua
EUR/USD	1.2600	1.04895	20.12%
USD/JPY	107.18	118.66	-9.67%
EUR/JPY	135.05	124.465	8.50%
EUR/GBP	0.7047	0.6511	8.23%
GBP/USD	1.788	1.6112	10.97%
EUR/CHF	1.5597	1.4501	7.56%
USD/CHF	1.2368	1.3826	-10.55%

	31 dicembre 2003	31 dicembre 2002	Variazione annua
Euro Stoxx 50	2,760.66	2,386.41	15.68%
Stoxx 50	2,660.37	2,407.51	10.50%
CAC 40	3,557.9	3,063.91	16.12%
Dow Jones 30	10,453.92	8,341.63	25.32%
Nasdaq	2,003.37	1,335.51	50.01%
S&P 500	1,111.92	879.82	26.38%

## II – POLITICA DI GESTIONE

In un simile contesto, la sensibilità del portafoglio è stata aumentata da 5.00 a inizio anno a 5.25 a metà dell'esercizio e riportata a 5.00 a fine anno. Questa diminuzione della sensibilità è in corrispondenza con l'inversione dei mercati obbligazionari verificatasi a metà 2003.

Relativamente curva dei rendimenti, il comparto si è focalizzato sulle scadenze intermedie (3-7 anni). Nel corso dell'esercizio il gestore ha comunque ridotto l'esposizione verso le scadenze a 5-7 anni, favorendo prevalentemente quelle a 3-5 anni.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, l'esposizione del comparto è stata ridotta in due fasi, vendendo Banque PSA, Vinci e France Telecom a giugno ed EADS a settembre.

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>34,830,971.13</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	32,911,412.40
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>31,554,093.98</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>1,357,318.42</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		48,314.48
Depositi vincolati		1,100,000.00
Interessi maturati		641,795.64
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 8	11,020.00
Altre voci dell'attivo		116,199.69
Passivo		<b>99,807.45</b>
Altre voci del passivo		99,807.45
Valore netto d'inventario		<b>34,731,163.68</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	154,695.180	17,934.180	15,145.580	157,483.780
Obbligazionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,080,763.080	1,236,744.520	1,671,156.830	2,646,350.770

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	34,731,163.68	38,836,501.66	31,487,847.62
<b>Obbligazionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		157,483.780	154,695.180	126,032.610
Valore d'inventario netto della quota parte		12.59	12.11	11.08
<b>Obbligazionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,646,350.770	3,080,763.080	2,717,946.580
Valore d'inventario netto della quota parte		12.37	12.00	11.07

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			32,911,412.40	94.76%
<b>Obbligazioni</b>			<b>32,382,012.40</b>	<b>93.24%</b>
<i>Belgio</i>			<i>3,218,550.00</i>	<i>9.27%</i>
1,500,000	BELGIQUE OLO 5.75 97-08 28/03A	EUR	1,635,600.00	4.71%
1,500,000	BELGIQUE OLO -38- 5.00 02-12 28/09A	EUR	1,582,950.00	4.56%
<i>Finlandia</i>			<i>1,104,700.00</i>	<i>3.18%</i>
1,000,000	FINLAND 5.75 00-11 23/02A	EUR	1,104,700.00	3.18%
<i>Francia</i>			<i>12,498,286.05</i>	<i>35.99%</i>
500,000	BOUYGUES 5.875 02-09 15/05A	EUR	539,200.00	1.55%
990,919	DOMOS 4 -A3- 4.80 98-05 27/06S	EUR	1,021,042.42	2.94%
2,500,000	FRANCE 4.00 99-09 25/10A	EUR	2,533,483.75	7.29%
500,000	FRANCE OAT 5.00 01-16 25/10A	EUR	524,449.00	1.51%
1,500,000	FRANCE OAT 5.25 98-08 25/04A	EUR	1,608,256.50	4.63%
500,000	FRANCE OAT 5.50 00-10 25/10A	EUR	544,750.00	1.57%
1,000,000	FRANCE OAT 5.50 97-07 25/10A	EUR	1,077,940.75	3.10%
500,000	FRANCE OAT 5.50 98-29 25/04A	EUR	540,963.63	1.56%
1,500,000	FRENCH TREASURY NOTE 3.75 01-07 12/01A	EUR	1,529,250.00	4.40%
500,000	PEUGEOT 5.875 01-11 27/09A	EUR	540,900.00	1.56%
500,000	RENAULT SA EMTN 6.125 02-09 26/06A	EUR	543,600.00	1.57%
1,500,000	UNEDIC 3.50 03-08 18/09A	EUR	1,494,450.00	4.30%
<i>Grecia</i>			<i>1,600,151.35</i>	<i>4.61%</i>
1,000,000	GREECE 4.65 02-07 19/04A	EUR	1,046,100.00	3.01%
500,000	HELLENIC REPUBLIC 5.90 02-22 22/10A	EUR	554,051.35	1.60%
<i>Irlanda</i>			<i>1,547,250.00</i>	<i>4.45%</i>
1,500,000	IRISH GOVT TREASURY 4.25 02-07 18/10A	EUR	1,547,250.00	4.45%
<i>Italia</i>			<i>4,453,025.00</i>	<i>12.82%</i>
1,250,000	ITALY 5.75 01-16 25/07A	EUR	1,384,625.00	3.99%
3,000,000	ITALY BTP 4.25 99-09 01/11S	EUR	3,068,400.00	8.83%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,574,900.00</i>	<i>4.53%</i>
500,000	ALLIANZ FIN II 4.625 02-07 29/11A	EUR	519,750.00	1.50%
500,000	E.ON INTL FIN. EMTN 5.75 02-09 29/05A	EUR	542,050.00	1.56%
500,000	SAINT GOBAIN NED 4.75 99-09 09/07A	EUR	513,100.00	1.48%
<i>Portogallo</i>			<i>1,575,900.00</i>	<i>4.54%</i>
1,500,000	PORTUGAL 5.00 02-12 15/06A	EUR	1,575,900.00	4.54%
<i>Spagna</i>			<i>3,230,250.00</i>	<i>9.30%</i>
1,500,000	SPAIN 5.15 98-09 30/07A	EUR	1,607,850.00	4.63%
1,500,000	SPAIN 5.35 01-11 31/10A	EUR	1,622,400.00	4.67%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>1,579,000.00</i>	<i>4.55%</i>
1,000,000	GENERAL ELECTRIC EMTN 5.125 02-07 20/06A	EUR	1,055,700.00	3.04%
500,000	HOUSEHOLD FINANCE 5.125 99-09 24/06A	EUR	523,300.00	1.51%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>529,400.00</b>	<b>1.52%</b>
<i>Francia</i>			<i>529,400.00</i>	<i>1.52%</i>
500,000	BNP PARIBAS EMTN FL.R 02-14 23/01A	EUR	529,400.00	1.52%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>32,911,412.40</b>	<b>94.76%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1,690,804.03</b>
Cedole nette da obbligazioni		1,675,608.99
Interessi bancari su conti correnti		1,164.06
Interessi bancari su conti bancari		14,030.98
Spese		<b>641,340.85</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	439,386.04
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	18,952.59
Tassa d'abbonamento	Nota 5	17,352.62
Spese amministrative		48,528.51
Commissioni di domiciliazione		1,469.37
Onorari		11,239.78
Interessi bancari su conti correnti		2,108.18
Spese legali		10,922.58
Altre spese		88,530.15
Reddito netto da investimenti		<b>1,049,463.18</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		892,879.97
Plusvalenze nette realizzate su future		8,580.60
Utile netto realizzato		<b>1,950,923.75</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		11,020.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-673,180.78
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>1,288,762.97</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		15,455,051.48
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		222,425.00
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		15,232,626.48
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-20,849,152.43
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>		-190,004.31
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		-20,659,148.12
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-4,105,337.98</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>38,836,501.66</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>34,731,163.68</b>

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



## Relazione di Gestione

### Situazione di mercato

Il 2003 è iniziato molto positivamente per i titoli di debito dei mercati emergenti, con la continuazione degli afflussi di liquidità di fine 2002. Nella prima settimana di gennaio il mercato ha registrato un rally di 39 punti base. Nelle settimane successive il mercato si è comunque rapidamente raffreddato per i timori di possibili conflitti in Iraq e in Corea del Nord. Febbraio è rimasto volatile e il mercato si è mosso in un range ristretto nell'imminenza della guerra in Iraq. È risultato evidente che l'economia globale non avrebbe espresso rimbalzi significativi fino al termine del conflitto. In marzo gli investitori sono apparsi disposti a spostare la loro attenzione dalla guerra in Iraq alle questioni specifiche dei singoli paesi. Il rischio creditizio si è focalizzato sulla Turchia, dove il problema del sostegno della NATO e la possibilità di un pacchetto di aiuti finanziari dagli Stati Uniti in cambio della dislocazione di truppe americane sul suolo turco hanno provocato per tutto il mese diverse oscillazioni nella percezione degli investitori. Dopo un calo iniziale il mercato è rimasto comunque nell'insieme resistente, con buone performance delle obbligazioni brasiliane e russe. Ad aprile i mercati emergenti hanno conservato la loro forza, rispecchiando un diffuso miglioramento della propensione per il rischio degli investitori. Con l'inizio di maggio, mentre gli spread dei titoli di debito dei mercati emergenti continuavano a diminuire, gli investitori hanno iniziato a dare segnali di nervosismo. Ciononostante, il mercato ha continuato la sua tendenza al rialzo e la domanda di obbligazioni con rating più basso è aumentata, anche se per fine mese le prese di profitto, i timori legati all'offerta e le forti vendite da parte delle società hanno determinato condizioni di volatilità per i prezzi dei titoli di debito dei mercati emergenti. Giugno è iniziato positivamente, sostenuto dal miglioramento delle prospettive per la crescita negli Stati Uniti e dalla diminuzione dei tassi d'interesse. Il rally ha toccato il picco a metà giugno, per poi essere bruscamente interrotto dalle voci di un'imminente riunione della Federal Reserve e di un conseguente taglio dei tassi di soli 25 punti base, mentre il mercato stava scontando una riduzione di 50 punti base. Questa delusione ha innescato una forte corrente di vendite, che è durata fino alla fine di luglio.

Ad agosto vi è stata una netta inversione delle aspettative, dopo che alcuni importanti interventi legislativi in Brasile e in Turchia hanno dato slancio a questi mercati. In Brasile le riforme strutturali stanno rispettando i tempi. Il governo turco ha raggiunto un consenso con i suoi vertici militari, ha fatto progressi nel suo controverso programma di riforme collegate all'ingresso nell'Unione Europea e ha rinnovato i negoziati con gli Stati Uniti per un pacchetto di aiuti bilaterali. A settembre, il continuo miglioramento dei fondamentali e il nuovo accordo dell'Argentina con il Fondo Monetario Internazionale (FMI) sono stati controbilanciati dall'abbondante offerta di titoli aziendali e del Tesoro. Questa offerta, unitamente al calo dei rendimenti dei Treasury statunitensi, ha contribuito a mantenere gli spread dei mercati emergenti in un range ristretto. L'umore alla conferenza degli investitori del FMI, tenutasi a Dubai a metà settembre, era generalmente ottimistico. Dopo la riunione il debito dell'Argentina ha però significativamente sottoperformato rispetto al mercato, allorché il governo ha annunciato il suo programma di ristrutturazione e la proposta di una decurtazione del 75% sui titoli di debito in stato di insolvenza. A ottobre l'upgrade del rating della Russia a investment grade da parte di Moody's ha dato l'avvio a un altro rally a tutto campo (in particolare in Brasile, Turchia e Venezuela). Gli spread si sono leggermente ampliati nelle settimane successive a causa di una serie di nuove emissioni. Nonostante le notizie negative emerse nel corso del mese in diversi paesi, il mercato ha mostrato una sorprendente resistenza, chiudendo ancora una volta con una riduzione degli spread.

Il 2003 è stato un anno di sovraperformance per le attività high yield. Con il loro miglioramento a tutto campo delle tendenze obbligazionarie, i mercati emergenti hanno largamente beneficiato dell'aumento della propensione per il rischio a livello globale, della politica monetaria espansiva degli Stati Uniti e del miglioramento del calendario delle riforme strutturali nelle principali economie emergenti. A livello regionale le migliori performance sono state ottenute dall'America latina. I paesi più brillanti in termini di rendimento sono stati l'Ecuador (+101.5%), il Brasile (+69.8%), la Nigeria (+55.8%), l'Uruguay (+55.6%) e il Venezuela (+39.9%).

## **Relazione di Gestione**

### **Strategia e tecniche di portafoglio**

Nel primo e nel quarto trimestre dell'anno il portafoglio ha mantenuto la sovraesposizione verso le obbligazioni latinoamericane, contribuendo positivamente alla performance. Nel secondo trimestre i livelli più elevati di liquidità (aumentata in previsione di un'accentuazione della volatilità nell'imminenza della guerra) hanno pesato significativamente sul rendimento. Anche l'allungamento delle posizioni di duration nei mesi estivi ha influito negativamente sulla performance, in considerazione della significativa correzione del mercato dei Treasury USA. Un lieve miglioramento della performance è stato ottenuto con la reimpostazione della nostra posizione long sulle principali obbligazioni dell'America latina nel quarto trimestre.

### **Performance**

Nell'anno il portafoglio ha guadagnato il 19.65% al netto delle spese, a fronte di un rialzo del 22.21% del benchmark, l'indice EMBI Global Diversified. La sottoperformance è attribuibile principalmente alla sottoponderazione dei paesi con buoni rendimenti (Turchia, Russia ed Ecuador) nei mesi di agosto e settembre.

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>17,013,260.36</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	14,734,539.26
<i>Prezzo d'acquisto</i>		15,168,787.97
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-434,248.71
Depositi bancari a vista e liquidità		629,292.35
Interessi maturati		351,398.89
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7	1,251,558.29
Altre voci dell'attivo		44,242.65
Passivo		<b>50,688.81</b>
Altre voci del passivo		50,688.81
Valore netto d'inventario		<b>16,962,571.55</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	38,420.390	107,920.510	37,545.450	108,795.450
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	700,902.490	582,125.450	258,546.070	1,024,481.870

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	16,962,571.55	9,093,249.29	7,782,002.85
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		108,795.450	38,420.390	56,702.270
Valore d'inventario netto della quota parte		15.34	12.48	11.23
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,024,481.870	700,902.490	637,402.460
Valore d'inventario netto della quota parte		14.93	12.29	11.21

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			14,020,257.43	82.65%
<b>Obbligazioni</b>			<b>13,508,592.85</b>	<b>79.64%</b>
<i>Brasile</i>			<i>3,609,784.07</i>	<i>21.28%</i>
250,000	BRAZIL 10.00 03-07 16/01S	USD	221,892.31	1.31%
1,000,000	BRAZIL 11.00 00-40 17/08S	USD	863,024.50	5.09%
250,000	BRAZIL 12.75 00-20 15/01S	USD	250,752.17	1.48%
500,000	BRAZIL 14.50 99-09 15/10S	USD	516,627.05	3.05%
750,000	BRAZIL -C BONDS S.-L- 8.00 94-14 15/04S	USD	718,295.69	4.23%
1,250,000	BRAZIL GLOBAL BOND 10.125 97-27 15/05S	USD	1,039,192.35	6.13%
<i>Corea del sud</i>			<i>217,794.92</i>	<i>1.28%</i>
250,000	KOREA DEV.BANK 7.25 96-06 15/05S	USD	217,794.92	1.28%
<i>Costa d'Avorio</i>			<i>2,986.14</i>	<i>0.02%</i>
25,000	COTE D IVOIRE(DEFAULTT) 2.00 98-18 31/03S	USD	2,986.14	0.02%
<i>Egitto</i>			<i>238,519.39</i>	<i>1.41%</i>
250,000	EGYPT(ARAB REP)REG-S 8.75 01-11 11/07S	USD	238,519.39	1.41%
<i>Ecuador</i>			<i>384,961.06</i>	<i>2.27%</i>
500,000	ECUADOR REG-S 12.00 00-12 15/11S	USD	384,961.06	2.27%
<i>Filippine</i>			<i>638,620.00</i>	<i>3.76%</i>
250,000	PHILIPPINES 8.375 02-09 12/03S	USD	206,353.91	1.22%
500,000	PHILIPPINES 8.875 98-08 15/04S	USD	432,266.09	2.55%
<i>Malesia</i>			<i>468,144.60</i>	<i>2.76%</i>
500,000	MALAYSIA 7.50 01-11 15/07S	USD	468,144.60	2.76%
<i>Messico</i>			<i>895,051.42</i>	<i>5.28%</i>
250,000	MEXICAN STATES 9.875 97-07 15/01A	USD	236,104.50	1.39%
250,000	MEXICAN STATES T2 9.75 99-05 06/04S	USD	217,141.72	1.28%
500,000	MEXICO 8.125 01-19 30/12S	USD	441,805.20	2.60%
<i>Panama</i>			<i>223,079.96</i>	<i>1.32%</i>
250,000	PANAMA (REP.OF) 9.375 01-12 23/07S	USD	223,079.96	1.32%
<i>Russia</i>			<i>2,308,056.11</i>	<i>13.61%</i>
500,000	RUSSIA REG -S- 11.00 98-18 24/07S	USD	535,431.49	3.16%
1,750,000	RUSSIA REG-S STEP UP 5.00 00-30 31/03S	USD	1,329,473.41	7.84%
500,000	RUSSIA REG.NOTES 8.25 00-10 31/03S	USD	443,151.21	2.61%
<i>Salvador</i>			<i>190,023.74</i>	<i>1.12%</i>
250,000	EL SALVADOR REP REG-S 8.25 02-32 10/04S	USD	190,023.74	1.12%
<i>Sudafrica</i>			<i>221,951.69</i>	<i>1.31%</i>
250,000	SOUTH AFRICA (REP OF) 7.375 02-12 25/04S	USD	221,951.69	1.31%
<i>Turchia</i>			<i>2,267,676.05</i>	<i>13.37%</i>
500,000	TURKEY 9.875 02-08 19/03S	USD	454,275.51	2.68%
750,000	TURKEY 11.875 00-30 15/01S	USD	804,631.79	4.74%
250,000	TURKEY 12.375 99-09 15/06S	USD	253,127.46	1.49%
750,000	TURKEY(REP.OF) 11.50 02-12 23/01S	USD	755,641.29	4.45%
<i>Uruguay</i>			<i>814,034.01</i>	<i>4.80%</i>
750,000	URUGUAY 7.50 03-15 15/03S	USD	473,574.80	2.79%
500,000	URUGUAY GLOBAL 7.25 03-11 15/02S	USD	340,459.21	2.01%
<i>Venezuela</i>			<i>1,027,909.69</i>	<i>6.06%</i>
750,000	VENEZUELA 9.25 97-27 15/09S	USD	540,973.85	3.19%
750,000	VENEZUELA GLOBAL REGS 5.375 03-10 07/08S	USD	486,935.84	2.87%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>511,664.57</b>	<b>3.02%</b>
<i>Bulgaria</i>			<i>184,396.27</i>	<i>1.09%</i>
250,000	BULGARIA IAB FL.R 94-11 28/07S	USD	184,396.27	1.09%
<i>Ecuador</i>			<i>153,079.87</i>	<i>0.90%</i>
250,000	ECUADOR STEP-UP REG-S FL.R 00-30 15/08S	USD	153,079.87	0.90%
<i>Nigeria</i>			<i>174,188.43</i>	<i>1.03%</i>
250,000	CENTRAL BK NIGERIA FL.R 92-20 15/11S	USD	174,188.43	1.03%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>0.01</b>	<b>0.00%</b>
<i>Nigeria</i>			<i>0.01</i>	<i>0.00%</i>
1,250	CENTRAL BK NIGERIA PMT.ADJ. 15.11.20 WAR	USD	0.01	0.00%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			714,281.83	4.21%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>714,281.83</b>	<b>4.21%</b>
<i>Brasile</i>			<i>714,281.83</i>	<i>4.21%</i>
1,000,000	BRAZIL DCB FL.R 94-12 15/04S	USD	714,281.83	4.21%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>14,734,539.26</b>	<b>86.87%</b>

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>866,124.69</b>
Cedole nette da obbligazioni		857,956.64
Interessi bancari su conti correnti		8,168.05
Spese		<b>313,204.20</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	222,832.28
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	12,853.72
Tassa d'abbonamento	Nota 5	6,465.35
Spese amministrative		30,992.50
Commissioni di domiciliazione		499.91
Onorari		3,739.13
Interessi bancari su conti correnti		75.34
Spese legali		3,219.21
Altre spese		29,675.73
Reddito netto da investimenti		<b>552,920.49</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-122,157.07
Plusvalenze nette realizzate su opzioni		3,133.79
Plusvalenze nette realizzate su cambi		9,536.00
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		1,817,179.39
Utile netto realizzato		<b>2,260,612.60</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		687,803.91
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-595,383.10
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>2,353,033.41</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		9,543,562.65
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>1,557,744.81</i>
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>7,985,817.84</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-4,027,273.80
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>-499,407.85</i>
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>-3,527,865.95</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>7,869,322.26</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>9,093,249.29</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>16,962,571.55</b>

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

## Relazione di Gestione

Benchmark: Schroeder Salomon Smith Barney Governments 1-3 years

Il comparto è stato costituito a gennaio 2003, con un capitale iniziale di 14 milioni di euro. Il rendimento dei titoli biennali, rappresentativo dell'andamento dei titoli di Stato a breve termine, è sceso da gennaio fino ai minimi storici di metà giugno 2003, principalmente per i timori legati alla deflazione.

Dopo la dichiarazione ufficiale della fine della guerra in Iraq, le aspettative delle aziende a livello mondiale sono migliorate. Le azioni avevano già iniziato un rally a metà marzo, all'inizio dell'intervento militare in Medio Oriente. A giugno, dopo la riduzione dei tassi d'interesse da parte della Fed all'1%, il minimo da 45 anni, e le dichiarazioni più tranquillizzanti sui timori di una deflazione, quest'ultima minaccia non è più stata scontata dai prezzi e di conseguenza i rendimenti a 2 anni sono aumentati dall'1.9% sino al 2.9% di novembre 2003.

I rendimenti sono tornati a scendere a dicembre, nonostante gli indicatori positivi in tutto il mondo, l'aumento dei prezzi delle azioni e, da ultime ma non per questo meno importanti, le buone performance nei settori delle obbligazioni societarie e high yield. La Fed appare ancora riluttante ad alzare in tempi brevi l'obiettivo del tasso dei Fed Funds. La ripidità della curva dei rendimenti costituisce pertanto una protezione da forti cali dei prezzi in particolare per il segmento a breve. La situazione è ancora migliore in Europa: le prospettive di crescita sono peggiori rispetto agli Stati Uniti o all'Asia. In Germania, la maggiore economia europea, continua a sussistere potenzialmente la minaccia della deflazione. I problemi strutturali, i deficit di bilancio e gli alti tassi di disoccupazione sono alla base della fiacca domanda interna. L'apprezzamento dell'euro determina minori prospettive di crescita e riduce le pressioni inflazionistiche. Un dollaro debole potrebbe persino costringere la BCE a ridurre i tassi d'interesse nei prossimi mesi.

Nel 2004 prevediamo che la crescita economica si avvicinerà ai livelli potenziali degli Stati Uniti, anche se probabilmente assisteremo a un rallentamento a partire dal terzo trimestre 2004. L'inflazione continua a non rappresentare un problema. L'utilizzo della capacità degli impianti è ancora basso e questo limita il potere di agire sui prezzi delle aziende. Il boom dei prezzi delle materie prime è compensato dagli incrementi di produttività e dalle condizioni di allentamento monetario. La stretta della Fed dipenderà dalla crescita dei posti di lavoro. Si prevede che nel 2004 la crescita dell'UEM rimarrà al di sotto dei livelli potenziali. I problemi strutturali esistenti e il graduale apprezzamento dell'euro la terranno sotto il 2%. Anche l'inflazione rimarrà mediamente sotto il 2% nei prossimi mesi. È pertanto difficile che la BCE intervenga in tempi brevi per aumentare i tassi d'interesse. Prevediamo un aumento di 25 pb a fine 2004 solo se le condizioni economiche miglioreranno ulteriormente e indicheranno tassi di crescita sostenibili nel 2005. Come già ricordato, in caso di una forte diminuzione del cambio EUR/USD, la BCE potrebbe persino trovarsi nelle condizioni di tagliare i tassi d'interesse per arginare le maggiori tendenze disinflazionistiche legate alla crescita più debole e al deterioramento delle condizioni commerciali.

Le nostre previsioni per il 2004 comprendono un aumento dei rendimenti a livello globale nella prima parte dell'anno, un fenomeno che successivamente si attenuerà. Il segmento a breve degli investimenti in euro è ben protetto, grazie alla debolezza del dollaro USA e alla ripidità della curva dei rendimenti. Attualmente il mercato non sta comunque scontando aumenti dei tassi d'interesse. Siamo quindi prudenti e abbiamo impostato una posizione di duration neutrale rispetto al benchmark. In caso di aumento dei rendimenti, siamo propensi ad allungare immediatamente la duration. Il portafoglio comprende un'elevata esposizione verso i titoli di Stato e le Pfandbriefe. Una piccola parte è inoltre investita in obbligazioni garantite da ipoteche su immobili residenziali.

Nel 2003 il comparto ha ottenuto una performance del +1.02%.

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>29,340,027.60</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	27,555,200.29
<i>Prezzo d'acquisto</i>		27,734,122.47
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-178,922.18
Depositi bancari a vista e liquidità		1,209,066.80
Interessi maturati		508,869.07
Spese di costituzione nette	Nota 4	2,228.92
Altre voci dell'attivo		64,662.52
Passivo		<b>166,585.59</b>
Altre voci del passivo		166,585.59
Valore netto d'inventario		<b>29,173,442.01</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	30,284.430	111,935.100	67,285.210	74,934.320
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,600,943.710	2,007,589.290	998,110.380	2,610,422.620

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	29,173,442.01	17,543,972.06	17,480,037.53
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		74,934.320	30,284.430	76,836.820
Valore d'inventario netto della quota parte		11.00	10.84	10.56
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</b>				
		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,610,422.620	1,600,943.710	1,578,819.700
Valore d'inventario netto della quota parte		10.86	10.75	10.56



# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			27,555,200.29	94.45%
<b>Obbligazioni</b>			<b>26,555,000.29</b>	<b>91.02%</b>
<i>Francia</i>			<i>998,000.00</i>	<i>3.42%</i>
1,000,000	CIF EUROMORTGAGE EMTN 2.75 03-06 06/03A	EUR	998,000.00	3.42%
<i>Germania</i>			<i>18,846,550.29</i>	<i>64.60%</i>
1,000,000	ALLGEMEINE HYP BK 337 3.75 02-05 13/09A	EUR	1,017,700.00	3.49%
1,000,000	BAYER.HYPO.VER. -933- 5.50 00-05 30/08A	EUR	1,046,200.00	3.59%
1,000,000	BAYER.HYPO.VER. -942- 4.75 01-06 01/03A	EUR	1,037,500.00	3.56%
1,000,000	BAYERISCHE LDBK R.1 6.75 95-05 03/08A	EUR	1,062,200.00	3.64%
1,000,000	BERLIN HANNOV.HYPO 82 2.75 03-05 07/02A	EUR	1,002,000.00	3.43%
1,000,000	BUNDESLAENDER BRD-9- 4.50 01-06 12/04A	EUR	1,035,000.00	3.55%
1,000,000	DEXIA HYPO 746 3.75 98-04 15/10A	EUR	1,010,100.00	3.46%
1,000,000	EUROHYPO -760- 5.00 98-06 19/01A	EUR	1,045,000.00	3.58%
1,000,000	EUROHYPO -777- 3.75 99-05 15/12A	EUR	1,020,000.00	3.50%
1,000,000	HYP-BANK ESSEN -587- 3.25 01-05 28/01A	EUR	1,008,100.00	3.46%
1,000,000	HYPO REAL EST-P- 4035 2.75 03-06 17/07A	EUR	993,700.00	3.41%
500,000	LANDESBK BERLIN S233 3.00 03-06 09/05A	EUR	499,732.91	1.71%
2,000,000	LDB NORD.WESTF 7712 3.00 03-06 06/11A	EUR	1,996,917.38	6.84%
2,000,000	STATE BERLIN 4.25 02-05 15/06A	EUR	2,047,000.00	7.02%
1,000,000	WESTF LDSCH BOD-262- 4.25 01-05 01/04A	EUR	1,020,800.00	3.50%
2,000,000	WUERTTEMBERB HYP.1049 3.25 03-06 05/12A	EUR	2,004,600.00	6.87%
<i>Grecia</i>			<i>2,097,100.00</i>	<i>7.19%</i>
1,000,000	GREECE 4.65 02-05 21/06A	EUR	1,031,000.00	3.53%
1,000,000	GREECE 6.00 99-06 19/02A	EUR	1,066,100.00	3.65%
<i>Italia</i>			<i>2,536,850.00</i>	<i>8.70%</i>
1,500,000	ITALY 2.75 03-06 01/09S	EUR	1,494,750.00	5.12%
1,000,000	ITALY 4.75 01-06 15/03S	EUR	1,042,100.00	3.57%
<i>Lussemburgo</i>			<i>1,048,000.00</i>	<i>3.59%</i>
1,000,000	PFANDBRIEFBANK EMTN 5.50 00-05 11/10A	EUR	1,048,000.00	3.59%
<i>Spagna</i>			<i>1,028,500.00</i>	<i>3.53%</i>
1,000,000	BCO BILBAO VIZCAYA 4.25 02-07 26/09A	EUR	1,028,500.00	3.53%
<b>Titoli ipotecari e garantiti da attività</b>			<b>1,000,200.00</b>	<b>3.43%</b>
<i>Irlanda</i>			<i>1,000,200.00</i>	<i>3.43%</i>
500,000	LUSITANO SER.2 CL.A FL.R 03-36 16/11Q	EUR	500,150.00	1.71%
500,000	MAGELLAN MTGS S.2 FL.R 03-36 01/07Q	EUR	500,050.00	1.71%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>27,555,200.29</b>	<b>94.45%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>948,618.63</b>
Cedole nette da obbligazioni		914,183.64
Interessi bancari su conti correnti		33,036.02
Interessi bancari su conti bancari		1,398.97
Spese		<b>337,647.07</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,851.03
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	176,094.68
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	12,615.50
Tassa d'abbonamento	Nota 5	13,080.54
Spese amministrative		39,661.57
Commissioni di domiciliazione		1,139.92
Onorari		7,296.99
Spese legali		6,846.77
Altre spese		78,060.07
Reddito netto da investimenti		<b>610,971.56</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-210,043.72
Plusvalenze nette realizzate su future		3,434.00
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-60.51
Utile netto realizzato		<b>404,301.33</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-160,653.23
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>243,648.10</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		22,896,405.31
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		<i>1,224,223.14</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		<i>21,672,182.17</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-11,510,583.46
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>		<i>-732,949.20</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		<i>-10,777,634.26</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>11,629,469.95</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>17,543,972.06</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>29,173,442.01</b>

*Nord Est Fund*  
**Asia Ex Japan**

## Relazione di Gestione

### Performance

Nel 2003, fino alla data di liquidazione (26 febbraio per le azioni I e 5 marzo per le azioni R) il comparto ha registrato una performance del -11.3% in termini di euro per le azioni I e del -21.1% in termini di euro per le azioni R.

### Analisi di mercato

Senza dubbio, il primo trimestre del 2003 ha presentato alcune delle sfide più significative per i mercati regionali asiatici dall'inizio della crisi finanziaria asiatica nel 1997. I mercati in tutta la regione sono stati estremamente volatili, con forti oscillazioni in entrambe le direzioni. Le crescenti incertezze geopolitiche relativamente alla situazione in Iraq e in Corea del Nord, combinate con la mancanza di visibilità sul fronte societario e la diffusione del virus della SARS verso fine trimestre, sono tutti fattori che hanno contribuito a mettere sotto pressione i mercati finanziari. Altre variabili imprevedibili, come gli scandali relativi alle carte di credito e al Gruppo SK in Corea del Sud, hanno aggravato la situazione. Praticamente tutti i mercati asiatici (ad eccezione della Malaysia) hanno espresso rally di sollievo all'annuncio dell'intervento militare in Iraq, anche se l'effetto è stato di breve durata poiché le notizie di un possibile conflitto prolungato hanno fatto peggiorare le aspettative di mercato. La diffusione della SARS e la debolezza dei fondamentali, unitamente agli scandali sopracitati, hanno portato a un arretramento della maggior parte dei mercati verso fine trimestre.

In questo periodo d'incertezza la Cina ha registrato una sovraperformance degna di nota, con un guadagno del 4.0% (in termini di euro) dell'indice Shanghai B nel primo trimestre 2003. Questo rendimento è stato facilitato non solo dal rally in previsione del capodanno cinese grazie all'abbondante liquidità, ma anche dalle aspettative sul perdurare della crescita economica che hanno portato gli investitori a considerare la Cina come un rifugio sicuro nel bel mezzo delle preoccupazioni di ordine geopolitico. Il mercato di Hong Kong, pur avendo anch'esso inizialmente impostato un rally in previsione del capodanno cinese, a febbraio è sceso leggermente, trascinato al ribasso dai titoli del settore immobiliare e delle aziende a larga capitalizzazione. La diffusione della SARS a marzo ha depresso le aspettative di mercato e gli investitori hanno iniziato a vendere le linee aeree, gli alberghi, le catene di vendita al dettaglio e, in seguito, i titoli immobiliari. Nel complesso, ciò ha comportato un calo dell'8.4% dell'indice MSCI Hong Kong per il primo trimestre 2003. Taiwan è rimasta stabile nella prima metà di un trimestre in forte ascesa in previsione del capodanno cinese, lasciando successivamente sul terreno i guadagni a causa delle prese di profitto di febbraio, ma riallineandosi alla tendenza nella parte restante del periodo con l'inizio del conflitto in Iraq. Ancora una volta, la possibilità di un conflitto prolungato e gli sviluppi deludenti relativi al colosso TSMC hanno prodotto una drastica flessione dei volumi di negoziazione e dato un'immagine di volatilità ai mercati, con un arretramento di tutti i settori a marzo.

In Corea del Sud i rischi geopolitici esterni, le minacce nucleari della Corea del Nord e gli scandali relativi alle carte di credito e al Gruppo SK hanno determinato il maggior calo nei mercati asiatici per il primo trimestre (-20.8% in termini di euro per l'indice MSCI Korea). Nel primo trimestre Singapore e l'Indonesia hanno subito flessioni (rispettivamente -5.7% e -5.1% in termini di euro per gli indici MSCI Singapore e MSCI Indonesia), a causa principalmente delle incertezze geopolitiche e della diffusione della SARS. Sebbene il resto dell'Asia abbia reagito con decisione al conflitto in Medio Oriente, il mercato malese è rimasto relativamente imperturbato dagli sviluppi, essendo considerato come un rifugio relativamente sicuro nelle attuali condizioni di mercato.

# Nord Est Fund Asia Ex Japan

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 05/03/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 05/03/03
Asia Ex Japan - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	54,904.240	0.000	54,904.240	0.000
Asia Ex Japan - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	105,852.300	940.470	106,792.770	0.000

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	-	1,204,719.29	-
<b>Asia Ex Japan - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	54,904.240	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	7.53	-
<b>Asia Ex Japan - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	105,852.300	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	7.47	-

# Nord Est Fund Asia Ex Japan

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 05/03/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>4,132.04</b>
Dividendi netti		4,132.04
Spese		<b>6,603.01</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	1,085.03
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	22.84
Tassa d'abbonamento	Nota 5	0.33
Spese amministrative		708.33
Interessi bancari su conti correnti		115.41
Spese legali		33.33
Altre spese		4,637.74
Perdite nette da investimenti		<b>-2,470.97</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-214,189.57
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-8,003.04
Perdita netta realizzata		<b>-224,663.58</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		211,040.45
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-13,623.13</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		7,100.00
Asia Ex Japan - Category R		7,100.00
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-1,198,196.16
Asia Ex Japan - Category I		-400,533.47
Asia Ex Japan - Category R		-797,662.69
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-1,204,719.29</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>1,204,719.29</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>0.00</b>

*Nord Est Fund*  
**Financial Opportunities**

## **Relazione di Gestione**

Nel periodo in esame (gennaio-febbraio 2003), sono state progressivamente liquidate le posizioni in portafoglio nei titoli finanziari europei.

Abbiamo mantenuto una strategia difensiva che prevedeva la sottoponderazione delle banche d'investimento e delle assicurazioni e una sovraperponderazione delle banche retail (in particolare nel Regno Unito).

Tra il 31 dicembre 2002 e il 26 febbraio 2003 il valore del patrimonio netto ha subito una flessione del 13.81%, a fronte di un calo del 13.20% del benchmark (l'indice MSCI Europe Finance).



# Nord Est Fund Financial Opportunities

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 26/02/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 26/02/03
Financial Opportunities - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	41,710.560	0.000	41,710.560	0.000
Financial Opportunities - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	9,195.570	375.230	9,570.800	0.000

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	-	331,989.51	-
<b>Financial Opportunities - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	41,710.560	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	6.53	-
<b>Financial Opportunities - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	9,195.570	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	6.47	-

# Nord Est Fund Financial Opportunities

## Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 26/02/03

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>180.25</b>
Dividendi netti		178.61
Interessi bancari su conti correnti		1.64
Spese		<b>3,421.64</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	283.63
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	14.43
Tassa d'abbonamento	Nota 5	0.11
Spese amministrative		708.33
Interessi bancari su conti correnti		61.87
Spese legali		8.66
Altre spese		2,344.61
Perdite nette da investimenti		<b>-3,241.39</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-176,844.68
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-502.84
Perdita netta realizzata		<b>-180,588.91</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		153,970.08
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-26,618.83</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		2,499.00
<i>Financial Opportunities - Category R</i>		2,499.00
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-307,869.68
<i>Financial Opportunities - Category I</i>		-249,856.73
<i>Financial Opportunities - Category R</i>		-58,012.95
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-331,989.51</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>331,989.51</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>0.00</b>

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

## Relazione di Gestione

Nel 2003 le obbligazioni convertibili europee si sono apprezzate nel primo trimestre, inizialmente grazie alla riduzione degli spread creditizi degli emittenti e successivamente per effetto del rally dei mercati azionari. D'altro canto, la diminuzione delle volatilità intrinseche nella componente opzionaria dei titoli convertibili ha avuto un impatto negativo. Nel complesso l'indice Exane ECI Europe, che rappresenta il mercato delle obbligazioni convertibili in Europa ed è stato scelto come benchmark del comparto, è cresciuto del 6.25% nel corso dell'anno.

Il fatto più significativo rimane comunque la spettacolare caduta del dollaro rispetto all'euro (circa il 20% nel 2003); tale fenomeno ha penalizzato le obbligazioni convertibili denominate in dollari, che rappresentano circa il 15% del totale. In questo contesto, la sottoesposizione del comparto verso il dollaro per la maggior parte dell'anno ha permesso di ottenere una sovraperformance rispetto al benchmark, con un rendimento annuo netto del 6.66%.

La ripresa del mercato primario ha inoltre offerto al comparto numerose opportunità di sostituire i titoli in cui la componente obbligazionaria era divenuta prevalente con nuove emissioni caratterizzate da profili più convessi e quindi più sensibili ai mercati azionari.

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>12,373,181.27</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	11,965,823.04
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>11,606,747.08</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>359,075.96</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		184,186.07
Interessi maturati		42,717.19
Altre voci dell'attivo		180,454.97
Passivo		<b>152,239.00</b>
Altre voci del passivo		152,239.00
Valore netto d'inventario		<b>12,220,942.27</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	22,656.590	311,393.090	213,082.360	120,967.320
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	639,809.740	1,166,976.300	648,939.460	1,157,846.580

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	12,220,942.27	5,994,931.67	-
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		120,967.320	22,656.590	-
Valore d'inventario netto della quota parte		9.76	9.15	-
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,157,846.580	639,809.740	-
Valore d'inventario netto della quota parte		9.54	9.05	-

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			11,520,237.98	94.27%
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>11,520,237.98</b>	<b>94.27%</b>
<i>Francia</i>			<i>4,564,596.31</i>	<i>37.35%</i>
700	ACCOR CV 1.00 02-07 01/01A	EUR	122,255.00	1.00%
2,800	ACCOR CV 1.75 03-08 01/01A	EUR	117,236.00	0.96%
12,180	ALCATEL CV 4.75 03-13 01/01A	EUR	220,579.80	1.80%
550	ARTEMIS CONSEIL CV 1.50 01-07 16/05A	EUR	140,205.48	1.15%
1,250	AXA UAP CV 3.75 00-17 01/01A	EUR	248,150.00	2.03%
1,825	CAP GEMINI SA CV -CAP- 2.50 03-10 01/01A	EUR	100,375.00	0.82%
800	COMP.SAINT GOBAIN CV 2.625 02-07 01/01A	EUR	177,816.00	1.46%
4,725	FINANCIERE AGACHE CV 0.00 02-06 13/05U	EUR	346,578.75	2.84%
5,950	FINAXA CV 3.00 98-07 01/01A	EUR	628,915.00	5.15%
900	PERNOD RICARD CV 2.50 02-08 01/01A	EUR	118,854.00	0.97%
2,366	PINAULT-PRINT.RED. CV 2.50 03-08 01/01A	EUR	226,791.85	1.86%
3,300	PUBLICIS GROUP 1.00 02-18 18/01A	EUR	137,214.00	1.12%
5,000	PUBLICIS GROUP CV 0.75 03-08 17/07A	EUR	153,000.00	1.25%
4,252	RALLYE SA CV 3.75 03-08 01/01A	EUR	215,560.80	1.76%
5,012	SIMETRA OB CV REG 1.50 03-08 26/06A	EUR	173,796.80	1.42%
1,061	TEHNIP-COFLEXIP CV 1.00 02-07 01/01A	EUR	188,858.00	1.55%
2,680	THALES SA CV 2.5 01-07 01/01A	EUR	138,020.00	1.13%
3,900	THOMSON CV 1.00 00-06 01/01A	EUR	297,375.00	2.43%
1,550	VINCI OBLIGATIONS CV 1.00 01-07 01/01A	EUR	158,875.00	1.30%
94,500	VINCI OBLIGATIONS CV 1.00 01-07 01/01A	EUR	96,326.92	0.79%
5,446	VIVENDI SA CV.EXCH 1.00 01-06 01/03A	EUR	490,575.68	4.01%
2,030	VIVENDI UNIVERSAL CV 1.75 03-08 30/10A	EUR	67,237.23	0.55%
<i>Germania</i>			<i>1,202,650.00</i>	<i>9.84%</i>
200,000	ADIDAS SALOMON INTL 2.50 03-18 08/10A	EUR	223,000.00	1.82%
70,000	DT LUFTHANSA CV 1.25 02-12 04/01A	EUR	70,980.00	0.58%
50,000	DT LUFTHANSA CV 2.25 01-06 25/07A	EUR	49,065.00	0.40%
850,000	KFW INT.FINANCE -DTE- 0.75 03-08 08/08A	EUR	859,605.00	7.03%
<i>Guernesey</i>			<i>377,454.59</i>	<i>3.09%</i>
200,000	ABB INTL CV(ABB REG) 3.50 03-10 10/09A	CHF	137,364.40	1.12%
120,000	ABB INTL FIN CONV 4.625 02-07 16/05S	USD	97,681.71	0.80%
79,000	FORESTER LTD CV 3.75 02-09 12/11S	GBP	142,408.48	1.17%
<i>Irlanda</i>			<i>200,000.00</i>	<i>1.64%</i>
200,000	UNCRED.ITALIANO CV 2.50 03-08 19/12A	EUR	200,000.00	1.64%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>213,453.10</i>	<i>1.75%</i>
150,000	SCOTTISH CV SUB REG-S FL.R 03-XX 29/07S	USD	118,836.10	0.97%
90,000	STANDARD CHART CV SUB 4.50 00-10 30/03S	EUR	94,617.00	0.77%
<i>Isole Caiman</i>			<i>90,748.21</i>	<i>0.74%</i>
90,000	SAB LTD CV REG-S 4.25 01-06 10/08S	USD	90,748.21	0.74%
<i>Italia</i>			<i>742,830.25</i>	<i>6.08%</i>
130,000	FINMECCANICA CV 0.375 03-10 08/08A	EUR	136,318.00	1.12%
120,000	FINMECCANICA CV 2.00 00-05 08/06A	EUR	125,352.25	1.03%
400,000	TELECOM ITALIA 1,50 01-10 23/11A	EUR	481,160.00	3.94%
<i>Lussemburgo</i>			<i>591,150.90</i>	<i>4.84%</i>
12,300	ARCELOR SA CV 3.00 02-17 27/06S	EUR	252,642.00	2.07%
67,000	GLENCORE FINANCE -XTA-4.125 03-10 06/10S	USD	59,758.90	0.49%
250,000	SOGERIM CV 1.00 01-06 15/03A	EUR	278,750.00	2.28%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>2,006,331.56</i>	<i>16.42%</i>
160,000	ALLIANZ FIN CV REG-S 1.25 01-06 20/12A	EUR	156,720.00	1.28%
100,000	BMW FINANCE CV -RR- 1.875 04-08 18/12A	EUR	98,780.00	0.81%
150,000	INFINEON TECHO. CV 5.00 03-10 05/06A	EUR	202,350.00	1.66%
170,000	PORT.TELECOM REG-S CV 2.00 01-06 06/12A	EUR	168,045.00	1.38%
400,000	SIEMENS FIN CONV 1.375 03-10 04/06A	EUR	493,203.52	4.04%
500,000	STMICROELEC CV REG-S 0.00 03-13 05/07U	USD	425,336.48	3.48%
150,000	STMICROELECTRONICS CV SUB. 99-09 22/09U	USD	107,873.78	0.88%
177,000	TECNOST INTL CV REG-S 1.00 00-05 03/11A	EUR	191,868.00	1.57%
155,000	XSTRATA CAPITAL CV 3.95 03-10 15/08S	USD	162,154.78	1.33%
<i>Regno Unito</i>			<i>796,532.98</i>	<i>6.52%</i>
220,000	ANGLO AMERICAN CV 3.375 02-07 17/04S	USD	198,836.10	1.63%
75,000	BAA PLC CV 2.625 03-09 19/08S	GBP	106,285.47	0.87%
140,000	BRITISH AEROSPACE CV 3.75 99-06 21/07S	GBP	217,766.74	1.78%
110,000	LEGAL AND GEN.REG-S CV2.75 01-06 18/12S	GBP	150,354.38	1.23%
90,000	WPP GROUP CONV 2.00 02-07 11/04S	GBP	123,290.29	1.01%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>580,215.10</i>	<i>4.75%</i>
100,000	NESTLE HOLDINGS 0.00 01-08 11/06U	USD	77,046.71	0.63%
400,000	ROCHE HOL 144A CV 0.00 97-12 06/05U	USD	190,023.74	1.55%
400,000	ROCHE HOLDINGS REGS CV0.00 01-21 25/07U	USD	193,507.51	1.58%
160,000	SWISS AMER.CV REG SUB 3.25 01-21 21/11A	USD	119,637.14	0.98%
	<i>Svizzera</i>		<i>154,274.98</i>	<i>1.26%</i>
210,000	ADECCO FINANCIAL SERV 0.00 03-13 26/08U	CHF	154,274.98	1.26%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			199,713.42	1.63%
	<b>Obbligazioni convertibili</b>		<b>199,713.42</b>	<b>1.63%</b>
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>199,713.42</i>	<i>1.63%</i>
110,000	ASML HDH SUB CV REG S 5.75 01-06 15/10S	USD	114,363.42	0.94%
60,000	ASML HOLDING NV CV 5.50 03-10 15/05A	EUR	85,350.00	0.70%
Altri valori mobiliari			245,871.64	2.01%
	<b>Obbligazioni</b>		<b>245,871.64</b>	<b>2.01%</b>
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>245,871.64</i>	<i>2.01%</i>
283	NEWS CORP REGS 144A 3.75 03-23 15/03S	USD	245,871.64	2.01%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>11,965,823.04</b>	<b>97.91%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>158,783.02</b>
Cedole nette da obbligazioni		154,139.37
Interessi bancari su conti correnti		4,643.65
Spese		<b>260,255.45</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	181,677.93
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	5,709.64
Tassa d'abbonamento	Nota 5	5,498.82
Spese amministrative		29,988.06
Commissioni di domiciliazione		585.54
Onorari		2,951.45
Interessi bancari su conti correnti		941.41
Spese legali		2,759.69
Altre spese		30,142.91
Perdite nette da investimenti		<b>-101,472.43</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		231,509.46
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-10,867.88
Utile netto realizzato		<b>119,169.15</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		525,484.17
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>644,653.32</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		13,820,050.18
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		2,976,978.32
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		10,843,071.86
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-8,238,692.90
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		-2,072,810.77
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		-6,165,882.13
Aumento del patrimonio netto		<b>6,226,010.60</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>5,994,931.67</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>12,220,942.27</b>



*Nord Est Fund*  
**European New Markets Equity**

## **Relazione di Gestione**

Dal momento del lancio (22.04.2002) fino alla sua liquidazione (17.02.2003), il comparto non ha effettuato investimenti in titoli. In tale periodo il patrimonio è stato allocato in mezzi liquidi.

## Nord Est Fund European New Markets Equity

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 17/02/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 17/02/03
European New Markets Equity - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,000.000	0.000	1,000.000	0.000
European New Markets Equity - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,139.380	32.220	2,171.600	0.000

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	-	29,819.47	-
<b>European New Markets Equity - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	1,000.000	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.68	-
<b>European New Markets Equity - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	2,139.380	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.41	-

Nord Est Fund European New Markets Equity  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 17/02/03

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>0.43</b>
Interessi bancari su conti correnti		0.43
Spese		<b>1,036.51</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	32.51
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	0.88
Spese amministrative		710.33
Spese legali		0.42
Altre spese		292.37
Perdite nette da investimenti		<b>-1,036.08</b>
Perdita netta realizzata		<b>-1,036.08</b>
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-1,036.08</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		299.00
<i>European New Markets Equity - Category R</i>		299.00
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-29,082.39
<i>European New Markets Equity - Category I</i>		-9,190.00
<i>European New Markets Equity - Category R</i>		-19,892.39
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-29,819.47</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>29,819.47</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>0.00</b>

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

## Relazione di Gestione

Nel 2003 i mercati emergenti dell'Europa orientale hanno prodotto complessivamente performance molto buone. I rialzi dei prezzi della borsa russa sono stati particolarmente apprezzabili. I buoni dati economici, le notizie societarie positive e i prezzi del petrolio e dei metalli storicamente elevati sono stati alcuni dei fattori che hanno fatto di questo mercato azionario l'obiettivo d'investimento preferito specialmente per gli investitori esteri. In relazione ai cosiddetti «fatti Yukos», vi sono comunque stati anche periodi di forti cali dei prezzi. Il conflitto è emerso a luglio, quando l'autorità giudiziaria ha accusato la società di irregolarità in relazione alla sua parziale privatizzazione nel 1994. Nel corso dell'anno il potente capo di Yukos, Michail Khodorkovskij, è stato arrestato e le sue azioni nella società sono state sottoposte a sequestro. Tutto il mercato è stato colpito da forti correnti di vendite in parallelo alle azioni Yukos, anche se alla fine ha potuto recuperare molto brillantemente. Nel complesso il 2003 è stato un anno di grandi successi per il listino azionario russo e il principale indice RTS ha guadagnato il 58 per cento. Anche se rimangono molte domande senza risposta relativamente all'affare Yukos, manteniamo il nostro giudizio positivo a lungo termine nei confronti della borsa russa. Con tutto ciò non escludiamo comunque una forte volatilità nei prossimi mesi, non solo a causa dei fatti Yukos, ma anche per le elezioni presidenziali in calendario per la prossima primavera. Riteniamo in ogni caso che sussista un interessante potenziale di rialzo dei prezzi. Oltre al solido contesto economico (nel 2003 si prevede una crescita del PIL del 6.5%) un ulteriore supporto dovrebbe venire dall'abbondante liquidità alla ricerca di buone opportunità d'investimento. Inoltre, il forte flusso di notizie connesso ad esempio ai programmi di riforma sul fronte economico e societario dovrebbe influire positivamente sullo sviluppo del mercato. Nel complesso, dall'attuale punto di vista non si possono escludere upgrade della Russia. L'agenzia Moody's ha già portato il rating del paese a investment grade.

A breve termine la nostra preferenza va alla Polonia e all'Ungheria. In relazione all'ingresso nell'Unione Europea a maggio, prevediamo che un'atmosfera positiva dominerà entrambi i mercati e le attuali problematiche sul deficit di bilancio passeranno in secondo piano. Le nostre previsioni a lungo termine per la borsa ungherese sono anche molto favorevoli, se si guarda in particolare alle basse valutazioni (rapporto P/E inferiore a 10 per il 2004), ma anche alla prevista ripresa dell'economia. Nel 2003 la crescita del PIL è stata pari al 2.7 per cento nel primo trimestre, è scesa al 2.4 per cento nel secondo trimestre, per poi recuperare al 2.9 per cento nel terzo trimestre. Per il quarto trimestre prevediamo tassi di crescita tra il 3.2 e il 3.5 per cento e un'espansione di circa il 3.5% per tutto il 2004. Siamo inoltre estremamente fiduciosi che sotto la guida del nuovo ministro delle finanze le problematiche sul deficit di bilancio potranno essere risolte e il paese recupererà la fiducia persa, in particolare per quanto riguarda la propria moneta. A novembre 2003 il forint ungherese è stato messo sotto forte pressione e la banca centrale ha dovuto aumentare il tasso d'interesse di riferimento di 300 punti base, portandolo al 12.5%. A fine anno la situazione si è stabilizzata e riteniamo che l'obiettivo di un cambio di 250/260 forint ungheresi per 1 euro possa nuovamente essere mantenuto nel 2004. La stabilizzazione della moneta ci permette di pensare a tagli dei tassi d'interesse, che in varie fasi potrebbero arrivare a 300 punti base. La ripresa economica è in atto anche in Polonia, dove nel terzo trimestre 2003 la crescita del PIL ha superato il 3.9% previsto (per l'intero 2004 si prevede un tasso di crescita del 4.5%). Gran parte delle notizie positive dovrebbe comunque essere già scontata dai mercati e questo ci porta a prevedere solo un limitato potenziale di rialzo a lungo termine. Con un rapporto P/E pari a circa 16 per il 2004, le valutazioni del mercato azionario polacco sono inoltre relativamente elevate.

Nel 2003 la performance del +27.8 per cento del comparto Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est è stata particolarmente buona, soprattutto se confrontata con il rialzo del 23.1% del benchmark.

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>5,107,018.16</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	4,881,460.66
<i>Prezzo d'acquisto</i>		4,417,187.80
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		464,272.86
Depositi bancari a vista e liquidità		163,802.67
Altre voci dell'attivo		61,754.83
Passivo		<b>12,162.35</b>
Altre voci del passivo		12,162.35
Valore netto d'inventario		<b>5,094,855.81</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Europa Dell'Est - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	117,444.790	64,437.290	107,041.700	74,840.380
Azionario Europa Dell'Est - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	175,996.190	296,621.720	91,498.390	381,119.520

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	5,094,855.81	2,622,264.71	-
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		74,840.380	117,444.790	-
Valore d'inventario netto della quota parte		11.39	8.98	-
<b>Azionario Europa Dell'Est - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		381,119.520	175,996.190	-
Valore d'inventario netto della quota parte		11.13	8.91	-

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			4,826,448.79	94.73%
<b>Azioni</b>			<b>4,686,248.72</b>	<b>91.98%</b>
	<i>Austria</i>		101,000.00	1.98%
2,500	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG	EUR	101,000.00	1.98%
	<i>Croazia</i>		77,434.68	1.52%
6,000	PLIVA GDR REG.SHS	USD	77,434.68	1.52%
	<i>Estonia</i>		125,680.00	2.47%
6,000	EESTI TELECOM	EUR	40,080.00	0.79%
4,000	HANSABANK	EUR	85,600.00	1.68%
	<i>Paesi Bassi</i>		39,405.47	0.77%
8,000	GRAPHISOFT	HUF	39,405.47	0.77%
	<i>Polonia</i>		1,017,425.06	19.97%
2,737	CERSANIT-KRASNOSTAW SA	PLN	44,531.04	0.87%
1,800	COMPUTERLAND POLAND	PLN	34,836.98	0.68%
700	DEBICA	PLN	19,056.13	0.37%
7,100	GRUPA PEKAO	PLN	163,083.02	3.20%
7,000	KGHM POLSKA MIEDZ	PLN	39,005.51	0.77%
6,000	ORBIS	PLN	35,347.42	0.69%
58,000	POLISH TELECOM	PLN	186,881.92	3.67%
50,000	POLSKI KONCERN NAFTOWY	PLN	265,850.00	5.22%
4,500	PROKOM SOFTWARE	PLN	166,528.44	3.27%
3,000	STER-PROJEKT S.A. SERIES -G-	PLN	11,197.60	0.22%
6,000	STERPROJEKET	PLN	22,395.20	0.44%
1,000	ZML KETY	PLN	28,711.80	0.56%
	<i>Repubblica Ceca</i>		515,757.90	10.12%
33,000	CESKE ENERGETICKE ZAVODY	CZK	148,352.48	2.91%
6,000	CESKY TELECOM	CZK	54,057.43	1.06%
4,200	KOMERCNI BANKA	CZK	313,347.99	6.15%
	<i>Romania</i>		107,264.02	2.11%
24,000	BANCA ROMANA PENTRU DEZVOLTARE S.A.	ROL	11,605.68	0.23%
340,373	BANCA TRANSILVANIA S.A.	ROL	38,046.89	0.75%
207,090	IMPACT	ROL	21,890.45	0.43%
1,000,000	SNP PETROM SA	ROL	35,721.00	0.70%
	<i>Russia</i>		1,921,480.76	37.71%
8,000	GAZPROM ADR REPR.10 SHS REG S	USD	164,053.83	3.22%
5,950	LUK OIL HOLDINGS ADR REPR.4 SHS	USD	438,594.60	8.61%
3,800	MMC NORILSK NICKEL ADR REPR.1SHS	USD	200,079.17	3.93%
2,000	MOBILE TELESYSTEMS ADR REPR.20 SHS	USD	131,116.38	2.57%
3,000	ROSTELECOM SPONS.ADR REPR.6 SHS	USD	29,738.72	0.58%
5,000	SIBNEFT ADR REPR.10 SHS	USD	111,836.89	2.20%
7,700	SURGUTNEFTEGAZ JSC ADR -REPR.50SHS	USD	179,239.90	3.52%
2,000	SURGUTNEFTEGAZ JSC PFD ADR 100 PFD SHS	USD	62,074.42	1.22%
2,000	TATNEFT ADR (REG S2 - 0.2 SHARE)	USD	36,104.51	0.71%
3,000	UES GDR (RAO UNIFIED ENERGY SYSTEM)	USD	64,726.84	1.27%
8,000	URALMASH-IZHORA ADR.REPR 1SHS	USD	54,343.07	1.07%
5,000	VIMPEL COMMUNICATIONS SPONS ADR 3/4 SHS	USD	290,973.86	5.71%
13,000	VOLGATELECOM SPONS AME DEP REC REPR 2SHS	USD	55,273.16	1.08%
1,500	WIMM BILL DANN FOODS	USD	20,190.02	0.40%
2,500	YUKOS OIL COMPANY SP.ADR REPR.4 SHS	USD	83,135.39	1.63%
	<i>Ungheria</i>		780,800.83	15.33%
300	DELMAYARORSZAGI ARAMSZOLGALTATO DEMASZ	HUF	13,714.20	0.27%
4,000	GLOBUS CANNING INDUSTRY PLC	HUF	15,862.76	0.31%
44,000	HUGARIAN TELECOM REG.	HUF	132,418.22	2.60%
6,500	MOL MAGYAR OLAY ES GAZIPARI RT -A-	HUF	156,370.45	3.07%
36,200	OTP BANK LTD	HUF	368,892.93	7.24%
1,000	RICHTER GEDEON LTD	HUF	93,542.27	1.84%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>140,200.07</b>	<b>2.75%</b>
	<i>Romania</i>		140,200.07	2.75%
386,500	SIF 1 BANAT-CRISANA SA	ROL	40,385.39	0.79%
577,500	SIF 5 OLTENIA	ROL	42,099.75	0.83%
546,000	SIF3 TRANSILVANIA S.A.	ROL	57,714.93	1.13%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			55,011.87	1.08%
<b>Azioni</b>			<b>55,011.87</b>	<b>1.08%</b>
	<i>Bermuda</i>		55,011.87	1.08%
4,000	CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES -A-	USD	55,011.87	1.08%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio



# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>4,881,460.66</b>	<b>95.81%</b>

**Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03**

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>71,388.93</b>
Dividendi netti		69,496.02
Interessi bancari su conti correnti		1,892.91
<b>Spese</b>		<b>98,016.34</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	54,228.51
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	5,091.68
Tassa d'abbonamento	Nota 5	1,361.16
Spese amministrative		24,376.26
Commissioni di domiciliazione		130.08
Onorari		955.08
Interessi bancari su conti correnti		471.09
Spese legali		763.99
Altre spese		10,638.49
<b>Perdite nette da investimenti</b>		<b>-26,627.41</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		33,423.43
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-15,757.31
<b>Perdita netta realizzata</b>		<b>-8,961.29</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		714,030.68
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>705,069.39</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		3,795,393.59
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		668,650.46
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		3,126,743.13
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-2,027,871.88
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		-1,163,627.33
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		-864,244.55
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>2,472,591.10</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>2,622,264.71</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>5,094,855.81</b>

*Nord Est Fund*  
**High Tech Equity**

## **Relazione di Gestione**

Dal momento del lancio (22.04.2002) fino alla sua liquidazione (18.02.2003), il comparto non ha effettuato investimenti in titoli. In tale periodo il patrimonio è stato allocato in mezzi liquidi.

# Nord Est Fund High Tech Equity

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 18/02/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 18/02/03
High Tech Equity - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,000.000	0.000	1,000.000	0.000
High Tech Equity - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	7,165.250	132.700	7,297.950	0.000

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	-	80,012.24	-
<b>High Tech Equity - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	1,000.000	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.86	-
<b>High Tech Equity - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	7,165.250	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.79	-

# Nord Est Fund High Tech Equity

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 18/02/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1.17</b>
Interessi bancari su conti correnti		1.17
Spese		<b>1,125.96</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	86.01
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	2.54
Spese amministrative		708.33
Interessi bancari su conti correnti		0.08
Spese legali		1.46
Altre spese		327.54
Perdite nette da investimenti		<b>-1,124.79</b>
Perdita netta realizzata		<b>-1,124.79</b>
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-1,124.79</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		1,293.50
<i>High Tech Equity - Category R</i>		<i>1,293.50</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-80,180.95
<i>High Tech Equity - Category I</i>		<i>-9,650.00</i>
<i>High Tech Equity - Category R</i>		<i>-70,530.95</i>
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-80,012.24</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>80,012.24</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>0.00</b>

*Nord Est Fund*  
**Bio Pharma Equity**

## **Relazione di Gestione**

Dal momento del lancio (22.04.2002) fino alla sua liquidazione (21.02.2003), il comparto non ha effettuato investimenti in titoli. In tale periodo il patrimonio è stato allocato in mezzi liquidi.



# Nord Est Fund Bio Pharma Equity

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 21/02/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 21/02/03
Bio Pharma Equity - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,000.000	0.000	1,000.000	0.000
Bio Pharma Equity - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	9,294.200	261.220	9,555.420	0.000

## Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Periodo fino al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	-	100,974.45	-
<b>Bio Pharma Equity - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	1,000.000	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.87	-
<b>Bio Pharma Equity - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		-	9,294.200	-
Valore d'inventario netto della quota parte		-	9.80	-

# Nord Est Fund Bio Pharma Equity

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 21/02/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1.48</b>
Interessi bancari su conti correnti		1.48
Spese		<b>1,140.43</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	143.46
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	4.17
Spese amministrative		708.33
Interessi bancari su conti correnti		0.17
Spese legali		1.93
Altre spese		282.37
Perdite nette da investimenti		<b>-1,138.95</b>
Perdita netta realizzata		<b>-1,138.95</b>
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-1,138.95</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		2,549.00
<i>Bio Pharma Equity - Category R</i>		2,549.00
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-102,384.50
<i>Bio Pharma Equity - Category I</i>		-9,630.00
<i>Bio Pharma Equity - Category R</i>		-92,754.50
Diminuzione del patrimonio netto		<b>-100,974.45</b>
Patrimonio netto a inizio periodo		<b>100,974.45</b>
Patrimonio netto a fine periodo		<b>0.00</b>

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

## Relazione di Gestione

Nel primo trimestre 2003 i mercati azionari statunitensi hanno in generale registrato performance deludenti. La rapida progressione della guerra in Iraq, il miglioramento della redditività societaria e i positivi dati economici hanno fatto crescere le speranze nella ripresa dell'economia e hanno alimentato un brillante rally di mercato nel secondo trimestre. Le azioni americane hanno espresso una continua forza per tutta la parte restante dell'anno, mentre i dati economici e i rapporti sugli utili societari hanno fornito costantemente segnali di miglioramento.

Nell'anno chiuso al 31 dicembre 2003 il comparto Nord Est Fund Azionario Stati Uniti ha sottoperformato rispetto al benchmark S&P 500. La domanda di mercato di azioni speculative, a scapito delle aziende con utili consistenti e in miglioramento, ha fatto sì che il portafoglio non riuscisse a tenere il passo del mercato nel suo complesso. Questo fenomeno è stato particolarmente pronunciato durante il rally speculativo del secondo trimestre.

Sia nel secondo che nel terzo trimestre le aziende leader di mercato sono state generalmente quelle di più bassa qualità, con deboli fondamentali societari e capitalizzazione di mercato più limitata. Le caratteristiche della leadership di mercato hanno comunque iniziato a cambiare verso la fine del 2003. Nel rally del quarto trimestre le aziende con caratteristiche cicliche e leva operativa hanno sovraperformato.

### Attribuzione

Più di qualsiasi specifica posizione di portafoglio o sovra/sottoponderazione settoriale, il maggiore impatto sulla performance relativa è venuto dall'avversione del mercato per le aziende con forti fondamentali e redditività stabile. Ciononostante, alcune posizioni hanno avuto un effetto significativo sul rendimento del portafoglio.

Nel complesso la nostra esposizione verso i settori dei beni di consumo di base, della salute e dell'industria ha contribuito al rendimento relativo, analogamente alla nostra assenza dalle azioni delle telecomunicazioni. Alcuni titoli nell'ambito dei settori dei beni di consumo voluttuari, finanziario e dell'informatica hanno contribuito in larga misura alla sottoperformance di CSAM. Nell'anno, nonostante il positivo contributo complessivo della ponderazione del settore industriale e della selezione dei titoli, Lockheed Martin ha avuto un impatto negativo sulla performance relativa.

### Strategia

Continuiamo a concentrare la nostra attenzione sulle aziende con buone caratteristiche di redditività e valutazioni interessanti. Nel 2003 il fondo è rimasto indietro rispetto al mercato, in particolare durante il marcato rally speculativo nel secondo trimestre, durante il quale le aziende con le caratteristiche di redditività più interessanti sono state largamente ignorate.

Abbiamo utilizzato questa anomalia come un'opportunità per applicare ulteriormente la nostra disciplina d'investimento, ponendo maggior enfasi sulle società con le migliori caratteristiche di redditività che erano rimaste indietro nel rally guidato dalle aspettative. Un esempio in tal senso è l'aumentato impegno verso l'azienda del settore della difesa Lockheed Martin, il produttore di apparecchi ortopedici Biomet e l'azienda industriale diversificata Illinois Tool Works.

Nello stesso tempo, abbiamo ridotto o eliminato le posizioni con tendenze reddituali in indebolimento o in decelerazione e/o problemi di valutazione, sostituendole con le aziende con caratteristiche più forti e un maggiore potenziale di performance. Abbiamo ad esempio venduto la società di servizi finanziari Wells Fargo, il cui ROI sta peggiorando con il rallentamento della quota di rifinanziamento dei prestiti ipotecari. In sostituzione sono state costituite posizioni in State Street Corp. e Mellon Financial Corp., portandoci da una posizione di sottoponderazione a una posizione quasi di neutralità nel settore finanziario. Queste società, che

## Relazione di Gestione

sono focalizzate sui servizi d'investimento e sulla gestione degli investimenti, sono in grado di migliorare il ROI con l'aumentare del numero delle transazioni finanziarie, la crescita delle attività gestite e la realizzazione degli effetti dei tagli dei costi.

Il generale riallineamento ha portato a un portafoglio relativamente concentrato, a conferma della fiducia che riponiamo nella nostra disciplina e nel potenziale di performance della nostra strategia.

Le nostre ponderazioni settoriali complessive vengono decise sulla base della nostra ricerca azionaria fondamentale di tipo bottom-up. Il nostro generale posizionamento per il 2004 è il seguente:

sovraponderazione: materiali, industria, beni di consumo voluttuari e salute

sottoponderazione: servizi di pubblica utilità, energia, telecomunicazioni, informatica e beni di consumo di base

neutrale: finanziari

### Prospettive

Recentemente il mercato ha dimostrato rinnovato interesse per le società con redditività sostenuta e costante, che sono enfatizzate dal nostro processo. Mentre le aziende predominanti del secondo trimestre sono state generalmente società speculative di bassa qualità con deboli fondamentali societari e capitalizzazione più contenuta, la leadership nel quarto trimestre ha iniziato una fase di transizione ed è stata ripartita in modo più equilibrato con le aziende di migliore qualità. Nell'ultimo trimestre, un periodo in cui i fondamentali sono tornati ad acquisire importanza per gli investitori, il nostro portafoglio di titoli di alta qualità è riuscito in generale a tenere meglio il passo dei progressi del mercato nel suo complesso.

Abbiamo tutte le ragioni di ritenere che le aziende redditizie e ben gestite, con solidi fondamentali, godranno nuovamente di migliori valutazioni rispetto a quelle che hanno prodotto buone performance all'inizio del 2003. Le nostre aziende stanno migliorando la redditività più rapidamente del mercato in generale e ci rendono fiduciosi sul futuro potenziale di performance del nostro portafoglio. Di conseguenza prevediamo che il nostro approccio dovrebbe generare migliori performance relative nella prossima parte del ciclo.

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>8,486,891.88</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	8,272,251.62
<i>Prezzo d'acquisto</i>		8,403,275.81
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-131,024.19
Depositi bancari a vista e liquidità		165,678.95
Altre voci dell'attivo		48,961.31
Passivo		<b>71,577.79</b>
Altre voci del passivo		71,577.79
Valore netto d'inventario		<b>8,415,314.09</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Stati Uniti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	151,028.920	104,756.300	46,696.840	209,088.380
Azionario Stati Uniti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	283,856.230	829,884.060	66,304.090	1,047,436.200

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	8,415,314.09	3,003,002.50	-
<b>Azionario Stati Uniti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		209,088.380	151,028.920	-
Valore d'inventario netto della quota parte		6.84	6.95	-
<b>Azionario Stati Uniti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,047,436.200	283,856.230	-
Valore d'inventario netto della quota parte		6.67	6.88	-

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			8,272,251.62	98.30%
<b>Azioni</b>			<b>8,272,251.62</b>	<b>98.30%</b>
	<i>Arti grafiche e case editrici</i>		<i>585,135.56</i>	<i>6.95%</i>
3,000	GANNETT CO INC	USD	211,781.46	2.52%
6,000	MONSTER WORLDWIDE INC	USD	104,323.04	1.24%
	145 NEWS CORP ADR REPR.4 PFD LTD VTG SHS	USD	3,472.88	0.04%
6,500	TRIBUNE CO NEW COM.	USD	265,558.18	3.16%
	<i>Articoli per ufficio e computer</i>		<i>372,870.92</i>	<i>4.43%</i>
15,800	CENDANT CORP	USD	278,595.39	3.31%
6,300	SEAGATE TECHNOLOGY	USD	94,275.53	1.12%
	<i>Assicurazioni</i>		<i>424,208.22</i>	<i>5.04%</i>
3,100	CHUBB CORP	USD	167,149.64	1.99%
5,500	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GROUP	USD	257,058.58	3.05%
	<i>Banche ed istituti finanziari</i>		<i>742,369.32</i>	<i>8.82%</i>
4,500	BANK OF AMERICA CORP	USD	286,567.68	3.41%
5,525	CITIGROUP INC	USD	212,338.47	2.52%
6,600	WACHOVIA CORP	USD	243,463.17	2.89%
	<i>Beni di consumo vari</i>		<i>453,874.09</i>	<i>5.39%</i>
6,600	CLOROX CO	USD	253,757.71	3.02%
11,100	NEWELL RUBBERMAID	USD	200,116.38	2.38%
	<i>Carta e legno</i>		<i>107,553.13</i>	<i>1.28%</i>
3,151	INTERNATIONAL PAPER CO	USD	107,553.13	1.28%
	<i>Chimica</i>		<i>564,392.69</i>	<i>6.71%</i>
8,000	DU PONT E I NEMOURS CO	USD	290,672.99	3.45%
5,400	PPG INDUSTRIES INC	USD	273,719.70	3.25%
	<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>		<i>572,201.87</i>	<i>6.80%</i>
9,700	CVS CORP	USD	277,406.16	3.30%
7,900	FEDERATED DEPARTMENT STORE	USD	294,795.71	3.50%
	<i>Costruzioni meccaniche</i>		<i>369,398.24</i>	<i>4.39%</i>
1,300	AMERICAN STNDRD COS	USD	103,650.03	1.23%
4,000	ILLINOIS TOOL WORKS	USD	265,748.21	3.16%
	<i>Elettronica e semiconduttori</i>		<i>219,255.73</i>	<i>2.61%</i>
8,600	INTEL CORP	USD	219,255.73	2.61%
	<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>		<i>82,026.92</i>	<i>0.97%</i>
1,600	EMERSON ELECTRIC CO	USD	82,026.92	0.97%
	<i>Holding e società finanziarie</i>		<i>596,596.97</i>	<i>7.09%</i>
8,300	MELLON FINANCIAL CO	USD	211,015.83	2.51%
5,300	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	USD	175,281.86	2.08%
5,100	STATE STREET CORP	USD	210,299.28	2.50%
	<i>Industria aeronautica ed Aerospaziale</i>		<i>496,629.43</i>	<i>5.90%</i>
8,700	LOCKHEED MARTIN CORP	USD	354,061.74	4.21%
1,900	UNITED TECHNOLOGIES CORPORATION	USD	142,567.69	1.69%
	<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>		<i>1,225,717.29</i>	<i>14.57%</i>
8,500	ABBOTT LABORATORIES	USD	313,618.35	3.73%
7,700	BIOMET INC	USD	221,977.03	2.64%
2,100	ELI LILLY CO	USD	116,938.24	1.39%
3,900	ESTEE LAUDER COMPANIES INC -A-	USD	121,230.40	1.44%
7,600	MEDTRONIC INC	USD	292,506.72	3.48%
5,700	PFIZER INC	USD	159,446.55	1.89%
	<i>Internet e servizi di Internet</i>		<i>625,783.03</i>	<i>7.44%</i>
5,000	ADOBE SYSTEMS INC	USD	155,581.94	1.85%
8,700	BEA SYSTEMS	USD	84,726.84	1.01%
13,900	MICROSOFT CORP	USD	303,092.62	3.60%
2,800	VERITAS SOFTWARE CORPORATION (DE)	USD	82,381.63	0.98%
	<i>Petrolio</i>		<i>273,078.38</i>	<i>3.25%</i>
2,300	DEVON ENERGY	USD	104,273.95	1.24%
5,200	EXXON MOBIL	USD	168,804.43	2.01%
	<i>Salute e servizi sociali</i>		<i>221,111.63</i>	<i>2.63%</i>
4,800	UNITEDHEALTH GROUP	USD	221,111.63	2.63%
	<i>Settori vari</i>		<i>240,820.18</i>	<i>2.86%</i>
18,378	HUGUES ELECTRONICS CORP	USD	240,820.18	2.86%
	<i>Tessile ed abbigliamento</i>		<i>99,228.02</i>	<i>1.18%</i>
2,500	CINTAS CORP	USD	99,228.02	1.18%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>8,272,251.62</b>	<b>98.30%</b>

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>58,793.45</b>
Dividendi netti		57,611.68
Interessi bancari su conti correnti		235.55
Altri redditi		946.22
Spese		<b>155,254.50</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	98,533.95
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	7,165.69
Tassa d'abbonamento	Nota 5	2,592.41
Spese amministrative		25,858.90
Commissioni di domiciliazione		253.82
Onorari		1,466.93
Interessi bancari su conti correnti		1,456.75
Spese legali		1,254.75
Altre spese		16,671.30
Perdite nette da investimenti		<b>-96,461.05</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-697,098.06
Plusvalenze nette realizzate su cambi		12,376.06
Perdita netta realizzata		<b>-781,183.05</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		720,570.64
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-60,612.41</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		6,236,193.30
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		730,460.32
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		5,505,732.98
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-763,269.30
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		-323,728.81
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		-439,540.49
Aumento del patrimonio netto		<b>5,412,311.59</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>3,003,002.50</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>8,415,314.09</b>



*Nord Est Fund*  
**Azionario Giappone**

## Relazione di Gestione

### Retrospettiva di mercato, politica d'investimento e strategia nel 2003

Nel 2003 il listino azionario giapponese ha registrato buone performance, dopo avere toccato i minimi post bolla speculativa ad aprile. Lasciandosi alle spalle la guerra in Iraq e il problema della SARS, il mercato azionario ha iniziato un rimbalzo e le iniezioni di denaro pubblico in Resona hanno accelerato la sua dinamica, con gli investitori esteri che sono diventati forti acquirenti. La ripresa degli utili societari, l'aumento della spesa per investimenti e la domanda della Cina hanno rappresentato i principali fattori per la ripresa dell'economia giapponese.

Nell'anno in esame abbiamo mantenuto una sovraesposizione verso i settori dei materiali elettrici e dei beni strumentali e aumentato la ponderazione dei titoli finanziari a metà anno. Avevamo tre scommesse. La prima consisteva nella crescita dei prodotti digitali di consumo, come le televisioni LCD, le macchine fotografiche digitali e i telefonini portatili. La seconda era basata sull'espansione della spesa per investimenti in Cina e in Giappone. La terza prevedeva la normalizzazione del sistema finanziario con la soluzione del problema dei crediti in sofferenza e le aspettative di ripresa delle attività economiche interne. Nello stesso tempo, siamo rimasti sottopesati nei settori con caratteristiche difensive, come i servizi di pubblica utilità, i trasporti terrestri e i farmaceutici.

Nel 2003 il comparto Nord Est Fund Azionario Giappone ha ottenuto un rendimento inferiore di oltre il 6% rispetto al benchmark. Sulla base delle nostre analisi di attribuzione, questa sottoperformance è stata determinata principalmente dalla selezione dei titoli. A tal proposito, un importante contributo negativo è venuto dai macchinari elettrici, dalle aziende finanziarie diversificate, dai titoli, dal settore alimentare, ecc. Abbiamo anche rilevato che la notevole sottoperformance dei nomi di bassa qualità (le società più indebitate) rispetto alle aziende di qualità è stata la principale causa della nostra negativa selezione dei titoli.

### Prospettive di mercato, politica d'investimento e strategia per il 2004

Il nostro giudizio sui mercati azionari giapponesi è positivo. Verso la fine del primo trimestre 2004 il mercato azionario sonderà le performance societarie e i temi di mercato del prossimo anno fiscale. La chiave delle performance societarie sta nella parte di crescita degli utili che deriverà dall'espansione dei ricavi, in aggiunta all'iniziale crescita dei profitti legata alle ristrutturazioni. Stiamo selezionando le aziende che sono in grado di modificare il loro modo di espansione dell'attività (spostandosi dalla riduzione dei costi, che è stato il principale fattore di crescita dei profitti in quest'anno fiscale, all'espansione dei ricavi come mezzo di generazione degli utili). Che una società possa realizzare questo cambiamento dipende in gran parte dalla valutazione strategica del management, nonché dall'estensione dell'attività aziendale e dal contesto economico.

Siamo interessati alle aziende attive negli investimenti per la razionalizzazione e negli investimenti in attrezzature nell'ambito della ripresa economica globale, alle aziende che beneficiano della domanda di sostituzione dei PC e di altri beni durevoli o della particolare domanda creata dalle Olimpiadi, nonché di quelle che beneficiano della crescita cinese e del commercio con la Cina.

Siamo sovrappesati nei settori della chimica, dei macchinari elettrici, dei servizi e dei macchinari (selezionando le singole aziende che soddisfano le condizioni soprammenzionate), mentre siamo sottopesati nei settori dei servizi di pubblica utilità, dei trasporti terrestri e farmaceutico. Attualmente il beta previsto per il portafoglio è pari a 1.07, con un tracking error del 3.97%.

# Nord Est Fund Azionario Giappone

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>6,261,118.09</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	5,814,404.03
<i>Prezzo d'acquisto</i>		5,575,848.84
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		238,555.19
Depositi bancari a vista e liquidità		295,508.75
Altre voci dell'attivo		151,205.31
Passivo		<b>79,274.36</b>
Altre voci del passivo		79,274.36
Valore netto d'inventario		<b>6,181,843.73</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Azionario Giappone - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	113,988.330	109,048.070	18,668.510	204,367.890
Azionario Giappone - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	169,710.080	554,545.410	48,067.120	676,188.370

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	6,181,843.73	1,944,887.33	-
<b>Azionario Giappone - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		204,367.890	113,988.330	-
Valore d'inventario netto della quota parte		7.16	6.90	-
<b>Azionario Giappone - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		676,188.370	169,710.080	-
Valore d'inventario netto della quota parte		6.98	6.83	-

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			5,814,404.03	94.06%
<b>Azioni</b>			<b>5,814,404.03</b>	<b>94.06%</b>
	<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>		84,985.57	1.37%
11,000	NIPPON MEAT PACKERS INC., OSAKA	JPY	84,985.57	1.37%
	<i>Articoli per ufficio e computer</i>		29,082.93	0.47%
5,000	NEC CORP (NIPPON DENKI)	JPY	29,082.93	0.47%
	<i>Banche ed istituti finanziari</i>		531,686.91	8.60%
300	AIFUL CORP	JPY	17,339.18	0.28%
5,000	BANK OF YOKOHAMA	JPY	18,356.53	0.30%
10,000	DAIWA SECURITIES GROUP INC	JPY	53,742.61	0.87%
37	MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL GROUP INC	JPY	228,033.80	3.69%
2,250	PROMISE CO LTD	JPY	77,462.34	1.25%
18,000	SUMITOMO TRUST BANK	JPY	83,599.61	1.35%
14	UFJ HOLDINGS INC	JPY	53,152.84	0.86%
	<i>Beni di consumo vari</i>		121,042.51	1.96%
7,800	YAMAHA CORP.	JPY	121,042.51	1.96%
	<i>Carta e legno</i>		40,811.95	0.66%
8,000	OJI PAPER CO LTD	JPY	40,811.95	0.66%
	<i>Case di trading varie</i>		193,031.07	3.12%
2,600	MISUMI CORP	JPY	91,237.11	1.48%
16,000	MITSUI CO.LTD	JPY	101,793.96	1.65%
	<i>Chimica</i>		625,802.83	10.12%
8,000	ASAHI KASEI CORPORATION	JPY	34,324.50	0.56%
6,000	HITACHI CHEMICAL CO LTD	JPY	79,618.68	1.29%
79,000	ISHIHARA SANGYO KAISHA	JPY	124,632.72	2.02%
6,000	JSR CORP	JPY	105,937.08	1.71%
2,200	NITTO DENKO CORP	JPY	92,446.13	1.50%
1,000	SHIN-ETSU CHEM.	JPY	32,289.80	0.52%
44,000	SHOWA DENKO KK	JPY	78,173.75	1.26%
12,000	ZEON CORP	JPY	78,380.17	1.27%
	<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>		215,656.04	3.49%
2,100	MATSUMOTOKIYOSHI CO LTD	JPY	37,232.79	0.60%
2,100	MATSUMOTOKIYOSHI I03 WHEN ISSUED	JPY	37,232.79	0.60%
19,000	MITSUKOSHI (NEW) LTD	JPY	61,070.48	0.99%
2,000	SEVEN-ELEVEN JAPAN CO LTD	JPY	47,918.65	0.78%
600	SHIMAMURA CORP	JPY	32,201.33	0.52%
	<i>Costruzioni meccaniche</i>		374,303.64	6.05%
6,000	DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	109,475.69	1.77%
7,000	HITACHI CONST MACH.	JPY	83,754.43	1.35%
1,400	SMC CORP	JPY	137,681.34	2.23%
2,700	THK CO LTD	JPY	43,392.18	0.70%
	<i>Edilizia e materiali da costruzione</i>		18,194.34	0.29%
2,000	TAIKISHA LTD	JPY	18,194.34	0.29%
	<i>Elettronica e semiconduttori</i>		789,640.38	12.77%
4,000	CANON INC	JPY	147,147.12	2.38%
1,000	HOYA CORP	JPY	72,541.46	1.17%
900	KEYENCE CORP	JPY	149,882.17	2.42%
9,000	MATSUSHITA ELECTRIC IND.	JPY	98,329.07	1.59%
1,300	NIDEC CORP	JPY	98,041.56	1.59%
6,300	OMRON CORP	JPY	100,783.98	1.63%
2,300	SONY CORP	JPY	62,906.13	1.02%
1,000	TOKYO ELECTRON LTD	JPY	60,008.89	0.97%
	<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>		233,142.66	3.77%
1,100	FANUC LTD	JPY	52,061.77	0.84%
900	FUNAI ELECTRIC CO	JPY	97,599.23	1.58%
1,200	NEC ELECTRONICS CORP	JPY	69,356.72	1.12%
2,000	SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES LTD	JPY	14,124.94	0.23%
	<i>Holding e società finanziarie</i>		533,511.50	8.63%
3,400	JFE HOLDINGS INC	JPY	73,315.53	1.19%
11	MILLEA HOLDING	JPY	113,530.34	1.84%
12,000	NOMURA HOLDINGS	JPY	161,448.99	2.61%
44	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP INC	JPY	185,216.64	3.00%
	<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>		258,569.03	4.18%
1,800	EISAI	JPY	38,349.66	0.62%
5,200	FUJISAWA PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	87,595.29	1.42%
1,000	KAO CORP	JPY	16,071.18	0.26%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
3,000	UNI-CHARM	JPY	116,552.90	1.89%
	<i>Internet e servizi di Internet</i>		<i>341,925.38</i>	<i>5.53%</i>
2,100	CSK CORP	JPY	59,913.06	0.97%
4,700	FUJI SOFT ABC INC	JPY	109,836.92	1.78%
5,700	KONAMI CO LTD	JPY	131,105.43	2.12%
900	NS SOLUTIONS CORP	JPY	41,069.97	0.66%
	<i>Pneumatici e gomma</i>		<i>31,869.59</i>	<i>0.52%</i>
3,000	BRIDGESTONE CORP	JPY	31,869.59	0.52%
	<i>Servizi diversi</i>		<i>128,268.64</i>	<i>2.07%</i>
2,000	SECOM CO LTD	JPY	58,976.80	0.95%
1,240	USS	JPY	69,291.84	1.12%
	<i>Società immobiliari</i>		<i>85,634.31</i>	<i>1.39%</i>
12,000	MITSUI FUDOSAN	JPY	85,634.31	1.39%
	<i>Trasmissione delle informazioni</i>		<i>293,483.29</i>	<i>4.75%</i>
10	KDDI CORP	JPY	45,264.69	0.73%
4	NIPPON TEL. TEL.	JPY	15,245.50	0.25%
116	NTT DOCOMO	JPY	207,804.75	3.36%
2,000	TOKYO BROADCASTING SYSTEM INC	JPY	25,168.35	0.41%
	<i>Trasporti</i>		<i>61,468.57</i>	<i>0.99%</i>
11,000	KAMIGUMI CO LTD	JPY	61,468.57	0.99%
	<i>Veicoli stradali</i>		<i>822,292.89</i>	<i>13.30%</i>
2,600	HONDA MOTOR	JPY	91,237.11	1.48%
5,000	KOITO MANUFACTURING	JPY	23,959.33	0.39%
18,400	NISSAN MOTOR	JPY	166,031.49	2.69%
4,000	NOK CORP	JPY	115,004.76	1.86%
3,800	STANLEY ELECTRIC CO LTD	JPY	58,129.01	0.94%
9,100	SUZUKI MOTOR CORP	JPY	106,398.57	1.72%
9,800	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	261,532.62	4.23%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>5,814,404.03</b>	<b>94.06%</b>

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>20,367.62</b>
Dividendi netti		20,318.06
Interessi bancari su conti correnti		49.56
Spese		<b>126,978.50</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	57,067.59
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	4,394.80
Tassa d'abbonamento	Nota 5	1,542.82
Spese amministrative		24,366.49
Commissioni di domiciliazione		124.52
Onorari		773.62
Interessi bancari su conti correnti		99.92
Spese legali		862.42
Altre spese		37,746.32
Perdite nette da investimenti		<b>-106,610.88</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli		-575,339.45
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-24,862.83
Perdita netta realizzata		<b>-706,813.16</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		812,351.95
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>105,538.79</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,591,713.29
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		775,779.43
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		3,815,933.86
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-460,295.68
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		-131,388.41
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		-328,907.27
Aumento del patrimonio netto		<b>4,236,956.40</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>1,944,887.33</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>6,181,843.73</b>

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

## Relazione di Gestione

Le emissioni di obbligazioni aziendali hanno totalizzato oltre 500 miliardi di euro nel 2003, con un incremento di circa il 35% su base annua. Questa tendenza positiva ha interessato sia il comparto finanziario che gli altri settori. Anche i rimborsi sono complessivamente aumentati rispetto all'anno precedente, ma le emissioni nette per l'intero esercizio hanno comunque superato del 25% i livelli del 2002. Inoltre, l'elevata domanda di obbligazioni societarie ha determinato una contrazione dei differenziali di rendimento dell'indice iBoxx Euro Non-Sovereign, passati da 45 a 27 punti base. L'indice ha prodotto un rendimento lordo del 5.56% su base annua, a fronte del rendimento netto del fondo (in base al valore patrimoniale netto aggregato) del 5.77%.

In apertura d'anno il fondo Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate presentava un posizionamento difensivo, alla luce delle tensioni geopolitiche che continuavano a pesare sui mercati finanziari internazionali. La cautela del fondo era riconducibile anche alle prospettive negative dell'economia europea e alle loro ripercussioni sul mercato delle emissioni aziendali.

Nel mese di maggio i mercati europei dei titoli di Stato hanno registrato un forte recupero di natura tecnica, che ha portato i rendimenti del decennale su un livello a nostro avviso insostenibile a quota 3.7%. Abbiamo quindi ridotto di 0.5 anni la durata finanziaria del fondo rispetto all'indice, incrementando al contempo la quota di liquidità in portafoglio, e abbiamo mantenuto un orientamento difensivo a livello settoriale (sottopeso dei titoli industriali e dei comparti telecomunicazioni, media e tecnologia, sovraesposizione di banche ed emissioni sovranazionali), in vista delle fragili prospettive fondamentali delle obbligazioni societarie europee.

Le condizioni tecniche sono mutate nel corso di luglio e agosto e il rendimento dei governativi a dieci anni è risalito al 4.2%. Abbiamo quindi riportato a neutralità la posizione di duration corta nei confronti del benchmark, annullando anche la sovraesposizione alla liquidità.

Il brillante recupero registrato dai differenziali delle emissioni aziendali dall'inizio dell'anno ha subito una battuta d'arresto nel mese di agosto, quando gli operatori sono apparsi più restii a investire in un mercato caratterizzato da valutazioni molto elevate e hanno preso beneficio nelle posizioni aperte. Durante la prolungata fase di contrazione dei differenziali di rendimento, le valutazioni relative dei diversi comparti sono cambiate radicalmente e il gestore del fondo ha approfittato dell'incremento dei rendimenti di agosto per modificare i pesi settoriali del portafoglio. Il fondo ha quindi assunto un sottopeso nei servizi di pubblica utilità, che presentavano valutazioni meno interessanti, e una sovraesposizione nelle telecomunicazioni, caratterizzate da un profilo valutativo più appetibile.

L'abbandono del posizionamento puramente difensivo del portafoglio è ascrivibile anche al fatto che a questo punto dell'anno le condizioni economiche europee apparivano in fase di stabilizzazione, pur mancando ancora chiari segnali di recupero del comparto delle obbligazioni societarie.

Nell'ultimo trimestre del 2003 il mercato ha beneficiato dell'apprezzamento dell'euro, nonché dell'appello lanciato a settembre dal G7 a Dubai per una maggiore flessibilità sui cambi, nel quadro del continuo indebolimento del dollaro Usa.

A novembre i dati sul Pil di terzo trimestre delle principali economie europee hanno evidenziato una ripresa rispetto alla contrazione dei tre mesi precedenti, che tuttavia è stata alimentata soprattutto dalla robusta crescita delle esportazioni, mentre i consumi interni hanno accusato un'ulteriore flessione. Gli indicatori anticipatori hanno registrato un miglioramento nel mese di novembre, alla luce del deciso recupero della fiducia delle imprese nel comparto manifatturiero e nel settore dei servizi.

A seguito dell'incremento dei rendimenti del decennale al 4.45%, nel corso del mese abbiamo assunto una posizione di duration superiore all'indice di 0.5 anni, che abbiamo poi riportato a neutralità quando i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono tornati a quota 4.28%



## Relazione di Gestione

In chiusura d'anno il fondo presentava una posizione neutra nei confronti della durata finanziaria e della curva dei rendimenti, un sottopeso settoriale nelle utilities e nei Pfandbriefe e un sovrappeso nei titoli bancari e nelle telecomunicazioni.

### Prospettive di mercato

Il tema della ripresa economica globale, in atto da alcuni mesi, continua ad acquistare vigore. Gli Stati Uniti e il Regno Unito dovrebbero archiviare la crescita più consistente, mentre l'Europa dovrebbe beneficiare della continua accelerazione delle esportazioni, ostacolata tuttavia dal rafforzamento dell'euro. Il deprezzamento del dollaro dovrebbe peraltro imprimere ulteriore slancio alla crescita statunitense e, di conseguenza, all'economia globale. In questo contesto, nel corso del 2004 i tassi d'interesse dovrebbero registrare un lieve incremento negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre è probabile che rimangano invariati nell'area Euro.

Secondo le nostre previsioni, l'economia europea dovrebbe evidenziare una crescita dell'1.5% nel 2004, che tuttavia risentirà dei livelli ancora modesti della spesa al consumo. L'entità dell'espansione economica dipenderà dalla forza della moneta unica, ma l'effetto positivo della ripresa mondiale sulle esportazioni del vecchio continente dovrebbe più che compensare l'impatto dell'apprezzamento dell'euro. In risposta alla rivalutazione della divisa europea, le principali società orientate all'export, in particolare in Germania, hanno concentrato le vendite estere in Europa orientale e in Asia, alimentando così la ritrovata fiducia delle imprese tedesche. Inoltre, poiché il rafforzamento dell'euro contribuisce a contenere le pressioni inflattive, l'attuale dinamica valutaria dovrebbe consentire alla Bce di lasciare invariati i tassi d'interesse.

Ci aspettiamo che la ripresa economica europea prosegua gradualmente anche nel 2005 con un'espansione del 2.25%, mentre l'inflazione dovrebbe mantenersi moderata, attorno all'1.5%. Il principale fattore di rischio per questo scenario è rappresentato da un eventuale aumento dei tassi d'interesse di entità superiore alle attese. In base a queste considerazioni, i rendimenti dei governativi a dieci anni cominciano ad apparire elevati a quota 4.15% e, in vista di un loro nuovo calo, prevediamo di ridurre la duration del portafoglio rispetto al benchmark.

Il clima di fiducia del settore aziendale continua a migliorare e il flusso di notizie rimane complessivamente positivo. Inoltre, il robusto profilo tecnico del mercato europeo delle obbligazioni aziendali dovrebbe riflettersi nel breve periodo in un'ulteriore contrazione dei differenziali di rendimento del comparto.

La presente comunicazione è destinata esclusivamente agli investitori professionali e non deve essere diffusa agli investitori privati, né da loro creduta.

Le performance del passato non sono necessariamente indicative dei rendimenti futuri. Il valore del vostro investimento può tanto scendere quanto salire e non è in alcun modo garantito.

I commenti contenuti nella presente relazione riflettono le generali opinioni di mercato di AEGON Investment Management UK Ltd e non devono essere considerati come raccomandazioni o consulenza sulle possibili performance di qualsiasi mercato.

AEGON Asset Management comprende AEGON Asset Management UK Plc (n. 113505), AEGON Fund Management UK Ltd (n. 56350) ed AEGON Investment Management UK Ltd (n. 212159). Tutte le società sopra citate sono registrate in Scozia ed hanno sede legale al seguente indirizzo: AEGON House, Edinburgh Park, Edinburgo EH12 9SA. AEGON Asset Management UK Plc e AEGON Fund Management UK Ltd fanno parte dell'AEGON UK Marketing Group e sono soggette alla regolamentazione della Financial Services Authority.

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

## Prospetti finanziari al 31/12/03

Stato patrimoniale al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>23,386,014.54</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	22,707,414.37
<i>Prezzo d'acquisto</i>		22,582,162.91
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		125,251.46
Depositi bancari a vista e liquidità		93,687.32
Interessi maturati		543,236.60
Altre voci dell'attivo		41,676.25
Passivo		<b>81,295.56</b>
Altre voci del passivo		81,295.56
Valore netto d'inventario		<b>23,304,718.98</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/03 al 31/12/03

	Quote parti circolanti al 01/01/03	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/03
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	11,016.030	288,572.750	106,950.550	192,638.230
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,113,162.730	1,081,028.030	276,998.590	1,917,192.170

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/01</b>
Patrimonio netto	EUR	23,304,718.98	11,887,943.01	-
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		192,638.230	11,016.030	-
Valore d'inventario netto della quota parte		11.24	10.68	-
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,917,192.170	1,113,162.730	-
Valore d'inventario netto della quota parte		11.03	10.57	-

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			22,707,414.37	97.44%
<b>Obbligazioni</b>			<b>19,875,190.52</b>	<b>85.28%</b>
<i>Francia</i>			<i>1,743,930.00</i>	<i>7.48%</i>
650,000	CIF EUROMORTGAGE 4.625 02-12 11/10A	EUR	661,505.00	2.84%
500,000	DEXIA MUNICIP.AGENCY 4.25 01-07 12/01A	EUR	515,350.00	2.21%
300,000	PARIBAS SUB 5.625 98-08 07/08A	EUR	320,100.00	1.37%
250,000	VEOLIA ENV. EMTN REGS 4.875 03-13 28/05A	EUR	246,975.00	1.06%
<i>Germania</i>			<i>6,295,725.00</i>	<i>27.01%</i>
250,000	DEGUSSA EMTN 5.125 03-13 10/12A	EUR	250,975.00	1.08%
1,500,000	DEPFA 4.75 02-07 16/07A	EUR	1,570,500.00	6.74%
500,000	EUROHYPO -570- 4.00 99-09 27/04A	EUR	504,750.00	2.17%
600,000	EUROHYPO -734- 5.00 98-06 26/04A	EUR	625,500.00	2.68%
3,200,000	KFW INT.FINANCE 4.75 01-06 18/08A	EUR	3,344,000.00	14.35%
<i>Isole Caiman</i>			<i>255,100.00</i>	<i>1.09%</i>
250,000	AIG SUNAMERICA INSTIT 4.75 99-04 08/12A	EUR	255,100.00	1.09%
<i>Italia</i>			<i>434,280.00</i>	<i>1.86%</i>
400,000	TELECOM ITALIA SPA 6.25 02-12 01/02A	EUR	434,280.00	1.86%
<i>Lussemburgo</i>			<i>1,673,225.00</i>	<i>7.18%</i>
1,550,000	EUROP.INVEST.BK 5.375 02-12 15/10A	EUR	1,673,225.00	7.18%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>175,017.50</i>	<i>0.75%</i>
175,000	VOLKSWAGEN FIN.EMTN 4.125 03-09 22/05A	EUR	175,017.50	0.75%
<i>Regno Unito</i>			<i>3,623,887.52</i>	<i>15.55%</i>
300,000	BAT INTERNATIONAL FIN 5.125 03-13 09/07Q	EUR	296,100.00	1.27%
650,000	BRITISH TELECOM 6.375 01-06 15/02A	EUR	690,755.00	2.96%
300,000	COMPASS GROUP PLC 6.00 03-09 29/05A	EUR	323,578.97	1.39%
200,000	EDF ENERGY PLC EMTN 4.375 03-10 15/12A	EUR	199,340.00	0.86%
250,000	HAMMERSON 6.25 01-08 20/06A	EUR	271,475.00	1.16%
300,000	INTERCONTINENTAL EMTN 4.75 03-10 20/10A	EUR	298,410.00	1.28%
300,000	KINGFISHER PLC -38- 4.50 03-10 21/10A	EUR	298,650.00	1.28%
200,000	LLOYDS TSB CAPITAL 7.375 00-49 29/12A	EUR	232,973.55	1.00%
250,000	NATIONAL GRID EMTN 3.75 03-08 22/07A	EUR	246,800.00	1.06%
350,000	REXAM EMTN 6.625 02-07 27/03A	EUR	378,280.00	1.62%
375,000	VODAFONE GROUP EMTN 4.625 02-08 31/01A	EUR	387,525.00	1.66%
<i>Spagna</i>			<i>2,294,960.00</i>	<i>9.85%</i>
900,000	AYT CEDULAS CAJAS II 4.5 01-08 28/11A	EUR	930,600.00	3.99%
600,000	BCO CREDITO LOCAL 3.75 03-10 07/04A	EUR	591,060.00	2.54%
500,000	CAIXA DE BARCELONA 3.50 03-10 04/03A	EUR	486,800.00	2.09%
300,000	CEDULAS TDA 1 3.25 03-10 19/06A	EUR	286,500.00	1.23%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>3,379,065.50</i>	<i>14.50%</i>
400,000	AT & T REGD 6.00 01-06 21/11A	EUR	428,080.00	1.84%
250,000	DAIMLERCHRYSLER N.A. 3.75 03-06 02/10A	EUR	252,050.00	1.08%
275,000	FORD MOTOR CREDIT 4.875 03-07 17/05A	EUR	276,017.50	1.18%
800,000	FREDDIE MAC 5.25 00-06 15/01A	EUR	837,680.00	3.59%
200,000	FREDDIE MAC 5.75 00-10 15/09A	EUR	218,740.00	0.94%
400,000	GENERAL ELECTRIC EMTN 5.125 02-07 20/06A	EUR	422,280.00	1.81%
300,000	GMAC EMTN 6.00 03-08 03/07A	EUR	315,660.00	1.35%
275,000	HOUSEHOLD FINANCE 6.50 02-09 05/05A	EUR	305,717.50	1.31%
275,000	SG CAPITAL TRUST REG-S7.875 00-49 29/12A	EUR	322,840.50	1.39%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>2,832,223.85</b>	<b>12.15%</b>
<i>Francia</i>			<i>423,000.00</i>	<i>1.82%</i>
375,000	FRANCE TELECOM REG-S FL.R 01-08 14/03A	EUR	423,000.00	1.82%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>304,444.91</i>	<i>1.31%</i>
300,000	HSBC CAP FDG FL.R 03-XX 31/12A	EUR	304,444.91	1.31%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,899,918.94</i>	<i>8.15%</i>
280,000	AVIVA PLC SUB FL.R 03-XX 29/09A	EUR	285,656.00	1.23%
450,000	HBOS EMTN FL.R 03-XX 14/10A	EUR	444,780.00	1.91%
400,000	LLOYDS TSB BANK SUB FL.R 99-XX 15/07A	EUR	423,680.00	1.82%
675,000	RBS CAP.TR.REGS.PREF FL.R 02-XX 29/12A	EUR	745,802.94	3.20%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>204,860.00</i>	<i>0.88%</i>
200,000	ZURICH FINANCE SUB FL.R 03-23 02/10A	EUR	204,860.00	0.88%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>22,707,414.37</b>	<b>97.44%</b>

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/03 al 31/12/03

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>933,655.69</b>
Cedole nette da obbligazioni		931,967.07
Interessi bancari su conti correnti		1,688.62
Spese		<b>379,496.68</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	264,022.27
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	10,151.96
Tassa d'abbonamento	Nota 5	9,944.35
Spese amministrative		36,207.27
Commissioni di domiciliazione		931.18
Onorari		5,943.59
Spese legali		5,896.35
Altre spese		46,399.71
Reddito netto da investimenti		<b>554,159.01</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		351,974.82
Plusvalenze nette realizzate su cambi		0.25
Utile netto realizzato		<b>906,134.08</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-191,726.79
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>714,407.29</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		14,904,788.03
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		<i>3,167,417.94</i>
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		<i>11,737,370.09</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-4,202,419.35
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		<i>-1,190,579.98</i>
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		<i>-3,011,839.37</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>11,416,775.97</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>11,887,943.01</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>23,304,718.98</b>

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

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

### 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 30 marzo 1988 sugli organismi collettivi di investimento. Il Fondo è gestito da una Società di gestione. La Società di gestione (NORD EST ASSET MANAGEMENT S.A.) è iscritta al Registro di Commercio del Lussemburgo al n. B 69 705 e ha sede al n° 39 di Allée Scheffer, Lussemburgo L-2520. Il fondo ha una struttura ad ombrello. Alla data del 31 dicembre 2003, erano stati attivati dodici comparti:

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

I seguenti comparti sono stati liquidati in 2003:

- Nord Est Fund – High Tech Equity al 18 febbraio 2003
- Nord Est Fund – European New Markets Equity al 17 febbraio 2003
- Nord Est Fund – Bio Pharma Equity al 21 febbraio 2003
- Nord Est Fund – Asia Ex Japan al 5 marzo 2003
- Nord Est Fund – Financial Opportunities al 26 febbraio 2003

Le spese di liquidazione non erano rilevanti.

Al 15 gennaio 2003, la denominazione degli seguenti comparti è stata cambiata:

- Nord Est Fund – Breve Termine Euro è diventata Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro
- Nord Est Fund – European Convertible Bonds è diventata Nord Est Fund – Obbligazionario Convertible Europeo
- Nord Est Fund – Eastern European Equity è diventata Nord Est Fund – Azionario Europa Dell'Est
- Nord Est Fund – US Equity è diventata Nord Est Fund – Azionario Stati Uniti
- Nord Est Fund – Japan Equity è diventata Nord Est Fund – Azionario Giappone
- Nord Est Fund – Euro Corporate Bonds è diventata Nord Est Fund – Obbligazionario Euro Corporate

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

### 1. STRUTTURA (segue)

Si informa ai sottoscrittori del fondo NORD EST FUND che il Consiglio di Amministrazione della Compagnia ha deciso, secondo la decisione circolare del Consiglio del 19 Febbraio 2001, di lanciare a partire del 5 Novembre del 2001 due categorie di quote per ogni comparto descritte nel Prospetto:

- "Category R"
- "Category I"

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

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

Al 31 dicembre 2003 erano in circolazione soltanto quote ad accumulazione dei proventi.

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.

### 2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI

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

#### a) Conversione delle operazioni in valuta

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

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

Alla data del 31 dicembre 2003 sono stati utilizzati i seguenti tassi di cambio per le principali valute:

1	EUR	=	1.26300006	USD
1	EUR	=	0.70480001	GBP
1	EUR	=	1.55790006	CHF
1	EUR	=	135.6465593	JPY
1	EUR	=	9.07999659	SEK

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

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

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

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

#### **c) Operazioni in cambi a termine**

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

#### **d) Cedole e dividendi**

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

#### **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.

#### **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.

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

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

### 4. SPESE DI COSTITUZIONE

Le spese di costituzione vengono ammortizzate a quote costanti su un arco di tempo di cinque anni tra i comparti attivati alla data di costituzione del fondo. Le spese relative al lancio di nuovi comparti sono addebitate al prospetto delle operazioni nel momento in cui vengono sostenute.



# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

### 5. TASSAZIONE

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

Il comparto Obbligazionario Breve Termine Euro godrà della riduzione allo 0.01% della tassa di sottoscrizione lussemburghese, da calcolare sul valore attivo netto secondo quanto descritto nel capitolo “Aspetti riguardanti la tassazione in Lussemburgo” del prospetto informativo.

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

### 6. 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.

Al 31 dicembre 2003 erano in essere i seguenti commissioni:

#### NORD EST FUND

#### Commissioni di gestione

	Category R	Category I
Nord Est Fund – Azionario Globale	1.90%	0.75%
Nord Est Fund – Azionario Euro	1.70%	0.65%
Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti	2.10%	0.85%
Nord Est Fund – Obbligazionario Globale	1.40%	0.45%
Nord Est Fund – Obbligazionario Euro	1.20%	0.45%
Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti	1.80%	0.65%
Nord Est Fund – Obbligazionario Breve Termine Euro	0.70%	0.30%
Nord Est Fund – Asia Ex Japan	2.10%	0.65%
Nord Est Fund – Financial Opportunities	2.30%	0.75%
Nord Est Fund – Obbligazionario Convertible Europeo	1.70%	0.60%
Nord Est Fund – European New Markets Equity	2.30%	0.75%
Nord Est Fund – Azionario Europa Dell’Est	2.10%	0.65%
Nord Est Fund – High Tech Equity	2.30%	0.75%
Nord Est Fund – Bio Pharma Equity	2.30%	0.75%
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%

Al 15 gennaio 2003, la commissione di gestione degli seguenti comparti è stata cambiata:

- Nord Est Fund – Azionario Globale Category I : dal 0.65% al 0.75%
- Nord Est Fund – Azionario Euro Category I : dal 0.55% al 0.65%
- Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti Category I : dal 0.70% al 0.85%
- Nord Est Fund – Breve Termine Euro Category R : dal 0.90% al 0.70%
- Nord Est Fund – Breve Termine Euro Category I : dal 0.35% al 0.30%

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003**

**7. OPERAZIONI IN FUTURE SU CAMBI**

Tutte le operazioni in essere sono valutate in base al tasso di cambio a termine in vigore alla data di valutazione per il periodo residuo fino alla scadenza. Al 31 dicembre 2003, alcuni comparti avevano assunto i seguenti impegni:

**Nord Est Fund – Azionario Paesi Emergenti:**

		<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non</u> <u>realizzata in EUR</u>
Acquisto	EUR	4,784,397.24	09/03/2004	614,666.60
Vendita	USD	5,257,000.00		
Acquisto	EUR	1,289,587.03	20/05/2004	76,133.48
Vendita	USD	1,527,000.00		
Acquisto	EUR	676,333.20	20/01/2004	15,711.88
Vendita	USD	834,000.00		
			Totale	706,511.96

**Nord Est Fund – Obbligazionario Globale:**

		<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus)</u> <u>valenza non</u> <u>realizzata in EUR</u>
Acquisto	JPY	20,137,500	06/01/2004	134.28
Vendita	EUR	150,000.00		

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

### 7. OPERAZIONI IN FUTURE SU CAMBI (segue)

#### Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti:

		<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
Acquisto	EUR	12,817,248.39	24/02/2004	1,024,798.86
Vendita	USD	14,872,942.77		
Acquisto	EUR	1,493,797.58	24/02/2004	124,629.69
Vendita	USD	1,726,830.00		
Acquisto	EUR	307,467.81	24/02/2004	23,458.42
Vendita	USD	358,200.00		
Acquisto	USD	500,573.41	24/02/2004	(29,447.05)
Vendita	EUR	426,382.80		
Acquisto	USD	99,999.99	24/02/2004	(5,461.50)
Vendita	EUR	84,757.11		
Acquisto	EUR	518,941.36	24/02/2004	43,213.74
Vendita	USD	600,000.00		
Acquisto	USD	182,641.80	24/02/2004	(10,860.59)
Vendita	GBP	110,000.00		
Acquisto	USD	49,746.00	24/02/2004	(3,013.76)
Vendita	GBP	30,000.00		
Acquisto	USD	613,024.20	24/02/2004	(53,869.98)
Vendita	EUR	540,000.00		
Acquisto	EUR	360,000.00	24/02/2004	31,521.02
Vendita	USD	414,286.20		
Acquisto	USD	199,041.60	24/02/2004	(12,009.43)
Vendita	GBP	120,000.00		
Acquisto	EUR	760,000.00	24/02/2004	68,493.74
Vendita	USD	872,145.60		
Acquisto	EUR	488,383.84	24/02/2004	28,355.23
Vendita	USD	580,200.00		
Acquisto	EUR	203,692.06	24/02/2004	6,819.62
Vendita	USD	248,300.62		
Acquisto	EUR	460,000.00	24/02/2004	9,889.83
Vendita	USD	567,690.60		
Acquisto	EUR	286,024.02	24/02/2004	5,040.45
Vendita	USD	354,383.76		
			Totale	1,251,558.29

### 8. OPERAZIONI IN FUTURE

Al 31 dicembre 2003, il comparto Nord Est Fund – Obbligazionario Globale registrava le seguenti posizioni:

<u>Numero di contratti</u>	<u>Descrizione</u>	<u>Valuta</u>	<u>Impegno in EUR</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
<u>Acquisto/(vendita)</u>				
(4)	EURX EURO-BUND FUT MAR 04	EUR	(452,480.00)	(2,900.00)

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2003

### 8. OPERAZIONI IN FUTURE (segue)

Al 31 dicembre 2003, il comparto Nord Est Fund – Obbligazionario Euro registrava le seguenti posizioni:

<u>Numero di contratti</u> <u>Acquisto/(vendita)</u>	<u>Descrizione</u>	<u>Valuta</u>	<u>Impegno in EUR</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
6	EURX EURO-BOBL FUT MAR 04	EUR	663,180.00	8,340.00
4	EURX EURO-SCHATZ FUT MAR 04	EUR	423,000.00	2,680.00
	Totale		1,086,180.00	11,020.00

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

Crédit Agricole Indosuez Luxembourg S.A. (CAIL) presente nel prospetto va inteso come fatto a Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A (CAISBL), banca di diritto lussemburghese risultante dalla scissione di Crédit Agricole Indosuez Luxembourg S.A. avvenuta il 28 febbraio 2003. CAISBL mantiene gli stessi indirizzi di CAIL.

Quale compenso per i suoi servizi il Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A. percepisce una commissione globale annuale da corrispondersi trimestralmente e calcolata sugli attivi netti medi del fondo, in conformità con la pratica usuale lussemburghese.

### 10. PRONTO CONTRO TERMINE

Il 31 dicembre 2003 il Fondo ha concluso di mutuo, con garanzia totale rappresentata da titoli, con primari istituti finanziari come meglio descritto nel prospetto, come segue :

<b>Comparto</b>	<b>Valuta</b>	<b>Prestito di investimenti Valore di mercato in EUR</b>	<b>% di investimenti</b>
Azionario Globale	EUR	1,075,620.71	3.33%
Azionario Euro	EUR	207,720.00	0.48%
Azionario Stati Uniti	EUR	146,042.75	1.77%

### 11. VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO

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