



Nord Est Fund

Fonds Commun de Placement

Relazione annuale certificata

al 31/12/04

## 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	28
Obbligazionario Euro	34
Obbligazionario Paesi Emergenti	43
Obbligazionario Breve Termine Euro	48
Obbligazionario Convertible Europeo	53
Azionario Europa Dell'Est	59
Azionario Stati Uniti	66
Azionario Giappone	73
Obbligazionario Euro Corporate	80
Note ai prospetti finanziari	88

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  
25, Cabot Square,  
Canary Wharf  
London E14 4QA - Regno Unito

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

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

### BANCA DEPOSITARIA, AGENTE DOMICILIATARIO E AMMINISTRATIVO

Crédit Agricole Indosuez Luxembourg S.A.  
39, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

Crédit Agricole Investor Services Bank Luxembourg S.A.  
39, Allée Scheffer  
L-2520 Lussemburgo

### SOCIETA DI REVISIONE

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

### DISTRIBUTORE 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 2004. 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 2004, nonché dei risultati e delle variazioni delle attività nette dell'esercizio al 31 dicembre 2004.

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

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

Lussemburgo, Aprile 11, 2005.

Laurent Fedrigo

# *Nord Est Fund*

## **Consolidato**

Nord Est Fund  
Consolidato  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

<b>Attivo</b>		<b>307,375,991.12</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	282,204,925.48
<i>Prezzo d'acquisto</i>		272,361,091.43
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		9,843,834.05
Depositi bancari a vista e liquidità		15,588,259.22
Depositi vincolati		4,000,000.00
Interessi maturati		2,568,356.80
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7	1,455,258.10
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 8	1,746.63
Altre voci dell'attivo		1,557,444.89
<b>Passivo</b>		<b>4,084,985.02</b>
Debiti bancari a vista		58,164.89
Altre voci del passivo		4,026,820.13
<b>Valore netto d'inventario</b>		<b>303,291,006.10</b>

# Nord Est Fund Consolidato

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>		<b>8,606,625.06</b>
Dividendi netti		2,526,400.43
Cedole nette da obbligazioni		5,749,072.52
Interessi bancari su conti correnti		87,233.97
Interessi bancari su conti bancari		82,037.81
Altri redditi		161,880.33
<b>Spese</b>		<b>5,789,488.87</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	15,801.23
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	3,822,410.39
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	217,019.48
Tassa d'abbonamento	Nota 5	149,426.80
Spese amministrative		456,160.75
Commissioni di domiciliazione		9,670.97
Onorari		81,814.60
Interessi bancari su conti correnti		14,449.98
Spese d'intermediazione		151,751.09
Spese di pubblicazione e stampa		161,559.14
Spese bancarie		471,090.85
Altre spese		238,333.59
<b>Reddito netto da investimenti</b>		<b>2,817,136.19</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		3,789,613.20
Minusvalenze nette realizzate su future		-6,596.58
Plusvalenze nette realizzate su opzioni		5,751.79
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-1,343,563.95
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		1,785,424.06
<b>Utile netto realizzato</b>		<b>7,047,764.71</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi		-502,946.43
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future		-6,373.37
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		8,842,497.51
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>		<b>15,380,942.42</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		139,085,468.43
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-88,884,018.77
<b>Aumento del patrimonio netto</b>		<b>65,582,392.08</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>		<b>237,708,614.02</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>		<b>303,291,006.10</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Globale**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi del mercato

I mercati azionari di tutto il mondo hanno chiuso l'anno in tono positivo e, anche se i guadagni non sono stati eccezionali, i risultati negativi sono stati poco numerosi. Gran parte delle buone notizie è data dalle performance di mercato sostenute dopo le elezioni statunitensi. Nonostante il permanere di alcune preoccupazioni, nel 2005 si prevede la continuazione della crescita per le principali economie mondiali. In termini di rendimenti assoluti, il portafoglio è stato positivo in tutti i settori, anche se per l'intero 2004 il rendimento del portafoglio (6,3%) è leggermente inferiore rispetto a quello dell'indice MSCI World (6,5%).

### Analisi delle performance

Su base relativa, nell'anno la selezione delle aziende informatiche ha fornito il maggiore contributo al portafoglio. L'informatica è risultato il settore più negativo nel benchmark e pertanto la sottoponderazione del portafoglio ha favorito la performance. Anche i titoli nel settore dei beni di consumo di base hanno ottenuto buoni rendimenti, grazie ai validi risultati delle aziende alimentari, delle bevande e del tabacco.

A penalizzare maggiormente la performance relativa è stata la selezione dei titoli nel settore finanziario. La sottoperformance in questo settore può essere attribuita in gran parte alle posizioni nel settore assicurativo, in particolare una società statunitense che ha subito un crollo per la reazione del mercato a un incremento delle riserve per coprire l'andamento sfavorevole di alcune polizze assicurative in precedenza sottoscritte. Abbiamo verificato la posizione del capitale e i punti di forza relativi di questo titolo, arrivando alla decisione di eliminarlo dal portafoglio.

Sebbene vi siano state diverse sostituzioni di titoli nel portafoglio nel corso dell'anno, le principali sovrapponderazioni e sottoponderazioni settoriali sono rimaste le stesse. Continuiamo a ritenere interessanti in termini di valore i settori dei beni di consumo di base, dei servizi delle telecomunicazioni e farmaceutico e continuiamo a sovrappesarli. Come già indicato, il portafoglio è sottopesato nel settore dell'informatica e nei titoli finanziari. Il portafoglio rimane inoltre fortemente sottopesato negli Stati Uniti, poiché a nostro giudizio il prezzo da pagare per le azioni americane, nella maggior parte dei casi, è troppo elevato rispetto al prezzo richiesto per titoli di qualità simile in Europa o in Asia.

### Prospettive

Le nostre previsioni sono guidate alla prudenza. Gli Stati Uniti sono afflitti da perduranti problemi economici, come il deficit della bilancia commerciale e del bilancio federale. Inoltre, qualora la crescita economica globale dovesse continuare nel 2005, è opinione diffusa che sarà più lenta rispetto all'anno precedente. Vista l'importanza della selezione dei titoli bottom up da parte degli investitori, continueremo a focalizzare i nostri sforzi di analisi sull'individuazione di opportunità d'investimento che soddisfino i nostri rigorosi criteri di qualità e di valutazioni.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Destinato esclusivamente a investitori aziendali e professionali. Pubblicato da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra, E14 4QA, società autorizzata e soggetta alla regolamentazione della Financial Services Authority.

Le informazioni qui riportate riflettono le opinioni del gestore degli investimenti al momento della stesura. Ovviamente, queste opinioni possono cambiare in relazione alle circostanze e condizioni di mercato.

Dati al 31 dicembre 2004. Alcuni dati sui fondi sono stati ricavati dalle registrazioni contabili interne di Morgan Stanley Investment Management e devono intendersi a titolo preliminare.

Le performance del passato non devono essere considerate con una garanzia dei rendimenti futuri. I calcoli sono effettuati confrontando il valore del patrimonio netto alla fine e all'inizio del periodo. Le performance del portafoglio sono calcolate al lordo delle commissioni. La gestione degli investimenti a livello internazionale comporta allocazioni in titoli denominati in diverse monete. Le oscillazioni dei cambi possono pertanto influire positivamente o negativamente sugli utili o sulle perdite di un investimento. Il valore degli investimenti può tanto aumentare quanto diminuire ed è possibile non ottenere in restituzione l'intero importo investito.

L'investimento in altri paesi comporta diversi rischi, come le oscillazioni dei cambi, i controlli valutari, le restrizioni per gli investimenti esteri, un minor grado di supervisione e regolamentazione da parte degli organi pubblici, una minore liquidità e la possibile volatilità di mercato e instabilità politica.

Morgan Stanley Investment Management Limited ARBN 079 221 104, società registrata in Inghilterra.

Nord Est Fund Azionario Globale  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>37,038,959.58</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		35,984,395.80
<i>Prezzo d'acquisto</i>			35,159,818.75
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			824,577.05
Depositi bancari a vista e liquidità			888,635.17
Altre voci dell'attivo			165,928.61
Passivo			<b>149,665.53</b>
Debiti bancari a vista			20.31
Altre voci del passivo			149,645.22
Valore netto d'inventario			<b>36,889,294.05</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,357,560.630	159,305.740	430,640.080	1,086,226.290
Azionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,886,737.490	1,325,327.980	682,997.580	4,529,067.890

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	36,889,294.05	33,079,434.64	30,944,245.33
<b>Azionario Globale - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,086,226.290	1,357,560.630	1,301,281.190
Valore d'inventario netto della quota parte		6.79	6.45	5.87
<b>Azionario Globale - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		4,529,067.890	3,886,737.490	4,039,450.540
Valore d'inventario netto della quota parte		6.52	6.26	5.77

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			35,984,395.80	97.55%
<b>Azioni</b>			<b>35,984,395.80</b>	<b>97.55%</b>
<i>Australia</i>				
73,359	FOSTER BREWING GROUP LTD	AUD	577,683.65	1.57%
20,489	NAT. AUSTRALIA BANK	AUD	241,686.64	0.66%
<i>Bermuda</i>				
14,417	TYCO INTERNATIONAL	USD	335,997.01	0.91%
6,460	XL CAPITAL -A-	USD	746,555.01	2.02%
<i>Corea del Sud</i>				
20,173	SK TELECOM CO LTD - ADR - REP.1/90 SH	USD	378,286.16	1.03%
<i>Francia</i>				
8,486	BNP PARIBAS	EUR	368,268.85	1.00%
3,043	GROUPE DANONE	EUR	329,527.38	0.89%
6,405	LAFARGE	EUR	2,172,853.65	5.89%
8,866	SANOFI-AVENTIS	EUR	452,303.80	1.23%
3,346	TOTAL SA	EUR	206,771.85	0.56%
<i>Germania</i>				
7,730	BASF AG	EUR	454,755.00	1.23%
5,536	BMW AG	EUR	521,320.80	1.41%
<i>Giappone</i>				
8,800	CANON INC	JPY	537,702.20	1.46%
13,600	FUJI PHOTO FILM	JPY	593,485.20	1.61%
25,000	KAO CORP	JPY	409,690.00	1.11%
28,000	MITSUI SUMITOMO INSURANCE CO LTD	JPY	183,795.20	0.50%
73	NIPPON TEL. TEL.	JPY	3,853,762.49	10.45%
3,600	ROHM CO LTD	JPY	346,361.47	0.94%
11,800	SANKYO CO LTD	JPY	362,019.77	0.98%
38,000	SEKISUI HOUSE LTD	JPY	466,190.13	1.26%
44,000	SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES LTD	JPY	177,365.77	0.48%
15,300	TAKEDA PHARMA	JPY	239,002.51	0.65%
5,400	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	268,013.06	0.73%
14,300	YAMANOUCHI PHARMACEUTICAL CO	JPY	194,426.20	0.53%
<i>Hong Kong</i>				
60,500	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LTD	HKD	322,930.97	0.88%
<i>Irlanda</i>				
36,968	BANK OF IRELAND (GOV&CO)	EUR	349,179.97	0.95%
11,928	KERRY GROUP -A-	EUR	561,905.01	1.52%
<i>Italia</i>				
35,848	ENI AZ	EUR	160,269.76	0.43%
294,537	TELECOM ITALIA AZ.DI RISP.NON CONV	EUR	406,097.87	1.10%
<i>Paesi Bassi</i>				
22,237	ROYAL DUTCH PETROLEUM NY REGISTRY SHS	USD	202,743.01	0.55%
8,102	ROYAL PHILIPS ELECTRONICS NV	EUR	202,743.01	0.55%
7,192	UNILEVER CERT. OF SHS	EUR	660,286.80	1.79%
<i>Regno Unito</i>				
52,126	ALLIED DOMECQ PLC (NEW)	GBP	449,161.20	1.22%
40,257	AMVESCAP	GBP	211,125.60	0.57%
30,933	BAA PLC (BRITISH AIRPORT AUTHORITIES)	GBP	1,364,263.59	3.70%
53,724	BARCLAYS PLC	GBP	660,320.16	1.79%
91,108	CADBURY SCHWEPES	GBP	703,943.43	1.91%
40,526	DIAGEO PLC	GBP	1,449,610.11	3.93%
55,882	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	936,758.73	2.54%
32,597	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	GBP	158,070.02	0.43%
34,656	PRUDENTIAL PLC	GBP	354,781.36	0.96%
112,363	REED ELSEVIER PLC	GBP	7,562,281.58	20.50%
74,477	RENTOKIL INITIAL PLC	GBP	379,272.93	1.03%
128,017	ROLLS-ROYCE GROUP	GBP	183,142.09	0.50%
3,994,080	ROLLS-ROYCE GROUP -B-	GBP	256,221.15	0.69%
27,540	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP PLC	GBP	446,525.27	1.21%
35,914	SCOTTISH AND SOUTHERN ENERGY	GBP	626,726.90	1.70%
331,114	VODAFONE GROUP PLC	GBP	427,073.51	1.16%
27,575	WPP GROUP PLC	GBP	968,552.64	2.63%
<i>Spagna</i>				
30,808	TELEFONICA SA	EUR	659,753.48	1.79%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
13,967	ALCOA	USD	222,667.44	0.60%
			765,767.28	2.08%
			156,073.71	0.42%
			448,481.65	1.22%
			5,778.26	0.02%
			684,349.76	1.86%
			444,436.07	1.20%
			663,355.12	1.80%
			224,104.32	0.61%
			426,998.88	1.16%
			426,998.88	1.16%
			13,693,433.37	37.12%
			322,181.29	0.87%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
16,370	ALTRIA GROUP	USD	734,312.46	1.99%
14,242	AMERICAN ELECTRIC POWER CO INC	USD	359,056.08	0.97%
14,651	BJ'S WHOLESALE CLUB INC	USD	313,327.68	0.85%
14,090	BOEING CO COM.	USD	535,525.51	1.45%
26,216	BRISTOL MYERS SQUIBB CO	USD	493,101.77	1.34%
7,333	CHEVRONTEXACO CORP	USD	282,692.78	0.77%
23,022	CITIGROUP INC	USD	814,330.78	2.21%
5,473	COCA-COLA CO	USD	167,271.85	0.45%
3,028	DU PONT E I NEMOURS CO	USD	109,040.01	0.30%
2,537	EMERSON ELECTRIC CO	USD	130,565.82	0.35%
7,351	EXXON MOBIL	USD	276,640.67	0.75%
13,354	FIRST DATA CORP	USD	417,061.27	1.13%
11,735	GAP INC	USD	181,956.68	0.49%
5,049	GENERAL DYNAMICS	USD	387,728.80	1.05%
9,912	GEORGIA-PACIFIC CORP	USD	272,741.91	0.74%
24,911	HEWLETT PACKARD CO	USD	383,513.45	1.04%
11,306	IBM CORP	USD	818,255.25	2.22%
21,420	KROGER CO	USD	275,829.09	0.75%
14,096	LOEWS CAROLINA GROUP	USD	299,595.62	0.81%
5,703	MBIA INC	USD	264,948.12	0.72%
18,828	MC DONALDS CORP	USD	443,158.12	1.20%
18,078	MELLON FINANCIAL CO	USD	412,896.69	1.12%
6,771	MERCK AND CO INC.	USD	159,767.96	0.43%
8,935	MERRILL LYNCH & CO INC	USD	392,074.70	1.06%
12,640	NEW YORK TIMES -A-	USD	378,615.37	1.03%
7,769	NORTHROP GRUMMAN CORP	USD	310,052.74	0.84%
20,145	PFIZER INC	USD	397,694.04	1.08%
9,029	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	USD	364,315.28	0.99%
23,379	SBC COMMUNICATIONS INC	USD	442,314.68	1.20%
13,219	ST.PAUL TRAVEL COMPANIES	USD	359,759.44	0.98%
2,885	UNITED TECHNOLOGIES CORPORATION	USD	218,900.78	0.59%
18,247	VERIZON COMMUNICATIONS INC	USD	542,681.13	1.47%
14,199	VIACOM INC -B- NON-VOTING	USD	379,341.91	1.03%
25,150	WYETH	USD	786,387.56	2.13%
21,284	XEROX CORP	USD	265,796.08	0.72%
	<i>Svizzera</i>		<i>2,350,911.08</i>	<i>6.37%</i>
4,915	HOLCIM NAMEN	CHF	218,210.84	0.59%
3,647	NESTLE SA REG.SHS	CHF	703,209.86	1.91%
10,867	NOVARTIS SA REG.SHS	CHF	403,577.10	1.09%
2,423	ROCHE HOLDING GENUSSSCHEIN	CHF	205,567.89	0.56%
5,314	SYNGENTA NAMEN	CHF	416,054.96	1.13%
6,542	UBS NAM.AKT	CHF	404,290.43	1.10%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>35,984,395.80</b>	<b>97.55%</b>

# Nord Est Fund Azionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>794,205.89</b>
Dividendi netti			726,162.52
Cedole nette da obbligazioni			76.44
Interessi bancari su conti correnti			19,961.91
Altri redditi			48,005.02
Spese			<b>853,934.39</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,228.92
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		596,035.91
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		47,638.21
Tassa d'abbonamento	Nota 5		18,830.40
Spese amministrative			47,532.33
Commissioni di domiciliazione			1,225.93
Onorari			11,121.94
Interessi bancari su conti correnti			1,485.03
Spese d'intermediazione			18,211.63
Spese di pubblicazione e stampa			22,203.48
Spese bancarie			67,715.99
Altre spese			19,704.62
Perdite nette da investimenti			<b>-59,728.50</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli			1,589,180.16
Plusvalenze nette realizzate su opzioni			5,751.79
Minusvalenze nette realizzate su cambi			-240,311.96
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi			2,290.54
Utile netto realizzato			<b>1,297,182.03</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			127,823.37
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato			<b>1,425,005.40</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			9,748,812.37
<i>Azionario Globale - Category I</i>			1,071,984.51
<i>Azionario Globale - Category R</i>			8,676,827.86
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-7,363,958.36
<i>Azionario Globale - Category I</i>			-2,903,144.85
<i>Azionario Globale - Category R</i>			-4,460,813.51
Aumento del patrimonio netto			<b>3,809,859.41</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno			<b>33,079,434.64</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno			<b>36,889,294.05</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Euro**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi di mercato

Dopo i minimi toccati nel periodo dell'invasione dell'Iraq a marzo 2003, nel 2004 i mercati azionari della zona euro hanno continuato a salire, anche se i progressi delle quotazioni non sono stati molto uniformi. Inizialmente la dinamica positiva del mercato è continuata nella prima parte dell'anno. In seguito però, gli attentati terroristici di Madrid, il brusco rialzo del prezzo del petrolio, l'aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e l'incertezza sull'esito delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti hanno spinto al ribasso le azioni europee per gran parte dell'anno. I mercati azionari sono tornati a salire nel quarto trimestre dopo la rielezione del presidente Bush. Nel 2004 l'indice Eurostoxx 50 ha guadagnato complessivamente quasi il 10%.

I settori più brillanti nell'indice Eurostoxx 50 sono stati i servizi finanziari (+33%), i servizi di pubblica utilità (+32%), la salute (+23%), i media (+22%) e le telecomunicazioni (+21%). Come fanalini di coda si segnalano invece i servizi non ciclici (-14%), la tecnologia (-14%), i beni e servizi ciclici (-10%), il settore automobilistico (-6%) e i beni e servizi industriali (+0%).

### Analisi della performance

Nel periodo in esame, il comparto Nordest Fund – Azionario Euro ha ottenuto un rendimento del +9,6% (al lordo delle commissioni, fonte MLIM), rispetto al 9,4% (netto) dell'indice Eurostoxx 50, in euro.

Dall'allocazione settoriale è venuto un contributo negativo, peraltro più che compensato dal successo nella selezione dei titoli. In termini di allocazione settoriale, il comparto ha beneficiato della sovrapponderazione dei settori della salute e dei media. Il portafoglio ha comunque subito l'impatto negativo della sovraesposizione verso i settori dei beni e servizi ciclici e della tecnologia, nonché della sottoesposizione verso i settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità. Per quanto riguarda i singoli titoli, la performance del comparto è stata enfatizzata dalla posizione sovrappesata nel produttore di articoli sportivi Puma (+45%) e in Banca Intesa (+22%). La limitata esposizione verso il gruppo dell'elettronica Philips, che ha prodotto una performance negativa (-14%), è stata un altro elemento favorevole. Tra le singole posizioni che hanno penalizzato la performance citiamo la sovrapponderazione dell'agenzia pubblicitaria Publicis (-6%) e della catena alberghiera Accor (-7%). Anche le assenze del gruppo di bancassicurazione Fortis (+33%) e di Telecom Italia Mobile (+35%) hanno influito negativamente.

### Prospettive

Tutte le indicazioni sono per un rallentamento della crescita economica globale nel 2005. I timori legati all'aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, al rafforzamento dell'euro e al perdurare del caro-energia costringono le aziende a operare in un contesto molto difficile. D'altro canto bisogna ricordare i continui sforzi di ristrutturazione delle aziende e le valutazioni dei prezzi azionari relativamente convenienti in Europa. Si può pertanto prevedere una continuazione di rendimenti leggermente positivi per i mercati azionari della zona euro.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Azionario Euro  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>53,304,488.52</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	53,030,620.37
<i>Prezzo d'acquisto</i>		52,033,471.30
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		997,149.07
Depositi bancari a vista e liquidità		91,511.21
Altre voci dell'attivo		182,356.94
Passivo		<b>127,907.96</b>
Altre voci del passivo		127,907.96
Valore netto d'inventario		<b>53,176,580.56</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	529,548.480	229,781.690	323,605.220	435,724.950
Azionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	5,994,946.170	2,213,359.670	1,148,971.180	7,059,334.660

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	53,176,580.56	43,096,956.80	27,707,555.74
<b>Azionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		435,724.950	529,548.480	492,831.870
Valore d'inventario netto della quota parte		7.35	6.77	5.82
<b>Azionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		7,059,334.660	5,994,946.170	4,340,303.420
Valore d'inventario netto della quota parte		7.08	6.59	5.72

# Nord Est Fund Azionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			53,030,620.37	99.73%
<b>Azioni</b>			<b>53,030,620.37</b>	<b>99.73%</b>
<i>Finlandia</i>			<i>2,352,834.00</i>	<i>4.42%</i>
126,500	NOKIA CORP	EUR	1,469,930.00	2.76%
86,900	SAMPO LEONIA OYJ -A-	EUR	882,904.00	1.66%
<i>Francia</i>			<i>20,694,447.27</i>	<i>38.92%</i>
38,400	ACCOR SA	EUR	1,236,864.00	2.33%
58,300	ALCATEL	EUR	667,535.00	1.26%
44,534	AXA	EUR	809,628.12	1.52%
34,800	BNP PARIBAS	EUR	1,854,840.00	3.49%
29,900	CARREFOUR	EUR	1,047,696.00	1.97%
76,600	CREDIT AGRICOLE SA	EUR	1,700,520.00	3.20%
7,300	GROUPE DANONE	EUR	496,035.00	0.93%
13,800	LAFARGE	EUR	979,800.00	1.84%
12,937	LVMH MOET HENN.LOUIS VUIT.	EUR	728,999.95	1.37%
55,300	M6 METROPOLE TELEVISION	EUR	1,155,770.00	2.17%
47,400	PUBLICIS GROUPE	EUR	1,130,490.00	2.13%
35,400	SANOFI-AVENTIS	EUR	2,081,520.00	3.91%
18,800	SCHNEIDER ELECTRIC SA	EUR	962,560.00	1.81%
15,150	SOCIETE GENERALE PARIS -A-	EUR	1,127,917.50	2.12%
30,600	SUEZ (EX SUEZ LYONNAISE DES EAUX)	EUR	600,372.00	1.13%
16,581	TOTAL SA	EUR	2,664,566.70	5.01%
61,700	VIVENDI UNIVERSAL	EUR	1,449,333.00	2.73%
<i>Germania</i>			<i>10,190,309.00</i>	<i>19.16%</i>
8,100	ADIDAS-SALOMON AG	EUR	961,875.00	1.81%
17,800	ALLIANZ AG NAMEN VINKULIERT	EUR	1,737,280.00	3.27%
5,000	BMW AG	EUR	166,000.00	0.31%
23,900	DAIMLERCHRYSLER REG.	EUR	842,714.00	1.58%
40,300	DEUTSCHE POST NAM.	EUR	681,070.00	1.28%
105,000	DEUTSCHE TELEKOM NAMEN	EUR	1,748,250.00	3.29%
26,300	EON AKTIENGESELLSCHAFT	EUR	1,763,678.00	3.32%
3,200	MUENCHENER RUECKVERSICHERUNGS NAMEN	EUR	289,440.00	0.54%
28,600	PROSIEBEN SAT.1 MED.VORZ.AKT.OHNE STIMM.	EUR	386,100.00	0.73%
4,000	PUMA	EUR	809,200.00	1.52%
12,900	SIEMENS NAM. AKT REG	EUR	804,702.00	1.51%
<i>Italia</i>			<i>7,911,423.00</i>	<i>14.88%</i>
11,000	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	EUR	274,670.00	0.52%
330,300	BANCA INTESA SPA AZ.	EUR	1,169,262.00	2.20%
53,200	BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA	EUR	795,872.00	1.50%
40,200	ENEL	EUR	290,646.00	0.55%
98,600	ENI AZ	EUR	1,816,212.00	3.42%
558,800	TELECOM ITALIA SPA	EUR	1,681,988.00	3.16%
445,100	UNICREDITO ITALIANO	EUR	1,882,773.00	3.54%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>7,674,697.80</i>	<i>14.43%</i>
45,600	AEGON NV	EUR	457,368.00	0.86%
80,500	BUHRMANN	EUR	575,575.00	1.08%
63,500	ING GROEP NV CERT OF SHS	EUR	1,413,510.00	2.66%
158,594	KON.AHOLD	EUR	903,985.80	1.70%
72,700	ROYAL DUTCH PETROLEUM CO	EUR	3,078,845.00	5.79%
15,500	UNILEVER CERT. OF SHS	EUR	764,615.00	1.44%
40,100	VEDIOR	EUR	480,799.00	0.90%
<i>Spagna</i>			<i>4,206,909.30</i>	<i>7.91%</i>
105,037	BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO REG.	EUR	958,987.81	1.80%
13,381	ENDESA	EUR	231,357.49	0.44%
14,500	IBERDROLA SA	EUR	271,150.00	0.51%
56,700	REPSOL YPF	EUR	1,086,372.00	2.04%
119,700	TELEFONICA SA	EUR	1,659,042.00	3.12%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>53,030,620.37</b>	<b>99.73%</b>

# Nord Est Fund Azionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>1,090,819.49</b>
Dividendi netti		985,589.98
Interessi bancari su conti correnti		5,843.72
Altri redditi		99,385.79
Spese		<b>1,139,618.56</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4	2,228.92
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	812,670.31
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	35,155.75
Tassa d'abbonamento	Nota 5	29,937.92
Spese amministrative		57,155.71
Commissioni di domiciliazione		1,636.88
Onorari		15,231.62
Interessi bancari su conti correnti		295.68
Spese d'intermediazione		65,748.17
Spese di pubblicazione e stampa		27,823.42
Spese bancarie		64,122.54
Altre spese		27,611.64
Perdite nette da investimenti		<b>-48,799.07</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		483,701.48
Utile netto realizzato		<b>434,902.41</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		3,115,430.77
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>3,550,333.18</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		16,652,754.43
<i>Azionario Euro - Category I</i>		<i>1,627,858.59</i>
<i>Azionario Euro - Category R</i>		<i>15,024,895.84</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-10,123,463.85
<i>Azionario Euro - Category I</i>		<i>-2,301,527.84</i>
<i>Azionario Euro - Category R</i>		<i>-7,821,936.01</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>10,079,623.76</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>43,096,956.80</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>53,176,580.56</b>

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

## Relazione del gestore degli investimenti

Investment Results*	Current	Year-to-	One Year	Since	Since
	Quarter	Date	Return	Inception	Inception
Nord Est Emerging Markets Fund (Net)	29.68%	46.22%	46.22%	64.85%	160.66%
MSCI-Emerging Markets Free (monthly gross dividends)	17.27%	25.95%	25.95%	7.02%	128.33%

Inception: November 1992

Un anno di miglioramento della *percezione*, ma ora anche della *realtà*!

L'anno si è rivelato eccezionale per il comparto, con un rendimento del +46,22% al netto delle commissioni, a fronte di un rialzo dell'indice del 25,95%, decisamente meglio delle nostre previsioni in termini assoluti. L'aspetto più importante è che la sovraperformance è stata ottenuta grazie soprattutto alla selezione dei titoli. Constatiamo semplicemente che il nostro rendimento a lungo termine è dipeso dalla nostra capacità di valutare i dati economici delle aziende che abbiamo deciso di acquistare e il prezzo che abbiamo pagato per detenere le loro azioni.

L'anno scorso i rendimenti sono dipesi più dal prezzo che dalla qualità delle aziende. Quest'anno la qualità e quantità della performance del comparto dipenderanno dalla capacità delle nostre aziende di sostenere la crescita degli utili. In altre parole, la *percezione* di queste attività è migliorata più della *realtà*. Per *percezione* intendiamo l'aumento dei multipli, mentre definiamo la *realtà* come la crescita degli utili realizzata. Il nostro obiettivo a lungo termine è di beneficiare di entrambe: la crescita degli utili guida l'aumento dei multipli, quindi a questa combinazione si aggiunge una cospicua distribuzione di dividendi o rendimento del capitale. Gli ultimi due anni sono stati maggiormente caratterizzati dall'aumento dei multipli. Anche gli utili sono aumentati, non a un tasso del 33% su base annua, bensì a un tasso intorno al 15%. Questo andamento ci ha consentito di realizzare il cosiddetto "doppio minimo", ma il periodo dei doppi minimi è terminato e siamo tornati a tempi più difficili, in cui i rendimenti dovrebbero approssimare la crescita degli utili che il nostro portafoglio trasmetterà ai nostri investitori nel lungo periodo.

Le aziende in portafoglio generalmente sono trattate intorno a multipli di 15, in linea con l'indice, ma lo sconto è inferiore rispetto al passato. Poiché i multipli delle azioni sono aumentati più di quelli dell'indice, a nostro avviso giustamente, dagli utili delle nostre attività dipenderanno i rendimenti. La crescita degli utili dovrebbe essere significativamente migliore di quella dell'indice, in particolare per i prossimi 12 o 24 mesi. Lo scorso anno, gli utili del portafoglio non sono cresciuti molto più dell'indice a causa della natura ciclica delle grandi aziende presenti nell'indice. Non abbiamo investito in molte aziende cicliche, pertanto la leva al rialzo è nettamente inferiore.

Le aziende cicliche, o la mancanza di esposizione verso le stesse, sono state la caratteristica distintiva delle nostre posizioni. Anche in paesi come la Repubblica Sudafricana, dove è percezione diffusa che le aziende siano legate alle commodity, le nostre scelte non avrebbero potuto essere più estreme. Nomi come Remgro (operatività in più settori, industria del tabacco, settore ospedaliero, ecc.) o Standard Bank (banche, attività nella Repubblica sudafricana) hanno registrato un significativo aumento dei multipli negli ultimi dodici mesi, che ha contribuito positivamente ai rendimenti. Remgro ha prodotto un rendimento del 42% in rand (del 67% in dollari USA), mentre Standard Bank ha messo a segno oltre il 74% in rand (il 106% in dollari), con un aumento degli utili normalizzati di circa il 14% per entrambe le aziende nel corso dell'anno. Remgro viene attualmente negoziata a 8 volte gli utili, Standard Bank a 10 volte.

In alternativa si considerino ITC e HDFC Bank, che registrano un rialzo rispettivamente del 42% e del 50%, in dollari. Entrambe hanno visto aumentare i propri utili a un ritmo molto elevato. Quelli di ITC sono cresciuti del 17%, mentre HDFC Bank ha realizzato una crescita del 31%. Il tema sottostante sembra però essere che la *percezione* di queste solide aziende è cambiata più della *realtà*. La *realtà* è che Standard Bank e Remgro avrebbero dovuto registrare una crescita degli utili intorno all'11-12% per il prossimo anno, e ITC intorno al 17%. HDFC Bank sta crescendo al 30% (che è la crescita normalizzata per quella che riteniamo essere la migliore banca in cui investire in Asia per un periodo di tre anni, unitamente alla sua casa madre HDFC).

## Relazione del gestore degli investimenti

Riteniamo interessanti alcune aziende, i cui prezzi non sono saliti. Samsung Fire and Marine («SF&M») è l'unica compagnia di assicurazioni immobiliari e contro danni che abbiamo detenuto fuori dall'Australia negli ultimi anni. Questo è un caso in cui la *realtà* è stata migliore della *percezione*. SF&M è la principale compagnia di assicurazioni immobiliari e contro danni in Corea, con una quota di mercato di oltre il 30%, in continuo aumento nonostante i timori che la "bancassicurazione", un modello di "punto di vendita unico" in cui le banche vendono prodotti assicurativi, sconfinasse nel suo territorio. Tre anni fa, SF&M ha venduto prodotti assicurativi per 4.000 miliardi di won (3,8 miliardi di dollari), con utili per 282 miliardi di won. Allo stato attuale, pure realizzando ancora vendite per 3,8 miliardi di dollari, gli utili attesi sono di circa 420 miliardi di won, dopo le rettifiche conseguenti alle politiche di riserve. Il valore contabile per azione, che è un indicatore più preciso per le società di assicurazione, è passato da 45.000 won a un valore atteso di 70.000 won, per l'esercizio chiuso a fine marzo 2005. La *percezione* è pertanto rimasta a notevole distanza rispetto alla *realtà*. Questo ritardo è stato positivo per noi, perché ci ha permesso di realizzare un guadagno maggiore per ogni dollaro investito in SF&M. Samsung è una delle più grandi posizioni in portafoglio.

Abbiamo notato un altro aspetto, anche se nelle fasi iniziali, ovvero che alcuni titoli a larga capitalizzazione a Singapore e Hong Kong sono tornati nel nostro range di acquisto. Poiché stiamo ancora acquistando questi titoli, non siamo in grado di dire quale sia la quota da loro rappresentata nel nostro portafoglio ma, quotazioni permettendo, i prezzi dovrebbero consentirci di investire gli abbondanti afflussi di liquidità registrati ultimamente. Avevamo venduto parte di questi titoli nell'estate 2003 perché avevano raggiunto il nostro obiettivo di prezzo, ma ora sono tornati nel nostro range d'acquisto per effetto del calo del prezzo o della crescita degli utili. Questo andamento riguarda anche alcune aziende di servizi di outsourcing, come Infosys e Wipro. Con la rinnovata possibilità di condizionare i prezzi per queste aziende, la pressione sui margini diminuirà. La crescita sta pertanto *accelerando* nonostante avesse un ritmo già molto sostenuto.

Ad esempio Infosys ha appena registrato una crescita degli utili del 50% per il trimestre chiuso a dicembre 2004. Riteniamo che nei prossimi cinque anni questa solida azienda di servizi informatici possa continuare a realizzare una crescita superiore al 20%, sostenuta dalla crescita dei volumi di memorizzazione dei dati e da margini stabili. Queste società continueranno a sovraperformare rispetto ad aziende Electronic Data Systems Corp ("EDS") Ne è una riprova il fatto che i margini lordi di EDS sono cresciuti del 12%, rispetto al 43% di Infosys. A livello operativo, i margini sono cresciuti dell'8% (valore normalizzato per 5 anni) rispetto al 28% di Infosys. EDS e IBM Global Services incontreranno delle difficoltà nel lungo periodo. Detto questo, la nostra regola è che non valutiamo mai il prezzo di un'azienda utilizzando un tasso di crescita superiore al 15% ma, in questo caso, per determinare i nostri obiettivi di prezzo ricorriamo a un tasso del 13%. Se si considera il rapporto prezzo/utili, questo titolo è uno più cari poiché risulta negoziato a un valore pari a 21 volte gli utili attesi per il prossimo, ma presenta anche il più alto tasso di crescita su base annua. Riteniamo che l'azienda venga negoziata con uno sconto del 28% rispetto al nostro obiettivo di prezzo (che tiene conto di quel tasso di crescita prudenziale del 13% di cui sopra). Come è noto, non usiamo mai valutazioni relative, ma solo assolute, perché preferiamo essere *assolutamente* ricchi anziché *relativamente* poveri.

Un paese verso il quale riteniamo che la nostra esposizione continuerà ad aumentare è la Malesia, a causa della presenza di alcune aziende interessanti, come OYL e Star Publications, che sono particolarmente redditizie. Star Publications, in seguito all'aumento della tiratura e delle tariffe pubblicitarie, dovrebbe continuare a dominare il settore dei giornali in lingua inglese nel paese. Le banche hanno registrato un buon andamento, ma le restituzioni di capitale sotto forma di dividendi e le altre misure prese per ridurre il capitale proprio di bilancio dovrebbero migliorare i rendimenti in modo molto simile a quanto avvenuto a Singapore. Le aziende malesi sono divenute molto "attente" dal punto di vista degli azionisti e, a nostro avviso, le restituzioni di capitale in eccesso consentite dagli utili in continua crescita organica non sono ancora scontate per intero dal mercato. La nostra partecipazione a lungo termine in British American Tobacco ("BAT") sta incontrando difficoltà a causa del forte aumento dell'imposizione fiscale. Di conseguenza non nutriamo grandi aspettative per questa eccezionale azienda, anche se non abbiamo ridotto la nostra posizione già significativa e stiamo cercando di incrementarla approfittando di tutte le debolezze. I fondamentali a lungo

## Relazione del gestore degli investimenti

termine sono particolarmente interessanti, per non parlare del tasso di dividendo del 7,5%, che nel frattempo genera un buon reddito.

In America latina non siamo stati in grado di realizzare delle opportunità in Messico poiché, nonostante le nostre aziende abbiano registrato un buon andamento in termini di prospettive sugli utili, i mercati non ne hanno riconosciuto le qualità. Sia Grupo Modelo che WalMex hanno registrato utili molto positivi, con un tasso di crescita rispettivamente del 17% e del 25%. Come di consueto, stiamo incrementando le posizioni nelle due aziende. Grupo Modelo non ha debiti e dispone di 1,5 miliardi di dollari di liquidità in bilancio, con una capitalizzazione di mercato di 8,7 miliardi di dollari. Questo colosso della birra continua a conquistare quote di mercato in Messico, di cui attualmente controlla circa il 57%. I volumi dovrebbero continuare a crescere globalmente al ritmo del 5%. I margini operativi sono aumentati passando dal 22,3% del 1998 al 29,6% nei primi nove mesi del 2004, sostenuti da un'importante riduzione del costo delle merci vendute dal 49% al 44%, anziché da una riduzione delle spese per promozioni e pubblicità. L'azienda può contare sulle vendite negli Stati Uniti, che hanno molte possibilità di crescita, unitamente alle possibilità nell'ambito del segmento delle importazioni. La popolazione del Messico è ancora molto giovane e questo permette alla società di aumentare la propria fetta di una torta in continua espansione. Nei prossimi anni i volumi delle esportazioni possono crescere a ritmi del 6-7%. La società dovrebbe generare un cash flow operativo di 940 milioni di dollari e, con una spesa per investimenti di 300 milioni, il free cash flow dovrebbe aggirarsi intorno a 640 milioni, a fronte di una capitalizzazione netta di mercato (liquidità esclusa) di 7,2 miliardi. Decisamente farsi una Corona è sempre una buona idea!

In Brasile abbiamo messo a segno un ottimo colpo con AES Tiete, una piccola azienda di produzione di energia elettrica, il cui corso azionario è più che raddoppiato dal momento del nostro acquisto. Ciò nonostante, l'azienda viene ancora negoziata a valori pari a 10 volte gli utili, con un tasso di dividendo del 10%. Abbiamo alleggerito l'esposizione verso alcune società brasiliane a causa del forte recente rialzo ma, nel lungo periodo, riteniamo che il Brasile rimanga un caso esemplare di aumento dei multipli, con alcune aziende particolarmente interessanti che sono trattate a multipli a una cifra.

Per il futuro, la crescita degli utili in Asia non appare brillante e la forza delle monete locali non fornisce alcun sostegno. In generale, l'aspetto valutario non è un problema per il comparto, poiché la nostra esposizione verso le aziende orientate all'esportazione è molto limitata, ad eccezione delle società di servizi indiane. Il comparto dovrebbe pertanto generare rendimenti nella fascia alta a una cifra grazie agli utili e, aggiungendo i dividendi, ci attendiamo rendimenti nella fascia bassa a due cifre, nell'ipotesi che non si verificino diminuzioni dei multipli su larga scala. Dopo due anni estremamente positivi non è affatto male. Non perdetevi i prossimi dati.

Percentuali delle posizioni del comparto nei titoli menzionati nella relazione al 31/12/04

Titolo	% nel portafoglio	Titolo	% nel portafoglio
Remgro	3,07%	Wipro	2,40%
Standard Bank	2,65%	Oyl	1,01%
ITC GDR	1,46%	Star Publications	0,77%
HDFC Bank	2,11%	British American Tobacco	2,76%
Samsung Fire & Marine	1,61%	Grupo Modelo	2,46%
Infosys	3,03%	WalMex	1,99%

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>23,284,038.15</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	17,609,404.99
<i>Prezzo d'acquisto</i>		14,322,744.20
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		3,286,660.79
Depositi bancari a vista e liquidità		4,631,423.28
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 7	898,435.89
Altre voci dell'attivo		144,773.99
Passivo		<b>3,078,271.57</b>
Debiti bancari a vista		4.73
Altre voci del passivo		3,078,266.84
Valore netto d'inventario		<b>20,205,766.58</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	114,744.760	78,175.720	117,655.240	75,265.240
Azionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	732,564.680	830,213.680	326,973.780	1,235,804.580

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	20,205,766.58	9,864,321.00	4,447,596.74
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		75,265.240	114,744.760	83,259.050
Valore d'inventario netto della quota parte		16.08	11.97	8.18
<b>Azionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,235,804.580	732,564.680	469,025.820
Valore d'inventario netto della quota parte		15.37	11.59	8.03

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			17,466,757.61	86.44%
<b>Azioni</b>			<b>17,463,965.53</b>	<b>86.43%</b>
<i>Brasile</i>			<i>1,812,765.76</i>	<i>8.97%</i>
6,400	BANCO BRADESCO PREF.	BRL	113,626.81	0.56%
2,900	BANCO ITAU HOLDING FIN. ADR REPR.1/2PFD	USD	160,041.85	0.79%
29,560,000	GERACAO DE ENERGIA ELECTRICA TIETE PFD	BRL	285,898.13	1.41%
3,422	ITAU HOLDING PFD N1-PREF SHS-	BRL	377,412.12	1.87%
221,665	ITAU SA -PREF-	BRL	281,849.91	1.39%
41,100	SOUZA CRUZ	BRL	404,667.82	2.00%
95,900	WEG SA ( PFD SHS)	BRL	189,269.12	0.94%
<i>Cile</i>			<i>634,320.82</i>	<i>3.14%</i>
9,700	A.F.P.PROVIDA ADR	USD	202,958.67	1.00%
10,100	BANCO SANTANDER CHILE SPONS -1039- ADR	USD	251,072.61	1.24%
131,700	PROVIDA	CLP	180,289.54	0.89%
<i>Corea del Sud</i>			<i>3,165,478.63</i>	<i>15.67%</i>
3,580	AMOREPACIFIC CORP	KRW	637,622.36	3.16%
27,555	KANGWON LAND	KRW	258,045.48	1.28%
23,200	KT & G CORP-SHS.	KRW	502,572.17	2.49%
810	LOTTE CHILSUNG BEVERAGE CO	KRW	538,136.99	2.66%
885	LOTTE CONFECTIONERY	KRW	482,255.98	2.39%
5,700	SAMSUNG FIRE AND MARINE INSURANCE	KRW	325,108.53	1.61%
6,290	SHINSEGAE ENGINEERING AND CONSTRUCTION	KRW	74,686.12	0.37%
13,490	S1 CORP	KRW	347,051.00	1.72%
<i>Hong Kong</i>			<i>73,724.73</i>	<i>0.36%</i>
22,000	HONG KONG ELECTRIC HOLDINGS LTD	HKD	73,724.73	0.36%
<i>India</i>			<i>3,698,971.11</i>	<i>18.31%</i>
35,200	CORPORATION BANK DEMATERIALISED	INR	210,384.80	1.04%
21,700	GAIL (INDIA) SHS DEMATERIALISED	INR	91,385.64	0.45%
13,000	GAIL INDIA SPONS.GLOB.DEP.REC.REPR.6REGS	USD	304,456.35	1.51%
48,200	HDFC BANK DEMATERIALISED	INR	426,910.96	2.11%
25,900	HOUSING DEVELOPMENT FIN.DEMATERIALISED	INR	334,459.10	1.66%
7,000	HOUSING DEVT FINANCE ADR REPR 3 SHS	USD	233,110.64	1.15%
15,100	ICICI BANK ADR REPR.2 SHS	USD	223,379.34	1.11%
5,800	INFOSYS TECHNOLOGIES ADR REPR.1 SHS	USD	295,131.05	1.46%
8,900	INFOSYS TECHNOLOGIES DEMATERIALISED	INR	317,312.50	1.57%
7,500	ITC DEMATERIALISED	INR	165,823.87	0.82%
13,400	ITC GDR	USD	295,526.03	1.46%
26,800	J & K BANK DEMATERIALISED	INR	185,473.19	0.92%
5,200	LARSEN & TOUBRO LTD DEMATERIALISED	INR	85,419.57	0.42%
2,700	LARSEN TOUBRO GDR-GL.DEPOS.REC.REPR 1SH	USD	44,104.69	0.22%
12,000	WIPRO ADR.REPR.1SHS	USD	217,164.67	1.07%
21,200	WIPRO DEMATERIALISED	INR	268,928.71	1.33%
<i>Indonesia</i>			<i>551,279.95</i>	<i>2.73%</i>
362,000	BANK RAKYAT INDONESIA	IDR	80,552.46	0.40%
819,300	PT UNILEVER INDONESIA TBK	IDR	216,191.97	1.07%
8,500	TELEKOMUNIK.INDONESIA ADR REPR 40 SHS-B-	USD	131,172.45	0.65%
318,000	TELKOM INDONESIA SERIES -B-	IDR	123,363.07	0.61%
<i>Malesia</i>			<i>1,312,488.65</i>	<i>6.50%</i>
63,200	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M) BHD	MYR	558,618.85	2.76%
108,000	MALAYAN BANKING BHD	MYR	246,214.24	1.22%
27,400	OYL INDUSTRIES	MYR	203,806.82	1.01%
109,300	PUBLIC BANK BHD	MYR	147,817.42	0.73%
117,900	STAR PUBLICATIONS (M) BHD	MYR	156,031.32	0.77%
<i>Messico</i>			<i>900,207.98</i>	<i>4.46%</i>
247,200	GRUPO MODELO -C-	MXN	497,813.81	2.46%
160,000	WAL MART DE MEXICO -V-	MXN	402,394.17	1.99%
<i>Panama</i>			<i>327,917.19</i>	<i>1.62%</i>
22,400	BANCO LATINOAMERICANO DE EXP. -E-	USD	327,917.19	1.62%
<i>Regno Unito</i>			<i>178,157.57</i>	<i>0.88%</i>
65,400	TANJONG SHS/MALAYSIAN REGISTERED	MYR	178,157.57	0.88%
<i>Repubblica Ceca</i>			<i>388,231.36</i>	<i>1.92%</i>
705	PHILIP MORRIS CR A.S	CZK	388,231.36	1.92%
<i>Singapore</i>			<i>1,316,675.63</i>	<i>6.52%</i>
87,760	ASCENDAS REAL ESTATE INVESTMENT TRUST-A-	SGD	64,909.86	0.32%
280,200	ASCENDAS REAL ESTATE INVES.TRUST UNITS	SGD	213,524.24	1.06%
452,297	COMFORTDELGRO CORP	SGD	310,202.49	1.54%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
204,400	SIA ENGINEERING COMPANY	SGD	203,406.11	1.01%
203,800	SINGAPORE AIRPORT TERMINAL SERVICES LTD	SGD	184,537.95	0.91%
180,000	SINGAPORE POST LTD	SGD	71,004.41	0.35%
43,500	UNITED OVERSEAS BANK	SGD	269,090.57	1.33%
	<i>Sudafrica</i>		<i>1,909,950.51</i>	<i>9.45%</i>
55,800	MASSMART HOLDINGS LTD	ZAR	328,645.07	1.63%
105,500	MEDI CLINIC CORPORATION	ZAR	195,505.03	0.97%
350,500	NETWORK HEALTHCARE HOLDINGS	ZAR	230,181.28	1.14%
50,523	REMGRO LTD	ZAR	619,965.70	3.07%
62,599	STANDARD BANK GROUP	ZAR	535,653.43	2.65%
	<i>Tailandia</i>		<i>213,506.81</i>	<i>1.06%</i>
362,500	BEC WORLD PLC -FOREIGN-REGISTERED	THB	107,094.47	0.53%
19,500	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION -F- REG	THB	106,412.34	0.53%
	<i>Taiwan</i>		<i>485,517.95</i>	<i>2.40%</i>
331,051	CHINA FIN HOLDINGS	TWD	288,267.48	1.43%
220,120	TAIWAN SECOM	TWD	197,250.47	0.98%
	<i>Turchia</i>		<i>494,770.88</i>	<i>2.45%</i>
87,384,000	AKSIGORTA AS	KTL	256,983.77	1.27%
75,953,020	ANADOLU HAYAT SIGORTA A.S	KTL	163,802.40	0.81%
41,672,000	ANADOLU SIGORTA BEARER	KTL	73,984.71	0.37%
	<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>		<b>2,792.08</b>	<b>0.01%</b>
	<i>Brasile</i>		<i>2,792.08</i>	<i>0.01%</i>
420	BANCO BRADESCO 27.01.05 RIGHT	BRL	2,792.08	0.01%
	Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati		142,647.38	0.71%
	<b>Azioni</b>		<b>142,647.38</b>	<b>0.71%</b>
	<i>Egitto</i>		<i>142,647.38</i>	<i>0.71%</i>
11,600	EGYPT LEBANON CERAMICS REG-S GDR	USD	142,647.38	0.71%
	<b>Totale portafoglio titoli</b>		<b>17,609,404.99</b>	<b>87.15%</b>

**Nord Est Fund Azionario Paesi Emergenti**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04**

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>471,422.88</b>
Dividendi netti			465,620.03
Interessi bancari su conti correnti			5,802.85
Spese			<b>411,679.63</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,228.92
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		235,780.98
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		17,958.18
Tassa d'abbonamento	Nota 5		7,659.96
Spese amministrative			30,380.44
Commissioni di domiciliazione			345.73
Onorari			3,637.74
Interessi bancari su conti correnti			1,517.36
Spese d'intermediazione			24,193.54
Spese di pubblicazione e stampa			7,362.06
Spese bancarie			52,740.18
Altre spese			27,874.54
<b>Reddito netto da investimenti</b>			<b>59,743.25</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli			921,721.70
Minusvalenze nette realizzate su cambi			-301,403.55
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi			967,109.96
<b>Utile netto realizzato</b>			<b>1,647,171.36</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi			191,923.93
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			1,862,736.43
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>			<b>3,701,831.72</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			12,334,648.64
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>			<i>1,077,474.03</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>			<i>11,257,174.61</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-5,695,034.78
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>			<i>-1,593,357.64</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>			<i>-4,101,677.14</i>
<b>Aumento del patrimonio netto</b>			<b>10,341,445.58</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>			<b>9,864,321.00</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>			<b>20,205,766.58</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Globale**

## Relazione del gestore degli investimenti

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

Per quanto riguarda l'esposizione al rischio duration in termini aggregati è stata gestita tra l'80% dell'indice e il 65%. In termini di paesi l'allocazione è stata distribuita come segue:

- Posizione sull'area dollaro:

Nei primi tre mesi dell'anno si è mantenuto una sostanziale neutralità sui tassi dell'area dollaro. Nonostante le aspettative di rialzo dei tassi da parte della FED e quindi delle previsioni di rialzo dei tassi americani lungo tutta la curva, il ritardo con cui alcuni indicatori macro, in particolare quelli occupazionali (dato buste paga) hanno manifestato la sostenibilità della crescita americana, ci hanno spinto ad un approccio prudente su questa variabile. Solo nel corso del secondo trimestre, sulla base dell'ulteriore miglioramento dei dati americani, si è iniziato a ridurre all'65% dell'indice l'esposizione ai tassi americani, in particolare si sono azzerate le posizioni sul cinque anni mantenendo il sovrappeso sulla componente a trent'anni. Con l'inizio della manovra restrittiva da parte della FED si è ridotta ulteriormente la componente duration in questo paese, in quanto i rendimenti sono stati ritenuti cari sia in termini assoluti (molto vicini ai minimi storici) sia relativi (differenziale dei tassi con gli altri paesi in particolare quelli europei). La volontà di Greenspan di procedere a passo lento ma continuato nella fase di normalizzazione dei tassi di interesse ha sostenuto una strategia di flattenig aggressivo: si sono azzerate le posizioni sul due e dieci anni e lasciata tutta la duration sulla componente a trent'anni.

- Posizione su UK

La struttura del portafoglio nel primo periodo dell'anno ha presentato un forte sottopeso di questa componente (40% dell'indice): i dati macro sono stati molto buoni e l'autorità monetaria (BOE) nel febbraio del 2004 ha iniziato il ciclo di tightenig portando il tasso ufficiale dal 3.75% al 4.75% (in agosto). In estate, ritenendo che il ciclo di rialzo si era concluso, si è riportata gradualmente la duration prima alla neutralità e successivamente in sovrappeso (150% del parametro di riferimento). In questa fase l'esposizione ai tassi UK è stata preferita a quelli USA e Euroland sia per le considerazioni di carattere monetario, BOE è alla fine del ciclo di rialzo dei tassi mentre la FED ha appena iniziato e la Banca Centrale Europea dovrà iniziare, sia per motivazioni legate al differenziale dei rendimenti (il dieci anni inglese rendeva in quel momento 5% vs un rendimento euro al 4% e un rendimento americano al 4.30%). Nella prima parte dell'anno si è preferito mantenere l'esposizione in termini di duration solo sul settore a dieci anni, le considerazioni sulle politiche monetarie ci hanno poi portato a diversificare l'investimento anche sulle scadenze a due anni.

- Posizione su Giappone

L'esposizione ai tassi giapponesi è stata anche nel corso del 2004 in sottopeso (35%) rispetto all'indice di riferimento. Le attese di crescita e in particolare le aspettative di inversione di rialzo della componente prezzi (fine della deflazione) non sono state ritenute coerenti con dei rendimenti al di sotto del 2%. Pertanto il portafoglio è rimasto sottopesato (investito anche in questa curva in scadenze lunghe, dieci e vent'anni) da segnalare un lieve incremento di duration avvenuto nell'ultima parte dell'anno (50% dell'indice) determinato da un peggioramento nelle aspettative di crescita.

- Posizione su Euroland

La duration su Euroland è stata all'inizio dell'anno in leggero overweigh (112%) nel corso del primo semestre è stata riportata alla neutralità. Nel secondo semestre è stata ridotta all'85% a favore dei rendimenti inglesi. In termini di curva anche per questo paese si è preferita la parte lunga (neutralità sul dieci anni e sovrappeso sul trenta) a svantaggio della componente a due anni e di quella intermedia. L'incertezza sulle politiche monetarie della BCE ci ha portato a mantenere una posizione molto vicina alla neutralità su quest'area.

## Relazione del gestore degli investimenti

Per il 2005 si continuerà a mantenere un sottopeso sostanziale della duration complessiva favorendo l'esposizione ai tassi europei piuttosto che a quelli americani. Sui rendimenti giapponesi verranno fatte delle considerazioni sia di carattere macro che tecniche, legate ai flussi pur mantenendo una visone negativa su questi tassi.

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 sovra/sottopesature tattiche fino al 5% per sfruttare la volatilità del mercato valutario. Le scommesse tattiche di USD sono state giocate contro Euro, CAD e Aud. In termini strutturali le posizioni su dollaro canadese e australiano sono rimaste strutturalmente per l'intero periodo.

- Posizione sterline inglesi

I fondamentali forti e la politica monetaria hanno sostenuto la sterlina in un trading range stretto verso EUR nella prima parte dell'anno, nella seconda parte la forza dell'euro è stata riversata anche contro questa valuta che ha sfiorato i massimi degli ultimi cinque anni. La posizione è rimasta neutrale nel corso di tutto il 2004. .

- Posizione in Yen giapponesi

La posizione strutturale di neutralità di inizio anno è stata ridotta fino ad un minimo dell'85% del peso nell'indice, ma solo tatticamente: a differenza degli altri anni i flussi verso il Giappone e la crescita in aumento sostengono lo yen sia contro dollaro che contro euro. Sul rafforzamento dell'euro di fine anno si è riportato il fondo alla neutralità di JPY.

Il Fondo chiude il primo semestre con una performance, al netto delle commissioni di gestione, all'-0.19% mentre quella dell'indice 2.17%.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

## Prospetti finanziari al 31/12/04

Stato patrimoniale al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>16,823,413.08</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	14,598,698.67	
<i>Prezzo d'acquisto</i>		15,143,815.71	
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-545,117.04	
Depositi bancari a vista e liquidità		2,013,454.84	
Interessi maturati		156,316.58	
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 8	1,466.63	
Altre voci dell'attivo		53,476.36	
Passivo			<b>136,545.08</b>
Debiti bancari a vista		47,756.68	
Altre voci del passivo		88,788.40	
Valore netto d'inventario			<b>16,686,868.00</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Obbligazionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	678,553.530	60,598.280	106,469.970	632,681.840
Obbligazionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	799,456.340	314,986.800	165,763.090	948,680.050

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	16,686,868.00	15,583,049.46	18,914,165.28
<b>Obbligazionario Globale - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		632,681.840	678,553.530	797,294.450
Valore d'inventario netto della quota parte		10.77	10.68	11.32
<b>Obbligazionario Globale - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		948,680.050	799,456.340	886,073.480
Valore d'inventario netto della quota parte		10.41	10.43	11.16

# Nord Est Fund Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			12,299,101.54	73.71%
<b>Obbligazioni</b>			<b>12,299,101.54</b>	<b>73.71%</b>
<i>Francia</i>				
920,000	FRANCE OAT 4.000 98-09 25/04A	EUR	959,074.47	5.75%
<i>Germania</i>				
150,000,000	LANDWIRT.RENTENBANK 1.375 01-13 25/04A	JPY	1,082,907.19	6.49%
<i>Giappone</i>				
33,000,000	DBJ REGD 1.70 02-22 20/09S	JPY	225,809.91	1.35%
<i>Italia</i>				
2,000,000	ITALY BOT (12 MESI) -04 15/02U	EUR	5,807,151.94	34.80%
700,000	ITALY BTP 2.75 04-07 15/01S	EUR	1,993,413.33	11.95%
500,000	ITALY BTP 3.00 04-09 15/04S	EUR	703,653.51	4.22%
1,250,000	ITALY BTP 4.25 04-15 01/02S	EUR	500,585.30	3.00%
1,200,000	ITALY BTP 4.25 04-15 01/02S	EUR	1,297,741.88	7.78%
1,200,000	ITALY BUONI DEL TESO 5.00 03-34 01/08S	EUR	1,311,757.92	7.86%
<i>Paesi Bassi</i>				
125,000,000	DEUTSCHE TELEKOM INT.FL.R 00-05 15/06S	JPY	897,358.17	5.38%
<i>Regno Unito</i>				
100,000	UK TREASURY STOCK 5.00 01-12 07/03S	GBP	897,358.17	5.38%
450,000	UK TREASURY STOCK 7.75 93-06 08/09S	GBP	818,655.47	4.91%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
175,000,000	GENERAL ELECTRIC CAP 0.10 04-05 20/12A	JPY	145,995.31	0.87%
350,000	UNITED STATES -D2013- 4.25 03-13 15/08S	USD	672,660.16	4.03%
1,163,000	USA TREASURY BONDS 6.125 99-29 15/08S	USD	2,508,144.39	15.03%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			2,299,597.13	13.78%
<b>Obbligazioni</b>			<b>2,299,597.13</b>	<b>13.78%</b>
<i>Stati Uniti d'America</i>				
1,050,000	UNITED STATES -H2007- 2.25 04-07 15/02S	USD	2,299,597.13	13.78%
2,100,000	USA TREASURY NOTES 1.625 03-05 31/01S	USD	757,860.10	4.54%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>14,598,698.67</b>	<b>87.49%</b>

**Nord Est Fund Obbligazionario Globale**  
**Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04**

*Valori espressi in EUR*

<b>Proventi</b>			<b>508,014.36</b>
Dividendi netti			1.47
Cedole nette da obbligazioni			485,543.62
Interessi bancari su conti correnti			4,756.15
Interessi bancari su conti bancari			17,713.12
<b>Spese</b>			<b>253,329.49</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,228.92
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		160,388.68
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		8,145.19
Tassa d'abbonamento	Nota 5		5,375.53
Spese amministrative			33,280.97
Commissioni di domiciliazione			1,582.65
Onorari			4,913.62
Interessi bancari su conti correnti			802.72
Spese d'intermediazione			815.61
Spese di pubblicazione e stampa			10,119.04
Spese bancarie			18,601.52
Altre spese			7,075.04
<b>Reddito netto da investimenti</b>			<b>254,684.87</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli			-229,906.93
Minusvalenze nette realizzate su future			-15,357.57
Minusvalenze nette realizzate su cambi			-281,599.69
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi			31,449.97
<b>Perdita netta realizzata</b>			<b>-240,729.35</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi			-134.28
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future			4,366.63
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			256,221.57
<b>Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato</b>			<b>19,724.57</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			4,003,407.30
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>			657,650.07
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>			3,345,757.23
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-2,919,313.33
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>			-1,163,865.87
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>			-1,755,447.46
<b>Aumento del patrimonio netto</b>			<b>1,103,818.54</b>
<b>Patrimonio netto all'inizio dell'anno</b>			<b>15,583,049.46</b>
<b>Patrimonio netto a fine dell'anno</b>			<b>16,686,868.00</b>

*Nord Est Fund*  
**Obbligazionario Euro**

## Relazione del gestore degli investimenti

### CONTESTO ECONOMICO

La tendenza rialzista, dovuto all'afflusso di attività liquide che ha contrassegnato la fine del 2003, si è rapidamente esaurita nel 2004 e, tra marzo e giugno, gli indici dei mercati azionari si sono mossi all'interno di un range molto ristretto. La rivendicazione da parte di Al Qaeda della responsabilità dei sanguinosi attentati terroristici di Madrid a marzo ha naturalmente comportato una temporanea caduta dei principali mercati borsistici, anche se il susseguirsi di notizie positive sul fronte macro e microeconomico non è stato sufficiente a guidare la ripresa, a causa della mancanza di fiducia e di esitazioni tra gli investitori. Con il passare dei mesi i mercati hanno comunque dimostrato una buona impermeabilità alle cattive notizie. Il terzo trimestre è stato caratterizzato da ampie fluttuazioni del prezzo del petrolio, che hanno prodotto effetti significativi sulle tendenze dei mercati azionari. Il rialzo del costo del barile da una media di 35 dollari nel primo trimestre a 50 dollari ad agosto ha accentuato i dubbi di alcuni investitori circa la durata della crescita globale. Nel 2004 i maggiori indici azionari hanno pertanto toccato minimi storici assoluti, prima di iniziare la ripresa dopo l'arretramento del prezzo del petrolio a 42 dollari nel mese di settembre. Successivamente, i mercati azionari hanno continuato la loro evoluzione seguendo i convulsi movimenti del greggio (risalito a 55 dollari a fine settembre). Il timido rialzo a fine ottobre, quando i prezzi del petrolio sono scesi improvvisamente, è stato confermato a novembre, dopo che le preoccupazioni in merito all'esito delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti sono state rapidamente fugate dalla netta vittoria di George Bush e del partito repubblicano. All'inizio del mese è stata pertanto superata un'importante resistenza tecnica, che ha permesso la prosecuzione della tendenza fino a metà novembre in un contesto di indicatori economici che segnalavano una continua ripresa molto sostenuta dell'economia statunitense. L'improvvisa debolezza del dollaro ha causato un breve periodo di consolidamento, in cui gli investitori hanno temuto una generale fuga dalle attività in dollari. I mercati si sono mossi al rialzo di nuovo a dicembre, sostenuti da indicatori che segnalavano una buona tenuta dell'economia statunitense e, come previsto, una crescita del PIL del 6% da metà 2003. A far salire le quotazioni hanno contribuito anche l'annuncio di programmi di riacquisto di azioni proprie da parte delle società e di significative operazioni di fusione. I bassi volumi di negoziazione, tradizionali durante le festività, hanno consentito ai principali indici statunitensi di raggiungere i massimi da metà 2001 a fine dicembre, mentre le borse europee, piuttosto penalizzate dall'apprezzamento dell'euro, hanno raggiunto i massimi dell'anno nel marzo 2004. Il quarto trimestre è risultato pertanto il migliore dell'anno per la maggior parte dei principali mercati finanziari, con l'importante eccezione di Tokio.

L'indice MSCI World ha registrato una crescita del 13,3%, con un'evidente sovraperformance dei mercati emergenti (+22,5% in dollari per l'indice MSCI Emerging), che non hanno risentito a fine anno delle devastazioni provocate dal maremoto che ha colpito l'Asia meridionale. I mercati americani hanno prodotto un rendimento leggermente superiore rispetto a quelli europei: l'indice S&P 500 ha chiuso l'anno con un incremento del 9%, mentre l'Eurostoxx 50 è progredito di poco meno del 7%. I mercati europei hanno risentito di un contesto economico meno redditizio e dell'apprezzamento dell'euro (+7,8% nei confronti del dollaro nel corso dell'anno), che minaccia le aziende esportatrici. A fine anno, a Parigi il CAC 40 era salito di 3.800 punti (il suo livello massimo dal luglio 2002), con un rialzo del 7,4% in dodici mesi. Il Dax tedesco e il Footsie 100 britannico hanno ottenuto performance simili. Il mercato svizzero ha guadagnato solo il 3,7%, a causa delle difficoltà del Gruppo Nestlé (con prezzi considerati elevati e risultati deludenti nel primo semestre) e della performance negativa dei titoli del settore sanitario. Le grandi aziende farmaceutiche hanno sofferto per le difficoltà della statunitense Merck (-30%), costretta a ritirare il farmaco antinfiammatorio Vioxx, e per i dubbi circa la capacità della FDA di valutare la pericolosità dei prodotti prima del loro arrivo sul mercato. Nel corso dell'anno, il settore sanitario ha sottoperformato sia in Europa che negli Stati Uniti, analogamente ai titoli tecnologici, il cui improvviso rialzo a partire da agosto non è riuscito a compensare le difficoltà di inizio anno. I settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità hanno prodotto performance superiori su entrambe le sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti i titoli dei beni di consumo hanno ottenuto risultati leggermente migliori dell'indice, mentre in Europa sono scese a causa di un contesto economico meno brillante. Queste condizioni dell'economia spiegano anche la sovraperformance dei titoli delle telecomunicazioni, sospinte dall'annuncio di distribuzioni di dividendi generosi.

## Relazione del gestore degli investimenti

A **Tokio** l'indice Nikkei 225 ha registrato una crescita annua del 7,6%, grazie alla buona performance di inizio periodo, che gli ha consentito di superare quota 12.000 punti ad aprile, il massimo da agosto 2001. Dopo la piacevole sorpresa di inizio anno, in primavera sono emersi gradualmente i dubbi sulla concretezza della performance dell'economia giapponese e sulla sua capacità di resistere a forze antagoniste. L'aumento del prezzo del petrolio fino a ottobre ha influito negativamente sulle quotazioni azionarie, considerata la forte dipendenza del Giappone dall'energia, mentre l'apprezzamento dello yen (+4,6% nel 2004) rappresenta una minaccia per gli esportatori.

Il 30 giugno la **Federal Reserve** statunitense ha posto fine a un anno di costante politica monetaria aumentando il tasso obiettivo di 25 punti base, che è così passato all'1,25%. Il tasso di base della Fed era stato portato all'1% il 25 giugno 2003, dopo una serie di riduzioni iniziata nel gennaio 2001, quando il tasso era al 6,50%. Era la prima volta dal mese di maggio 2000 che la Federal Reserve alzava il tasso base, quindi non sono mancate numerose dichiarazioni al fine di preparare gli investitori a questa decisione. In seguito la Fed ha alzato i tassi di 25 punti base per quattro volte e il 14 dicembre il tasso obiettivo sui Fed Funds ha raggiunto il 2,25%. Alan Greenspan e gli altri membri del FOMC sono relativamente ottimisti sulle prospettive dell'economia e considerano che la crescita e i rischi di inflazione siano equilibrati. La Fed ha rinnovato l'impegno ad attuare "moderati" incrementi dei tassi base. Sul fronte dell'inflazione, gli indici sono stati sicuramente spinti verso l'alto dai prezzi dell'energia, ma sembra che almeno in alcuni settori le aziende riescano a trasferire parte di questi aumenti dei prezzi a monte. Questa tendenza, già evidenziata dalle Federal Reserve Bank regionali nel "Beige Book", che viene aggiornato ogni sei settimane in preparazione delle riunioni del FOMC, non sembra preoccupare eccessivamente Alan Greenspan. In generale, gli indicatori economici pubblicati da ottobre hanno registrato un'attività economica sostenuta dopo la battuta d'arresto del periodo estivo e delineato prospettive incoraggianti per il 2005, in particolare per quanto riguarda l'occupazione. In questo contesto la Fed dovrebbe continuare a intervenire in senso restrittivo sulle condizioni monetarie, anche se difficilmente abbandonerà la politica dei "piccoli passi": questa tendenza viene sempre anticipata dai contratti future.

Nel 2004 la **Banca centrale europea (BCE)** ha lasciato invariati i tassi di riferimento, con il tasso di rifinanziamento al minimo storico del 2% dal 5 giugno 2003. Per tutto l'anno ha mantenuto un contesto di ripresa graduale e relativamente modesta, incoraggiata dalle esportazioni. A marzo 2004 diversi membri del consiglio dei governatori della BCE hanno associato i consumi delle famiglie alla politica monetaria, ravvivando le aspettative di una discesa dei tassi. Dal 1° aprile la BCE è però tornata a una politica molto più ortodossa, che ora sembra prevalere. Questo approccio è diventato leggermente più deciso in autunno ed è stata posta molta più enfasi sull'aumento della vigilanza dell'inflazione, mentre la crescita nella zona euro, sempre fortemente dipendente dalla domanda esterna, registrava segnali di accelerazione. L'atteggiamento della BCE riflette una divergenza di opinioni abbastanza preoccupante all'interno del Consiglio per la politica monetaria. Nel corso degli ultimissimi mesi ha oscillato tra l'ortodossia monetaria e il pragmatismo alla luce delle fragili condizioni dell'economia. All'inizio di dicembre Jean-Claude Trichet comunicò che il Consiglio aveva discusso di un possibile aumento dei tassi d'interesse, un'eventualità sorprendente considerato che la crescita non aveva superato lo 0,3% nel terzo trimestre e la domanda interna faticava a riprendersi. Pertanto, nell'ultimo trimestre le previsioni sulla crescita per il 2005 sono state riviste regolarmente al ribasso, sia dagli organi nazionali che dalla Commissione. A metà dicembre il presidente Trichet dichiarò che il "recente andamento del tasso di cambio tra euro e dollaro è sfavorevole", adottando una posizione più vicina a quella dei governi dei paesi della zona euro di quella tenuta un anno prima dagli esponenti della BCE. All'epoca, Wim Duisenberg sosteneva la teoria dell'inflazione favorita da un euro più forte, anziché considerare gli effetti negativi sulla crescita. Il rafforzamento dell'euro e le delusioni relative alla crescita lasciano pensare che la politica monetaria rimarrà invariata per gran parte del 2005. Un aumento dei tassi prima dell'estate (in parte riflesso nei contratti future) sembra prematuro.

## Relazione del gestore degli investimenti

### **Rendimenti a lungo termine: nessun particolare aumento negli Stati Uniti, evidente sovraperformance della zona euro**

Nel 2004 le tendenze dei mercati obbligazionari hanno rispecchiato i dubbi degli investitori sul contesto economico, in particolare relativamente a particolari condizioni di mercato, il che spiega una tendenza atipica. In un anno contrassegnato dall'inizio della restrizione monetaria negli Stati Uniti, a dicembre i tassi statunitensi a lungo termine erano allo stesso livello dell'anno precedente. Nonostante i minimi toccati, i tassi europei hanno continuato a scendere in seguito all'afflusso di liquidità in un clima economico deludente.

Nel primo trimestre 2004 i tassi di mercato hanno registrato un andamento particolarmente buono, nonostante una serie di indicatori economici segnalasse nel complesso una crescita sostenuta negli Stati Uniti, con un conseguente rialzo dei mercati azionari a inizio anno. Naturalmente i tragici attentati terroristici dell'11 marzo a Madrid hanno provocato una nuova caduta dei rendimenti a lungo termine. Questa tendenza si è improvvisamente invertita all'inizio di aprile, quando i dati pubblicati (creazione di nuovi posti di lavoro, vendite al dettaglio e inflazione) hanno significativamente modificato la percezione degli investitori generando timori di un rapido aumento dei tassi di riferimento a causa del riaccendersi dell'inflazione. A causa dell'improvvisa fuga da questi titoli, il rendimento dei **Treasury decennali**, che a fine ottobre era pari al 3,85%, a maggio e giugno è salito fino ad oltre il 4,80%, toccando il massimo dal luglio 2004. Successivamente, i mercati obbligazionari hanno messo a segno forti guadagni, a causa della pubblicazione di dati che indicavano un rallentamento della crescita statunitense nel secondo semestre, accompagnato da nuovi e incoraggianti segnali sul fronte dell'inflazione. Nel corso dell'estate, il comportamento di alcuni operatori alla luce di specifiche condizioni di mercato ha probabilmente accentuato l'allentamento.

In queste condizioni, il rapporto sull'occupazione pubblicato all'inizio di settembre, che in una certa misura ha rassicurato sulla durata della crescita economica, ha provocato solo un temporaneo aumento dei tassi a lungo termine e, a settembre, gli indici dei prezzi inferiori alle attese hanno fatto scendere il rendimento dei Treasury decennali sotto il 4% per la prima volta da inizio aprile. Questi livelli, che sono stati in parte il risultato di transazioni di copertura di posizioni corte, hanno reso piuttosto nervosi gli operatori. A ottobre i mercati hanno reagito sulla falsariga di settembre: un aumento limitato e molto breve all'inizio del mese, questa volta prima della pubblicazione del rapporto sull'occupazione del giorno 8, seguito da una diminuzione nel quadro d'insieme di indicatori leggermente meno positivi del previsto e da una discesa dei mercati azionari. A novembre, il rialzo dei tassi successivo al rapporto sull'occupazione e i tassi statunitensi a lungo termine hanno continuato a salire in linea con il deprezzamento del dollaro. Il rendimento dei Treasury decennali ha chiuso l'anno al 4,22%, vicino al livello dell'anno precedente. Contemporaneamente, per effetto della politica di restrizione monetaria (+125 punti base in sei mesi), i tassi a due anni sono aumentati di 120 punti base, riducendo lo spread tra le scadenze a 10 e 2 anni da 250 a 115 punti base.

I mercati **europei** hanno sovraperformato largamente i loro omologhi statunitensi, registrando una diminuzione di 60 punti base in dodici mesi, principalmente a causa del economico meno brillante e all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. Questi fattori hanno dapprima limitato gli aumenti dei tassi tra aprile e maggio, quindi accentuato la discesa a partire da metà giugno. Il comportamento dei mercati europei in quest'ultima fase riflette, in particolare, una sottoesposizione ancora significativa degli investitori istituzionali nel 2004 (in particolare le compagnie di assicurazioni), che si sono viste costrette a entrare nel mercato prima di fine anno. Questa tendenza è molto forte e sganciata da quella dei mercati statunitensi, dove i tassi sono saliti a inizio novembre.

Il rendimento dei Bund decennali, che a fine 2003 era pari al 4,30%, ha toccato inizialmente il 3,85% a fine marzo, prima di tornare a superare a metà giugno il 4,40%, il massimo dell'anno. Questo andamento ha consentito alle compagnie di assicurazione di riposizionarsi sulle obbligazioni, limitando così la caduta dei mercati. A partire dal mese di giugno si è verificata una notevole attenuazione a seguito dei movimenti dei tassi statunitensi a lungo termine che è continuata fino a metà dicembre, nonostante l'emergere di pressioni

## Relazione del gestore degli investimenti

sull'altra sponda dell'Atlantico da novembre in poi. A metà dicembre i rendimenti decennali in Europa hanno toccato il minimo storico del 3,50%. Il ritorno degli investitori istituzionali sui mercati e un innegabile sostegno dei titoli europei nell'ultimo trimestre sono stati meno marcati a fine anno, quando gli indicatori economici leggermente più favorevoli (in particolare l'indice IFO tedesco) hanno giustificato qualche presa di profitto. Gli aumenti sono rimasti molto limitati e i Bund decennali hanno chiuso l'anno intorno al 3,70%. Sebbene la politica della BCE sia rimasta invariata per tutto l'anno, la parte breve della curva ha sottoperformato, con una discesa di 12 punti base del rendimento dei titoli biennali, pari a circa il 2,50% a fine anno, a causa dei timori sull'inflazione e della posizione della BCE che ha introdotto aspettative di un rialzo dei tassi.

### Prospettive

L'anno borsistico ha chiuso sicuramente meglio di come era iniziato. Gli investitori non appaiono comunque del tutto rassicurati e i principali indici azionari sono stati messi nuovamente sotto pressione da fattori ritenuti critici per la continuazione del contesto di crescita (prezzi delle materie prime, rivalutazione del dollaro, crescita cinese o importanti eventi geopolitici). La ripresa di fine anno ha riguardato bassi volumi (il che l'ha resa piuttosto fragile) ed è stata basata sulle operazioni di fusione/acquisizione, sui rimborsi di azioni (di notevole entità negli Stati Uniti) e sull'aumento delle distribuzioni di dividendi (soprattutto in Europa). Questi fattori dimostrano che le aziende sono sane ma rivelano anche, specialmente negli ultimi due casi, un certo grado di prudenza, che può essere dannoso a lungo termine. I continui guadagni del 2005 (con una crescita dell'ordine del 12% dei mercati azionari globali quest'anno) richiede da parte degli investitori il convincimento che gli utili si concretizzeranno, quindi che l'attività economica sarà sufficientemente solida. Per il momento, questa diagnosi non trova ancora un consenso unanime, anche se le prospettive di crescita negli Stati Uniti sono favorevoli, mentre le società europee continuano a registrare un miglioramento degli utili grazie alla riduzione dei costi. Infine, negli Stati Uniti i tassi a lungo termine hanno iniziato a salire mentre a fine anno i tassi europei hanno raggiunto livelli molto bassi.

**Relazione del gestore degli investimenti**

VARIAZIONI

**TASSI**

RENDIMENTI A 10 ANNI	31/12/2004	31/12/2003	VARIAZIONE DIC 04/DIC 03
US TREASURY NOTE	4,22	4,25	-3
JGB	1,44	1,37	7
OAT	3,68	4,30	-62
BUND	3,68	4,29	-61

**VALUTE**

CHIUSURA IN EUROPA	31/12/2004	31/12/2003	VARIAZIONE DIC 04/DIC 03
EUR/USD	1,3587	1,2600	7,83%
USD/JPY	102,50	107,18	-4,37%
EUR/JPY	139,27	135,05	3,12%
EUR/GBP	0,7074	0,7047	0,38%
GBP/USD	1,9206	1,788	7,42%
EUR/CHF	1,5443	1,5597	-0,99%
USD/CHF	1,1366	1,2368	-8,10%

**MERCATI AZIONARI**

	31/12/2004	31/12/2003	VARIAZIONE DIC 04/DIC 03
EURO STOXX 50	2.951,24	2.760,66	6,90%
STOXX 50	2.774,77	2.660,37	4,30%
CAC 40	3.821,16	3.557,9	7,40%
XETRA-DAX	4.256,08	3.965,16	7,34%
FOOTSIE 100	4.814,3	4.476,9	7,54%
SMI	5.693,2	5.487,8	3,74%
DOW JONES 30	10.783,01	10.453,92	3,15%
NASDAQ	2.175,44	2.003,37	8,59%
S&P 500	1.211,92	1.111,92	8,99%

**POLITICA DI GESTIONE**

Nel corso del primo trimestre Nord Est Fund Obbligazionario Euro ha beneficiato di questo favorevole contesto di mercato per ridurre l'esposizione al rischio del tasso, che è passato dal 4,93 a inizio anno a circa il 4,71 a fine marzo. Il comparto ha quindi adottato una posizione prudente, considerato il basso livello dei tassi nella zona euro, con una sensibilità di 4,55 nel secondo e terzo trimestre, salita a 4,68 a fine anno.

A partire da gennaio il comparto Nord Est Fund Obbligazionario Euro ha accumulato obbligazioni indicizzate all'inflazione, con l'acquisizione dei nuovi titoli di Stato francesi indicizzati all'inflazione europea.

L'esposizione a questa indicizzazione è stata incrementata una volta nel corso dell'ultimo trimestre (Italia 2035, OAT 2015). A seguito del riallineamento della parte a lungo termine della curva all'inizio del periodo, il comparto ha aumentato l'esposizione a 30 anni mediante l'acquisto di emissioni italiane con scadenza 2033. Il portafoglio ha altresì mantenuto l'esposizione, dando priorità al segmento a 5-10 anni.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Obbligazionario Euro  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>43,516,498.34</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato		Nota 2	38,559,791.49
<i>Prezzo d'acquisto</i>			36,218,045.00
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			2,341,746.49
Depositi bancari a vista e liquidità			115,401.63
Depositi vincolati			4,000,000.00
Interessi maturati			708,346.96
Plusvalenze non realizzate su future		Nota 8	280.00
Altre voci dell'attivo			132,678.26
Passivo			<b>121,890.58</b>
Debiti bancari a vista			8,574.62
Altre voci del passivo			113,315.96
Valore netto d'inventario			<b>43,394,607.76</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Obbligazionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	157,483.780	5,414.940	44,655.360	118,243.360
Obbligazionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,646,350.770	1,138,047.670	580,813.070	3,203,585.370

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	43,394,607.76	34,731,163.68	38,836,501.66
<b>Obbligazionario Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		118,243.360	157,483.780	154,695.180
Valore d'inventario netto della quota parte		13.38	12.59	12.11
<b>Obbligazionario Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,203,585.370	2,646,350.770	3,080,763.080
Valore d'inventario netto della quota parte		13.05	12.37	12.00

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione		Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale				38,559,791.49	88.86%
<b>Obbligazioni</b>				<b>38,020,765.93</b>	<b>87.62%</b>
<i>Belgio</i>				<i>2,682,444.76</i>	<i>6.18%</i>
1,000,000	BELGIAN -43-	4.25 04-14 28/09A	EUR	1,045,299.56	2.41%
1,500,000	BELGIQUE OLO	5.75 97-08 28/03A	EUR	1,637,145.20	3.77%
<i>Finlandia</i>				<i>1,138,022.94</i>	<i>2.62%</i>
1,000,000	FINLAND	5.75 00-11 23/02A	EUR	1,138,022.94	2.62%
<i>Francia</i>				<i>15,907,001.75</i>	<i>36.66%</i>
500,000	BOUYGUES	5.875 02-09 15/05A	EUR	551,468.91	1.27%
990,919	DOMOS 4 -A3-	4.80 98-05 27/06S	EUR	1,002,214.97	2.31%
1,000,000	FRANCE	4.00 99-09 25/10A	EUR	1,043,103.00	2.40%
1,500,000	FRANCE BTAN	3.00 04-10 12/01A	EUR	1,495,205.45	3.45%
1,500,000	FRANCE OAT	4.00 04-14 25/10A	EUR	1,539,552.00	3.55%
500,000	FRANCE OAT	4.75 01-12 25/10A	EUR	543,601.56	1.25%
1,500,000	FRANCE OAT	5.00 01-11 25/10A	EUR	1,651,339.13	3.81%
500,000	FRANCE OAT	5.00 01-16 25/10A	EUR	557,198.88	1.28%
500,000	FRANCE OAT	5.50 00-10 25/10A	EUR	560,644.00	1.29%
1,000,000	FRANCE OAT	5.50 97-07 25/10A	EUR	1,075,997.63	2.48%
750,000	FRANCE OAT	5.50 98-29 25/04A	EUR	891,330.10	2.05%
500,000	FRANCE OAT INDEX	2.25 03-20 25/07A	EUR	554,035.86	1.28%
250,000	FRANCE OAT INDEXEE	1.60 04-15 25/07A	EUR	255,027.82	0.59%
1,500,000	FRENCH TREASURY NOTE	3.75 01-07 12/01A	EUR	1,536,954.00	3.54%
500,000	PEUGEOT	5.875 01-11 27/09A	EUR	562,182.75	1.30%
500,000	RENAULT SA EMTN	6.125 02-09 26/06A	EUR	555,972.69	1.28%
1,500,000	UNEDIC	3.50 03-08 18/09A	EUR	1,531,173.00	3.53%
<i>Grecia</i>				<i>1,646,121.50</i>	<i>3.79%</i>
1,000,000	GREECE	4.65 02-07 19/04A	EUR	1,044,442.00	2.41%
500,000	HELLENIC REPUBLIC	5.90 02-22 22/10A	EUR	601,679.50	1.39%
<i>Irlanda</i>				<i>1,564,340.25</i>	<i>3.60%</i>
1,500,000	IRISH GOVT TREASURY	4.25 02-07 18/10A	EUR	1,564,340.25	3.60%
<i>Italia</i>				<i>6,072,893.21</i>	<i>13.99%</i>
1,250,000	ITALY	5.75 01-16 25/07A	EUR	1,464,206.73	3.37%
3,000,000	ITALY BTP	4.25 99-09 01/11S	EUR	3,158,125.14	7.28%
750,000	ITALY BTP	5.75 02-33 01/33S	EUR	912,271.97	2.10%
500,000	ITALY BTP (INDEXEE)	2.35 04-35 15/09S	EUR	538,289.37	1.24%
<i>Paesi Bassi</i>				<i>1,924,495.27</i>	<i>4.43%</i>
500,000	ALLIANZ FIN II	4.625 02-07 29/11A	EUR	524,166.75	1.21%
500,000	E.ON INTL FIN. EMTN	5.75 02-09 29/05A	EUR	551,808.94	1.27%
500,000	SAINT GOBAIN NED	4.75 99-09 09/07A	EUR	528,443.09	1.22%
300,000	SAINT GOBAIN NEDERL	5.00 04-14 25/04A	EUR	320,076.49	0.74%
<i>Portogallo</i>				<i>1,650,973.88</i>	<i>3.80%</i>
1,500,000	PORTUGAL	5.00 02-12 15/06A	EUR	1,650,973.88	3.80%
<i>Spagna</i>				<i>3,317,147.74</i>	<i>7.64%</i>
1,500,000	SPAIN	5.15 98-09 30/07A	EUR	1,636,214.54	3.77%
1,500,000	SPAIN	5.35 01-11 31/10A	EUR	1,680,933.20	3.87%
<i>Stati Uniti d'America</i>				<i>2,117,324.63</i>	<i>4.88%</i>
500,000	FREDDIE MAC EMTN	4.375 04-14 15/01A	EUR	524,262.19	1.21%
1,000,000	GENERAL ELECTRIC EMTN	5.125 02-07 20/06A	EUR	1,055,641.25	2.43%
500,000	HOUSEHOLD FINANCE	5.125 99-09 24/06A	EUR	537,421.19	1.24%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>				<b>539,025.56</b>	<b>1.24%</b>
<i>Francia</i>				<i>539,025.56</i>	<i>1.24%</i>
500,000	BNP PARIBAS EMTN	FL.R 02-14 23/01A	EUR	539,025.56	1.24%
<b>Totale portafoglio titoli</b>				<b>38,559,791.49</b>	<b>88.86%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>1,630,436.28</b>
Cedole nette da obbligazioni			1,561,806.50
Interessi bancari su conti correnti			4,305.09
Interessi bancari su conti bancari			64,324.69
Spese			<b>661,457.74</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,427.70
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		448,453.80
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		19,261.38
Tassa d'abbonamento	Nota 5		19,006.39
Spese amministrative			50,859.87
Commissioni di domiciliazione			1,205.21
Onorari			11,490.80
Interessi bancari su conti correnti			3,850.09
Spese d'intermediazione			335.59
Spese di pubblicazione e stampa			23,362.96
Spese bancarie			53,205.17
Altre spese			27,998.78
			<hr/>
Reddito netto da investimenti			<b>968,978.54</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli			157,980.54
Minusvalenze nette realizzate su future			-12,676.26
			<hr/>
Utile netto realizzato			<b>1,114,282.82</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future			-10,740.00
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			984,428.07
			<hr/>
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato			<b>2,087,970.89</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			14,541,026.85
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>			70,289.63
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>			14,470,737.22
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-7,965,553.66
<i>Obbligazionario Euro - Category I</i>			-578,942.32
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>			-7,386,611.34
			<hr/>
Aumento del patrimonio netto			<b>8,663,444.08</b>
			<hr/>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno			<b>34,731,163.68</b>
			<hr/>
Patrimonio netto a fine dell'anno			<b>43,394,607.76</b>

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

## Relazione del gestore degli investimenti

Nel corso dell'anno i mercati hanno mostrato la tendenza a seguire il sentiment globale anziché le notizie specifiche dei mercati.

Il 2004 è iniziato molto bene per il debito dei mercati emergenti, dopo l'elevato volume stagionale di nuove emissioni. L'aumento della propensione per il rischio degli investitori è risultato evidente dalla sovraperformance di paesi come la Costa d'Avorio e la Repubblica Dominicana. Queste performance superiori sono state di breve durata e nel corso di gennaio il mercato ha iniziato ad arretrare, a seguito dell'annuncio da parte del Federal Open Market Committee che la Federal Reserve avrebbe abbandonato il modello dei tassi bassi per un "periodo considerevole", in seguito all'emergere di segnali di miglioramento delle condizioni. La dichiarazione ha causato l'aumento della volatilità nei mercati emergenti, poiché questo cambiamento di rotta avrebbe potuto portare a un rialzo dei tassi negli Stati Uniti prima del previsto.

Il mercato ha continuato a risentire negativamente a inizio febbraio e la maggior parte dell'azione negativa dei prezzi si è concentrata in America latina, in particolare in Brasile ed Ecuador. A febbraio il debito della Repubblica Dominicana ha risentito del peggioramento del rating creditizio del paese a CC da parte di Standard & Poor's, dopo interventi analoghi di Moody's e Fitch.

Nei mesi di aprile e maggio gli investitori hanno guardato con maggiore attenzione agli indicatori a breve termine, alla ricerca di una conferma dell'approccio "misurato" della Federal Reserve statunitense. Con l'accelerazione dell'occupazione in America e il rilascio di altri dati economici statunitensi superiori alle attese, il mercato ha interpretato che questi sviluppi avrebbero portato a un aumento dei tassi prima del previsto da parte della Fed, ponendo fine ai redditi "carry trade". Successivamente, i mercati emergenti hanno subito una forte correzione a causa dell'incertezza sui tempi della stretta monetaria.

Le quotazioni dei mercati sono scese anche nella prima settimana di maggio, continuando la tendenza alla riduzione dell'indebitamento iniziata ad aprile. Il 50% delle perdite dopo il ribasso di mercato di aprile è stato comunque recuperato quando i paesi produttori di petrolio sono stati fortemente sostenuti dalle alte quotazioni del greggio e con la performance marcata del Brasile dopo l'approvazione della legge di ispirazione governativa sul salario minimo.

Nel mese di luglio il mercato ha espresso un rally dopo i dati positivi dei titoli comportanti rischio di credito dei mercati emergenti e il previsto aumento di 25 punti base dei tassi da parte della Fed. A metà mese, il mercato è arretrato per una nutrita serie di prese di profitto e delle dichiarazioni più aggressive da parte di Greenspan, mentre il debito esterno russo ha subito un effetto negativo dopo la notizia della preannunciata vendita della principale unità produttiva di Yukos.

Per il resto dell'anno il mercato ha continuato a crescere, iniziando a scontare una situazione di aumenti aggressivi dei tassi e con gli investitori sempre più convinti che le attività dei mercati emergenti si svilupperanno moderatamente finché la stretta della Fed avverrà a un ritmo molto misurato.

Il rally dei mercati emergenti è proseguito ad agosto, dopo che sono stati toccati di massimi da record dei prezzi del petrolio e in seguito al miglioramento dei fattori tecnici. Ad agosto Standard & Poor's ha migliorato il rating del Venezuela da B- a B, seguita da Moody's a settembre. A settembre, le nuove emissioni del Brasile, delle Filippine, della Turchia e della Colombia non sono riuscite a ridurre la propensione per il rischio.

In ottobre si sono visti segnali di ripresa dell'economia americana, ma gli investitori hanno continuato ad acquistare i titoli dei mercati emergenti alla ricerca del rendimento. Inoltre, le prospettive delle commodity a livello globale hanno continuato a migliorare, nonostante la volatilità dei prezzi del petrolio, con ulteriori benefici per i paesi dei mercati emergenti, la maggioranza dei quali è produttore netto di commodity.

A dicembre, malgrado l'inizio di un peggioramento delle commodity a livello mondiale e l'elevata volatilità dei prezzi del petrolio, i mercati emergenti hanno continuato il loro rally. L'anno 2004 si è chiuso con l'indice EMBI Global Diversified di Lehman Brothers in rialzo dell'11,6%.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>11,598,247.49</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato		Nota 2	8,892,631.62
<i>Prezzo d'acquisto</i>			9,356,598.75
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-463,967.13
Depositi bancari a vista e liquidità			1,914,356.92
Interessi maturati			207,787.88
Plusvalenze non realizzate su future su cambi		Nota 7	556,822.21
Altre voci dell'attivo			26,648.86
Passivo			<b>43,182.07</b>
Altre voci del passivo			43,182.07
Valore netto d'inventario			<b>11,555,065.42</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	108,795.450	55,761.540	154,906.700	9,650.290
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,024,481.870	318,326.790	613,633.830	729,174.830

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	11,555,065.42	16,962,571.55	9,093,249.29
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		9,650.290	108,795.450	38,420.390
Valore d'inventario netto della quota parte		16.25	15.34	12.48
<b>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		729,174.830	1,024,481.870	700,902.490
Valore d'inventario netto della quota parte		15.63	14.93	12.29

# Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			8,457,528.21	73.19%
<b>Obbligazioni</b>			<b>8,298,307.15</b>	<b>71.82%</b>
<i>Argentina</i>			<i>192,834.14</i>	<i>1.67%</i>
795,938	ARGENTINA IN DEFAULT -2018- 01-18 19/06S	USD	192,834.14	1.67%
<i>Brasile</i>			<i>2,104,980.23</i>	<i>18.22%</i>
750,000	BRAZIL 11.00 00-40 17/08S	USD	653,586.38	5.66%
250,000	BRAZIL 11.25 00-07 26/07S	USD	211,071.14	1.83%
835,598	BRAZIL -C BONDS S.-L- 8.00 94-14 15/04S	USD	628,032.86	5.44%
750,000	BRAZIL GLOBAL BD 9.375 98-08 07/04S	USD	612,289.85	5.30%
<i>Cile</i>			<i>192,200.59</i>	<i>1.66%</i>
250,000	CHILE (REPUBLIC OF) 5.50 03-13 15/01S	USD	192,200.59	1.66%
<i>Colombia</i>			<i>368,988.94</i>	<i>3.19%</i>
187,860	COLOMBIA 9.75 01-11 09/04S	USD	157,917.80	1.37%
250,000	COLOMBIA 10.375 03-33 28/01S	USD	211,071.14	1.83%
<i>Filippine</i>			<i>199,370.46</i>	<i>1.73%</i>
250,000	PHILIPPINES 9.875 00-10 16/03S	USD	199,370.46	1.73%
<i>Messico</i>			<i>1,907,440.71</i>	<i>16.51%</i>
1,000,000	MEXICAN STATES 8.30 01-31 15/08S	USD	857,132.36	7.42%
1,000,000	MEXICAN STATES 9.875 97-07 15/01A	USD	825,930.55	7.15%
250,000	MEXICAN STATES 10.375 99-09 17/02S	USD	224,377.80	1.94%
<i>Panama</i>			<i>215,659.64</i>	<i>1.87%</i>
250,000	PANAMA (REP.OF) 9.375 01-12 23/07S	USD	215,659.64	1.87%
<i>Perù</i>			<i>225,754.35</i>	<i>1.95%</i>
250,000	PERU 9.875 03-15 06/02S	USD	225,754.35	1.95%
<i>Russia</i>			<i>1,402,934.80</i>	<i>12.14%</i>
250,000	RUSSIA MINFIN-REG S- 10.00 97-07 26/06S	USD	206,941.48	1.79%
250,000	RUSSIA REG -S- 11.00 98-18 24/07S	USD	254,203.07	2.20%
1,250,000	RUSSIA REG-S STEP UP 5.00 00-30 31/03S	USD	941,790.25	8.15%
<i>Sudafrica</i>			<i>217,953.89</i>	<i>1.89%</i>
250,000	SOUTH AFRICA 9.125 99-09 19/05S	USD	217,953.89	1.89%
<i>Turchia</i>			<i>701,582.11</i>	<i>6.07%</i>
250,000	TURKEY 11.375 01-06 27/11S	USD	206,482.63	1.79%
250,000	TURKEY 11.875 00-30 15/01S	USD	264,297.78	2.29%
250,000	TURKEY 12.375 99-09 15/06S	USD	230,801.70	2.00%
<i>Venezuela</i>			<i>568,607.29</i>	<i>4.92%</i>
500,000	VENEZUELA 9.25 97-27 15/09S	USD	386,902.57	3.35%
250,000	VENEZUELA PAR BOND 6.75 91-20 18/04S	USD	181,704.72	1.57%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>159,221.06</b>	<b>1.38%</b>
<i>Equatore</i>			<i>159,221.06</i>	<i>1.38%</i>
250,000	ECUADOR STEP-UP REG-S FL.R 00-30 15/08S	USD	159,221.06	1.38%
<b>Opzioni, Warrant, Diritti</b>			<b>0.00</b>	<b>0.00%</b>
<i>Nigeria</i>			<i>0.00</i>	<i>0.00%</i>
750	CENTRAL BK NIGERIA PMT.ADJ. 15.11.20 WAR	USD	0.00	0.00%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			435,103.41	3.77%
<b>Obbligazioni</b>			<b>435,103.41</b>	<b>3.77%</b>
<i>Malesia</i>			<i>435,103.41</i>	<i>3.77%</i>
500,000	MALAYSIA 8.75 99-09 01/06S	USD	435,103.41	3.77%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>8,892,631.62</b>	<b>76.96%</b>

Nord Est Fund Obbligazionario Paesi Emergenti  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>979,923.63</b>
Dividendi netti			2.58
Cedole nette da obbligazioni			971,217.41
Interessi bancari su conti correnti			8,703.64
Spese			<b>336,460.76</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,228.92
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		236,763.68
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		13,655.70
Tassa d'abbonamento	Nota 5		6,362.62
Spese amministrative			31,558.95
Commissioni di domiciliazione			374.17
Onorari			4,493.42
Interessi bancari su conti correnti			412.42
Spese d'intermediazione			996.18
Spese di pubblicazione e stampa			8,118.31
Spese bancarie			21,459.00
Altre spese			10,037.39
Reddito netto da investimenti			<b>643,462.87</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli			-310,793.36
Minusvalenze nette realizzate su cambi			-16,502.35
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi			784,507.82
Utile netto realizzato			<b>1,100,674.98</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su future su cambi			-694,736.08
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			-29,718.42
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato			<b>376,220.48</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			5,688,886.52
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>			870,949.93
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>			4,817,936.59
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-11,472,613.13
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>			-2,398,796.63
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>			-9,073,816.50
Diminuzione del patrimonio netto			<b>-5,407,506.13</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno			<b>16,962,571.55</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno			<b>11,555,065.42</b>

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

## Relazione del gestore degli investimenti

Benchmark: Schroeder Salomon Smith Barney Governments 1-3 years.

Da gennaio a dicembre 2004, il rendimento dei titoli a due anni, rappresentativo delle obbligazioni a breve termine, è sceso dal 2,6% al 2,48%.

Nel primo trimestre 2004 le scadenze più brevi in Eurolandia sono arrivate al 2%. Successivamente, le previsioni di una crescita sostenuta, l'aumento dei rischi di inflazione e il miglioramento del mercato del lavoro negli Stati Uniti sono stati i motivi che hanno spinto la Fed a cambiare politica, alzando i tassi d'interesse. Negli Stati Uniti i rendimenti hanno iniziato a salire in modo molto marcato, in particolare per le scadenze più brevi. A causa della forte correlazione con gli sviluppi negli Stati Uniti, i rendimenti a due anni di Eurolandia sono aumentati anche loro passando al 2,8%. A dicembre, in modo sorprendente, i rendimenti dei titoli a due anni sono tornati al 2,48% per diverse cause:

1. Il deprezzamento del dollaro ha ridotto le prospettive di crescita e fatto diminuire le previsioni sull'inflazione in Eurolandia.
2. I gestori dei fondi nel 2004 avevano posizioni di duration breve, pertanto tutti i rialzi dei rendimenti sono stati opportunità per acquistare obbligazioni;
3. Negli ultimi due anni la politica della banca centrale è stata di grande stimolo. I bassi tassi della banca centrale hanno reso il denaro a buon mercato, in attesa del reinvestimento sui mercati finanziari, influenzando anche il mercato obbligazionario.
4. Nelle ultime due settimane del periodo in esame, i rendimenti del comparto negli Stati Uniti sono saliti, mentre quelli in Eurolandia sono scesi. A un simile fenomeno non si era assistito molto spesso in passato. Uno dei motivi è dato dalle previsioni di mercato secondo le quali il dollaro perderà ulteriormente terreno a causa dei deficit nella bilancia commerciale e nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Gli investitori internazionali e le banche centrali hanno riallocato la propria liquidità a favore delle obbligazioni in euro.

Per il 2005 si prevede un tasso di crescita negli Stati Uniti del 3%. Il rialzo dei prezzi delle commodity, l'aumento del costo del lavoro e la maggiore inflazione importata lasciano prevedere che i prezzi al consumo saliranno ulteriormente. La Fed dovrà pertanto aumentare i tassi sui Fed Funds al 3% e forse anche oltre. Si prevede che nel 2005 la crescita dell'UEM rimarrà al di sotto dei livelli potenziali. I problemi strutturali esistenti, la debolezza del mercato del lavoro 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.

In conclusione, prevediamo un rialzo dei rendimenti a livello globale nel primo semestre dell'anno, in particolare negli Stati Uniti. Il segmento a breve degli investimenti in euro è ben protetto, grazie alla debolezza del dollaro statunitense, alle previsioni deludenti sulla crescita e alla discesa dei tassi d'inflazione. Tuttavia il mercato sta già scontando forti aumenti dei tassi, pertanto rimaniamo 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.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>44,476,267.52</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	40,686,453.32
<i>Prezzo d'acquisto</i>		40,676,722.40
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		9,730.92
Depositi bancari a vista e liquidità		2,617,051.59
Interessi maturati		647,778.57
Altre voci dell'attivo		524,984.04
Passivo		<b>123,315.48</b>
Altre voci del passivo		123,315.48
Valore netto d'inventario		<b>44,352,952.04</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	<b>Quote parti circolanti al 01/01/04</b>	<b>Quote parti sottoscritte</b>	<b>Quote parti riscattate</b>	<b>Quote parti circolanti al 31/12/04</b>
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	74,934.320	91,028.010	128,329.850	37,632.480
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,610,422.620	2,647,278.870	1,305,073.800	3,952,627.690

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	44,352,952.04	29,173,442.01	17,543,972.06
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		37,632.480	74,934.320	30,284.430
Valore d'inventario netto della quota parte		11.29	11.00	10.84
<b>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		3,952,627.690	2,610,422.620	1,600,943.710
Valore d'inventario netto della quota parte		11.11	10.86	10.75

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			40,686,453.32	91.73%
<b>Obbligazioni</b>			<b>37,022,782.53</b>	<b>83.47%</b>
<i>Francia</i>			<i>3,543,347.60</i>	<i>7.99%</i>
2,000,000	CIF EUROMORTGAGE EMTN 2.75 03-06 06/03A	EUR	2,008,162.38	4.53%
1,500,000	FINANCEMENT FONC. EMTN3.625 03-08 28/01A	EUR	1,535,185.22	3.46%
<i>Germania</i>			<i>17,675,786.35</i>	<i>39.85%</i>
1,000,000	ALLGEMEINE HYP BK 337 3.75 02-05 13/09A	EUR	1,009,989.00	2.28%
1,000,000	BAYER.HYPO.VER. -942- 4.75 01-06 01/03A	EUR	1,026,408.88	2.31%
500,000	BERLIN HANNOV.HYPO139 3.00 04-08 27/10A	EUR	500,688.38	1.13%
1,000,000	BUNDESLAENDER BRD-9- 4.50 01-06 12/04A	EUR	1,025,976.38	2.31%
500,000	DEXIA HYPO -1197- 2.75 04-07 05/02A	EUR	501,521.31	1.13%
1,000,000	EUROHYPO -760- 5.00 98-06 19/01A	EUR	1,026,918.50	2.32%
1,000,000	EUROHYPO -777- 3.75 99-05 15/12A	EUR	1,013,133.88	2.28%
1,000,000	HYP-BANK ESSEN 2.50 04-06 10/02A	EUR	1,001,000.00	2.26%
2,000,000	HYP-BANK ESSEN 3.00 04-08 17/06A	EUR	2,006,141.00	4.52%
1,000,000	HYP-BANK ESSEN -A71Z- 3.25 04-08 19/05A	EUR	1,011,551.00	2.28%
1,000,000	HYPO REAL EST-P- 4035 2.75 03-06 17/07A	EUR	1,004,059.00	2.26%
500,000	LANDESBK BERLIN S233 3.00 03-06 09/05A	EUR	503,268.82	1.13%
1,500,000	MUENCHENER HYPO BK598 2.75 04-07 27/04A	EUR	1,503,623.82	3.39%
1,500,000	NRW.BANK -7712- 3.00 03-06 06/11A	EUR	1,512,791.25	3.41%
1,000,000	SEB HYPOTHEKENBK 325 2.75 04-07 05/03A	EUR	1,002,665.13	2.26%
2,000,000	WUERTTEMBERB HYP.1049 3.25 03-06 05/12A	EUR	2,026,050.00	4.57%
<i>Grecia</i>			<i>2,569,944.83</i>	<i>5.79%</i>
1,000,000	GREECE 6.00 99-06 19/02A	EUR	1,039,857.63	2.34%
1,500,000	HELLENIC REPUBLIC 3.50 03-08 18/04A	EUR	1,530,087.20	3.45%
<i>Irlanda</i>			<i>999,526.50</i>	<i>2.25%</i>
1,000,000	WESTLB COVERED BOND 2.75 04-07 05/11A	EUR	999,526.50	2.25%
<i>Italia</i>			<i>4,072,685.81</i>	<i>9.18%</i>
1,500,000	ITALY 2.75 03-06 01/09S	EUR	1,507,742.43	3.40%
1,500,000	ITALY 4.75 01-06 15/03S	EUR	1,542,502.88	3.48%
1,000,000	ITALY BTP 3.50 03-08 15/09S	EUR	1,022,440.50	2.31%
<i>Lussemburgo</i>			<i>1,998,133.50</i>	<i>4.51%</i>
2,000,000	EUROP.INVEST.BK EMTN 2.625 04-07 15/10A	EUR	1,998,133.50	4.51%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,518,331.51</i>	<i>3.42%</i>
1,000,000	ABN AMRO BOWFONDS 3.125 04-07 14/12A	EUR	1,008,477.13	2.27%
500,000	BANK V.NED.GEM.EMTN 3.50 03-08 31/03A	EUR	509,854.38	1.15%
<i>Spagna</i>			<i>4,087,722.75</i>	<i>9.22%</i>
1,000,000	BCO BILBAO VIZCAYA 4.25 02-07 26/09A	EUR	1,038,324.50	2.34%
1,000,000	BSCH 4.00 02-07 01/10A	EUR	1,030,674.25	2.32%
2,000,000	SPAIN 3.00 04-07 30/07A	EUR	2,018,724.00	4.55%
<i>Sudafrica</i>			<i>557,303.68</i>	<i>1.26%</i>
500,000	SOUTH AFRICA 7.00 01-08 10/04A	EUR	557,303.68	1.26%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>1,756,883.07</b>	<b>3.96%</b>
<i>Germania</i>			<i>750,204.94</i>	<i>1.69%</i>
750,000	VOLKSWAGEN FIN SVCS FL.R 04-07 19/01Q	EUR	750,204.94	1.69%
<i>Italia</i>			<i>1,006,678.13</i>	<i>2.27%</i>
1,000,000	AUTOSTRADE SPA EMTN FL.R 04-11 09/06Q	EUR	1,006,678.13	2.27%
<b>Titoli ipotecari e garantiti da attività</b>			<b>1,906,787.72</b>	<b>4.30%</b>
<i>Irlanda</i>			<i>902,562.73</i>	<i>2.03%</i>
447,211	LUSITANO SER.2 CL.A FL.R 03-36 16/11Q	EUR	449,446.75	1.01%
452,886	MAGELLAN MTGS S.2 FL.R 03-36 01/07Q	EUR	453,115.98	1.02%
<i>Italia</i>			<i>1,004,224.99</i>	<i>2.26%</i>
500,000	SIENA MORT.S03-4 -A2- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	502,724.99	1.13%
500,000	SIENA MORT.S03-4 C-B- FL.R 04-38 16/12Q	EUR	501,500.00	1.13%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>40,686,453.32</b>	<b>91.73%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Breve Termine Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>1,220,293.85</b>
Cedole nette da obbligazioni			1,208,594.39
Interessi bancari su conti correnti			11,321.14
Altri redditi			378.32
Spese			<b>468,027.39</b>
Ammortamento delle spese di costituzione	Nota 4		2,228.93
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		246,561.30
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		17,793.76
Tassa d'abbonamento	Nota 5		22,890.37
Spese amministrative			46,911.20
Commissioni di domiciliazione			1,122.69
Onorari			10,664.18
Interessi bancari su conti correnti			1,552.00
Spese d'intermediazione			530.02
Spese di pubblicazione e stampa			21,974.48
Spese bancarie			62,409.71
Altre spese			33,388.75
Reddito netto da investimenti			<b>752,266.46</b>
Perdite nette realizzate da negoziazione di titoli			-151,943.31
Plusvalenze nette realizzate su future			21,437.25
Utile netto realizzato			<b>621,760.40</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			188,653.10
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato			<b>810,413.50</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			30,183,830.21
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>			<i>1,014,030.59</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>			<i>29,169,799.62</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-15,814,733.68
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I</i>			<i>-1,428,275.22</i>
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>			<i>-14,386,458.46</i>
Aumento del patrimonio netto			<b>15,179,510.03</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno			<b>29,173,442.01</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno			<b>44,352,952.04</b>

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

## **Relazione del gestore degli investimenti**

Nel 2004 le obbligazioni convertibili europee sono cresciute soprattutto grazie al rialzo dei mercati azionari. La breve duration delle obbligazioni convertibili (circa 3,5 anni) ha limitato l'effetto positivo della diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato nella zona euro, mentre la continua riduzione della volatilità azionaria ha determinato una significativa perdita di valore della componente opzionaria delle obbligazioni convertibili. Complessivamente, l'indice Exane ECI Europe, che rappresenta il mercato delle obbligazioni convertibili europee e funge da indice di riferimento del comparto, nel corso dell'anno ha guadagnato il 3,18%.

L'elemento che colpisce maggiormente rimane comunque la caduta del cambio del dollaro nei confronti dell'euro (1,35 dollari a fine 2004 rispetto a 1,25 dollari a inizio anno), che ha penalizzato le obbligazioni convertibili europee denominate in dollari, che rappresentano circa il 20% del patrimonio del comparto. In questo contesto, la sottoesposizione verso il dollaro per la maggior parte dell'anno ha consentito al comparto di sovraperformare rispetto all'indice di riferimento, ottenendo un rendimento annuo del 4,22%, al lordo delle commissioni di gestione.

Inoltre, per tutto l'anno la nostra politica di gestione è consistita nel rafforzare i titoli a maggiore convessità a scapito di quelli di tipo più obbligazionario, con un duplice effetto: uno positivo, poiché di fatto il comparto ha approfittato in maggior misura dell'aumento dei mercati azionari, e uno negativo, poiché anche qui di fatto il comparto ha risentito maggiormente della diminuzione della volatilità implicita.

Continuiamo a rilevare queste basse volatilità rispetto alla loro media storica e in relazione ai rischi che gravano sui mercati azionari. In questo contesto, non abbiamo motivi per modificare la nostra politica d'investimento per il 2005.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Prospetti finanziari al 31/12/04

Stato patrimoniale al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Attivo		<b>14,294,980.69</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	13,158,307.24
<i>Prezzo d'acquisto</i>		12,705,828.61
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		452,478.63
Depositi bancari a vista e liquidità		995,755.13
Interessi maturati		136,248.19
Altre voci dell'attivo		4,670.13
Passivo		<b>51,197.12</b>
Altre voci del passivo		51,197.12
Valore netto d'inventario		<b>14,243,783.57</b>

### Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	120,967.320	23,885.450	122,783.660	22,069.110
Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,157,846.580	700,084.190	420,650.160	1,437,280.610

### Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	14,243,783.57	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		22,069.110	120,967.320	22,656.590
Valore d'inventario netto della quota parte		10.10	9.76	9.15
<b>Obbligazionario Convertibile Europeo - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,437,280.610	1,157,846.580	639,809.740
Valore d'inventario netto della quota parte		9.76	9.54	9.05

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			12,518,068.62	87.88%
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>12,518,068.62</b>	<b>87.88%</b>
<i>Francia</i>			<i>4,332,974.25</i>	<i>30.42%</i>
700	ACCOR CV 1.00 02-07 01/01A	EUR	123,605.65	0.87%
2,800	ACCOR CV 1.75 03-08 01/01A	EUR	112,646.47	0.79%
15,181	ALCATEL CV 4.75 03-13 01/01A	EUR	280,882.47	1.97%
920	ARTEMIS CONSEIL CV 1.50 01-07 16/05A	EUR	249,656.98	1.75%
17	ARTEMIS OBLIG.CV EXCH 1.50 99-05 22/02A	EUR	42,850.42	0.30%
2,750	AXA UAP CV 3.75 00-17 01/01A	EUR	593,806.69	4.17%
1,825	CAP GEMINI SA CV -CAP- 2.50 03-10 01/01A	EUR	89,982.04	0.63%
800	COMP.SAINT GOBAIN CV 2.625 02-07 01/01A	EUR	174,684.85	1.23%
2,825	FINANCIERE AGACHE CV 0.00 02-06 13/05U	EUR	209,459.52	1.47%
68	FRANCE TELECOM CV 1.60 04-09 01/01A	EUR	188,067.80	1.32%
900	PERNOD RICARD CV 2.50 02-08 01/01A	EUR	130,977.73	0.92%
2,366	PINAULT-PRINT.RED. CV 2.50 03-08 01/01A	EUR	219,443.24	1.54%
3,300	PUBLICIS GROUP 1.00 02-18 18/01A	EUR	137,612.20	0.97%
5,000	PUBLICIS GROUP CV 0.75 03-08 17/07A	EUR	148,366.56	1.04%
3,300	RALLYE (CASINO) CV 3.25 00-06 30/06A	EUR	490,782.06	3.45%
4,252	RALLYE SA CV 3.75 03-08 01/01A	EUR	203,239.84	1.43%
3,262	SIMETRA OB CV REG 1.50 03-08 26/06A	EUR	115,237.78	0.81%
4,750	THOMSON CV 1.00 00-06 01/01A	EUR	370,857.61	2.60%
2,490	VINCI OBLIGATIONS CV 1.00 01-07 01/01A	EUR	273,332.74	1.92%
94,500	VINCI OBLIGATIONS CV 1.00 01-07 01/01A	EUR	104,582.89	0.73%
2,030	VIVENDI UNIVERSAL CV 1.75 03-08 30/10A	EUR	72,898.71	0.51%
<i>Germania</i>			<i>1,195,391.61</i>	<i>8.39%</i>
100,000	ADIDAS SALOMON INTL 2.50 03-18 08/10A	EUR	130,111.11	0.91%
1,000,000	KFW INT.FINANCE -DTE- 0.75 03-08 08/08A	EUR	1,065,280.50	7.48%
<i>Guernesey</i>			<i>446,636.65</i>	<i>3.14%</i>
300,000	ABB INTL CV(ABB REG) 3.50 03-10 10/09A	CHF	212,441.96	1.49%
120,000	ABB INTL FIN CONV 4.625 02-07 16/05S	USD	91,271.50	0.64%
79,000	FORESTER LTD CV 3.75 02-09 12/11S	GBP	142,923.19	1.00%
<i>Irlanda</i>			<i>471,534.19</i>	<i>3.31%</i>
450,000	UNCRED.ITALIANO CV 2.50 03-08 19/12A	EUR	471,534.19	3.31%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>209,043.71</i>	<i>1.47%</i>
150,000	SCOTTISH CV SUB REG-S FL.R 03-XX 29/07S	USD	118,266.39	0.83%
90,000	STANDARD CHART CV SUB 4.50 00-10 30/03S	EUR	90,777.32	0.64%
<i>Italia</i>			<i>1,081,117.59</i>	<i>7.59%</i>
150,000	CAPITALIA CV 1.625 04-09 07/05A	EUR	156,110.78	1.10%
240,000	FINMECCANICA CV 0.375 03-10 08/08A	EUR	217,158.00	1.52%
500,000	TELECOM ITALIA 1.50 01-10 23/11A	EUR	707,848.81	4.97%
<i>Lussemburgo</i>			<i>848,467.88</i>	<i>5.96%</i>
12,300	ARCELOR SA CV 3.00 02-17 27/06S	EUR	272,220.42	1.91%
322,000	REPCON LUX REG-S CV 4.50 04-11 26/01S	USD	288,435.18	2.02%
250,000	SOGERIM CV 1.00 01-06 15/03A	EUR	287,812.28	2.02%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>2,200,051.44</i>	<i>15.45%</i>
100,000	BMW FINANCE CV -RR- 1.875 04-08 18/12A	EUR	112,748.19	0.79%
150,000	CAIXA CONV 0.25 03-06 03/07A	EUR	163,437.99	1.15%
150,000	DEUTSCHE POST.FIN. CV 2.65 04-07 02/07A	EUR	156,640.64	1.10%
200,000	INFINEON TECNO. CV 4.25 02-07 06/02A	EUR	203,470.35	1.43%
50,000	INFINEON TECNO. CV 5.00 03-10 05/06A	EUR	56,971.08	0.40%
50,000	KONINKLIJKE NUMICO CV 3.00 03-10 11/07A	EUR	70,757.41	0.50%
200,000	LINDE FINANCE BV CV 1.25 04-09 05/05A	EUR	201,916.83	1.42%
500,000	SIEMENS FIN CONV 1.375 03-10 04/06A	EUR	587,445.69	4.12%
200,000	STMICROELEC CV REG-S 0.00 03-13 05/07U	USD	139,021.73	0.98%
177,000	TECNOST INTL CV REG-S 1.00 00-05 03/11A	EUR	197,744.16	1.39%
222,000	XSTRATA CAPITAL CV 3.95 03-10 15/08S	USD	309,897.37	2.18%
<i>Regno Unito</i>			<i>911,922.70</i>	<i>6.40%</i>
380,000	ANGLO AMERICAN CV 3.375 02-07 17/04S	USD	322,044.45	2.26%
150,000	BAA PLC CV 2.625 03-09 19/08S	GBP	224,778.74	1.58%
140,000	BRITISH AEROSPACE CV 3.75 99-06 21/07S	GBP	214,160.89	1.50%
110,000	LEGAL AND GEN.REG-S CV2.75 01-06 18/12S	GBP	150,938.62	1.06%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>506,285.83</i>	<i>3.55%</i>
200,000	KFW INT.FINANCE 0.875 04-07 08/01A	EUR	202,679.75	1.42%
400,000	ROCHE HOLDINGS REGS CV0.00 01-21 25/07U	USD	189,386.21	1.33%
160,000	SWISS AMER.CV REG SUB 3.25 01-21 21/11A	USD	114,219.87	0.80%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertibile Europeo

## Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Svizzera</i>		314,642.77	2.21%
210,000	ADECCO FINANCIAL SERV 0.00 03-13 26/08U	CHF	135,656.41	0.95%
275,000	SUISSE CONFEDERAT. CV 0.25 03-07 19/12A	CHF	178,986.36	1.26%
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			431,068.77	3.03%
<b>Obbligazioni convertibili</b>			<b>431,068.77</b>	<b>3.03%</b>
	<i>Isola di Jersey</i>		259,663.20	1.82%
155,000	HILTON GROUP CONV 3.375 03-10 02/10S	GBP	259,663.20	1.82%
	<i>Paesi Bassi</i>		171,405.57	1.20%
140,000	ASML HOLDING NV CV 5.50 03-10 15/05A	EUR	171,405.57	1.20%
Altri valori mobiliari			209,169.85	1.47%
<b>Obbligazioni</b>			<b>209,169.85</b>	<b>1.47%</b>
	<i>Stati Uniti d'America</i>		209,169.85	1.47%
283	NEWS CORP REGS 144A 0.75 03-23 15/03S	USD	209,169.85	1.47%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>13,158,307.24</b>	<b>92.38%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Convertible Europeo

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>294,775.05</b>
Dividendi netti		1.63
Cedole nette da obbligazioni		288,552.26
Interessi bancari su conti correnti		6,221.16
Spese		<b>319,249.41</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	225,594.27
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	6,825.86
Tassa d'abbonamento	Nota 5	8,506.31
Spese amministrative		31,641.57
Commissioni di domiciliazione		451.56
Onorari		4,059.98
Interessi bancari su conti correnti		1,052.02
Spese d'intermediazione		491.52
Spese di pubblicazione e stampa		8,229.28
Spese bancarie		22,730.07
Altre spese		9,666.97
Perdite nette da investimenti		<b>-24,474.36</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		213,543.86
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-31,003.12
Plusvalenze nette realizzate su future su cambi		65.77
Utile netto realizzato		<b>158,132.15</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		93,402.67
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>251,534.82</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		7,081,545.45
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		240,149.63
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		6,841,395.82
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,310,238.97
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category I</i>		-1,234,455.65
<i>Obbligazionario Convertible Europeo - Category R</i>		-4,075,783.32
Aumento del patrimonio netto		<b>2,022,841.30</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>12,220,942.27</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>14,243,783.57</b>

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

## Relazione del gestore degli investimenti

Per tutto il 2004 i mercati emergenti dell'Europa orientale hanno registrato un andamento brillante, con l'attività sostenuta principalmente dalla tendenza alla ripresa dell'economia. I mercati azionari dell'Ungheria e della Repubblica Ceca hanno guidato la corsa, ciascuno con tassi di crescita di quasi il 57% (oltre il 67% in euro), nettamente superiori rispetto agli altri mercati. Il mercato polacco, che ha tratto anch'esso forza dagli sviluppi macroeconomici, pur subendo ripetute battute d'arresto legate a occasionali incertezze politiche, ha prodotto una performance molto buona (+ 28% circa; oltre il 48% calcolata in euro). In questo scenario complessivamente positivo, il mercato azionario russo è risultato il fanalino di coda.

Inizialmente era sembrato che le azioni russe sarebbero state in grado di ottenere risultati decisamente superiori rispetto agli omologhi titoli dell'Europa orientale. L'abbondanza di dati macroeconomici positivi, le buone notizie societarie e i prezzi storicamente alti del petrolio e dei metalli hanno stimolato l'attività, trasformando il mercato in una piazza ricercata dagli investitori esteri. Inoltre, la rielezione di Vladimir Putin ha fatto aumentare le speranze di una continuazione del processo di riforme, con un conseguente ulteriore slancio al mercato azionario. Ma dopo gli eventi di Yukos, la tendenza positiva si è interrotta. Il colosso petrolifero russo ha ricevuto ingiunzioni fiscali molto pesanti, che hanno scosso l'azienda destabilizzando l'intero mercato. Infine, a dicembre si è verificato lo scenario peggiore tra quelli previsti: Yukos è stata smembrata. In seguito ad una procedura di offerta, il Baikal Finance Group, un gruppo di investitori fino a quel momento sconosciuto, ha acquistato la società petrolifera Yuganskneftegaz per circa 7 miliardi di euro. Il nucleo centrale di Yukos è stato pertanto venduto a un prezzo notevolmente più basso di quello stimato. Poco dopo il Baikal Finance Group è stato rilevato dall'azienda petrolifera statale Rosneft, la cui acquisizione da parte dell'azienda del gas Gazprom è prevista per gennaio 2005. Il caso Yukos ha avuto un effetto molto negativo sui risultati del mercato azionario russo nell'anno. Il guadagno registrato di oltre l'8% (+0,5% calcolato in euro) può essere ritenuto relativamente basso se misurato rispetto all'indice RTS.

Le vicissitudini di Yukos ci hanno portato a riesaminare con attenzione il nostro atteggiamento verso il mercato azionario russo. A questo riguardo, è particolarmente deludente constatare come il caso abbia rivelato la continua esistenza di una tendenza alla corruzione e alla manipolazione del sistema giudiziario russo. È possibile che l'avidità prevalga di nuovo e che altre aziende vengano spinte in simili situazioni senza speranza. In effetti vi è già stato un tentativo di questo tipo. La società di telefonia mobile Vimpelcom, che fa parte di Alpha Group, ha ricevuto richieste artificiose di pagamenti fiscali arretrati architettate per esercitare pressione sulla società. Nonostante questo contenzioso sembri ormai appianato, le preoccupazioni permangono. I soggetti attivi nel mercato sono arrivati al punto di dubitare che Putin abbia ancora il pieno controllo della situazione. A causa delle incertezze politiche, i premi assicurativi per il rischio sono cresciuti sensibilmente e questo in genere indica la necessità di prestare molta attenzione.

Nonostante la difficile situazione, agiamo nella convinzione che il mercato azionario russo sia in condizioni di ipervenduto a breve termine e prevediamo aumenti dei prezzi. Gli investitori esteri sono particolarmente sottopesati in Russia e, se non vi saranno altre notizie negative dal governo, dovrebbero trarre vantaggio dalle favorevoli opportunità di ingresso, con un rapporto prezzo/utigli di mercato intorno a sette. Per garantire la performance a lungo termine del mercato è comunque necessaria chiarezza circa l'atteggiamento del governo nei confronti del mercato dei capitali, considerato che il mercato azionario russo continua a essere molto interessante per gli investitori, proprio grazie al perdurare di prezzi elevati delle commodity, tra cui il petrolio e il gas, che sono eccezionalmente favorevoli per l'economia russa. In questo contesto escludiamo la possibilità di una serie di nazionalizzazioni e prevediamo piuttosto la riforma dei settori del gas, dei servizi di pubblica utilità e della telefonia fissa. Nel complesso è probabile che a lungo termine gli investitori difficilmente eviteranno il mercato azionario russo.

## **Relazione del gestore degli investimenti**

Manteniamo la nostra sovraesposizione verso il mercato azionario russo anche se, nella consapevolezza del rischio dell'allocazione, lo stiamo controbilanciando mediante un'attenta strategia di selezione. In termini di preferenza settoriale, siamo focalizzati su alcune aziende dell'acciaio, su titoli del settore chimico, su produttori di beni di consumo e società di telefonia fissa regionali. Continueremo inoltre a investire in modo selettivo nelle aziende a piccola e media capitalizzazione.

A nostro giudizio nel 2005, anno in cui probabilmente si registrerà un rendimento medio del 10-15%, gli Stati soggetti a convergenza riusciranno a non perdere terreno. La prevedibile volatilità sui mercati dei cambi ridurrà comunque la performance per gli investitori esteri. A parte la Russia, il nostro paese preferito rimane l'Ungheria. Il mercato azionario ungherese continua a essere interessante alla luce delle basse valutazioni e della continua ripresa economica. Inoltre, a livello regionale, rafforzeremo i nostri sforzi di diversificazione. Per diversi mesi abbiamo costituito posizioni in azioni ucraine, che ad oggi hanno ottenuto considerevoli apprezzamenti. Se la formazione del governo procederà senza intoppi, continueremo questo impegno. Inoltre prevediamo di costituire un portafoglio di azioni bulgare e di effettuare investimenti negli Stati baltici.

Al 31 dicembre 2004, circa l'88% del patrimonio del comparto Nord Est Fund – Azionario Europa dell'Est era investito in sei mercati azionari. Per quanto riguarda la selezione dei Paesi, gli investimenti erano così concentrati: circa il 31% in Russia, seguita da Polonia (oltre il 19%) e Ungheria (quasi il 17%). L'esposizione verso la Repubblica Ceca si aggirava intorno al 10%. La parte restante del portafoglio è composta da ulteriori investimenti in Romania e in Estonia.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Attivo			<b>13,070,514.14</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		11,499,444.06
<i>Prezzo d'acquisto</i>			8,651,844.25
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>			2,847,599.81
Depositi bancari a vista e liquidità			1,498,419.91
Altre voci dell'attivo			72,650.17
Passivo			<b>49,679.67</b>
Debiti bancari a vista			1,808.55
Altre voci del passivo			47,871.12
Valore netto d'inventario			<b>13,020,834.47</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Europa Dell'Est - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	74,840.380	108,391.680	119,528.730	63,703.330
Azionario Europa Dell'Est - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	381,119.520	776,392.950	364,092.610	793,419.860

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	13,020,834.47	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		63,703.330	74,840.380	117,444.790
Valore d'inventario netto della quota parte		15.74	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		793,419.860	381,119.520	175,996.190
Valore d'inventario netto della quota parte		15.15	11.13	8.91

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			11,363,850.72	87.27%
<b>Azioni</b>			<b>11,010,785.17</b>	<b>84.56%</b>
<i>Austria</i>				
3,500	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG	EUR	378,640.00	2.91%
2,400	ERSTE BANK	EUR	231,595.00	1.78%
1,500	WIENEBERGER BRAUSTOFFINDUSTRIE AG	EUR	94,320.00	0.72%
<i>Bermuda</i>				
4,000	CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES -A-	USD	52,725.00	0.40%
<i>Estonia</i>				
16,000	HANSABANK	EUR	114,476.18	0.88%
<i>Irlanda</i>				
5,000	CELTIC RESOURCES HOLDINGS PLC	GBP	114,476.18	0.88%
<i>Isola di Jersey</i>				
8,000	HIGHLAND GOLD MINING	GBP	153,760.00	1.18%
<i>Polonia</i>				
5,641	AGORA SA	PLN	28,614.99	0.22%
2,737	CERSANIT-KRASNOSTAW SA	PLN	28,614.99	0.22%
2,600	COMPUTERLAND POLAND	PLN	21,672.22	0.17%
2,800	GRAJEWO	PLN	21,672.22	0.17%
14,000	GRUPA PEKAO	PLN	2,560,200.21	19.66%
17,000	KGHM POLSKA MIEDZ	PLN	78,445.05	0.60%
6,000	ORBIS	PLN	78,401.03	0.60%
75,000	POLISH TELECOM	PLN	70,657.36	0.54%
70,000	POLSKI KONCERN NAFTOWY	PLN	137,103.68	1.05%
80,000	POWSZECHNA KASA OSZCZEDNOSCI BANK POLSKI	PLN	473,007.71	3.63%
<i>Regno Unito</i>				
500	EUREKA MINING PLC	GBP	130,272.98	1.00%
<i>Repubblica Ceca</i>				
55,000	CESKE ENERGETICKE ZAVODY	CZK	36,430.41	0.28%
5,000	KOMERCNI BANKA	CZK	363,569.59	2.79%
<i>Romania</i>				
24,000	BANCA ROMANA PENTRU DEZVOLTARE S.A.	ROL	647,814.91	4.98%
193,013	BANCA TRANSILVANIA S.A.	ROL	544,497.49	4.18%
274,526	IMPACT	ROL	868.73	0.01%
6,000,000	ROMPETROL RAFINARE SA	ROL	868.73	0.01%
1,000,000	SNP PETROM SA	ROL	1,152,130.38	8.85%
<i>Russia</i>				
10,500	GAZPROM ADR REPR.10 SHS REG S	USD	615,103.07	4.72%
9,350	LUK OIL HOLDINGS ADR REPR.4 SHS	USD	537,027.31	4.12%
5,000	MECHEL STEEL GROUP OJSC ADR REPR.3 SHS	USD	336,643.69	2.59%
10,800	MMC NORILSK NICKEL ADR REPR.1SHS	USD	22,768.37	0.17%
2,000	PRIMORSK SHIPPING	USD	46,390.63	0.36%
3,000	ROSTELECOM SPONS.ADR REPR.6 SHS	USD	42,242.61	0.32%
6,000	SEVERSTAL JT STOCK CO ADR REPR.SHS	USD	140,547.40	1.08%
14,000	SIBNEFT ADR REPR.5 SHS	USD	84,694.68	0.65%
7,700	SURGUTNEFTEGAZ.JSC ADR -REPR.50SHS	USD	3,916,592.04	30.08%
2,000	SURGUTNEFTEGAZ.JSC PFD ADR 100 PFD SHS	USD	273,658.32	2.10%
6,000	TATNEFT ADR (REG S2 - 0.2 SHARE)	USD	840,889.07	6.46%
16,000	UES GDR (RAO UNIFIED ENERGY SYSTEM)	USD	82,042.43	0.63%
25,000	URALSVYAZINFORM JSC ADR REPR.200 SHS	USD	440,055.80	3.38%
27,000	VIMPEL COMMUNICATIONS SPONS ADR 3/4 SHS	USD	88,099.26	0.68%
23,000	VOLGATELECOM SPONS AME DEP REC REPR 2SHS	USD	24,095.15	0.19%
1,500	WIMM BILL DANN FOODS	USD	141,839.81	1.09%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
4,000	GOLDEN TELECOM	USD	141,839.81	1.09%
<i>Ungheria</i>				
10,000	BORSODCHEM RT	HUF	141,839.81	1.09%
2,500	EGIS RT	HUF	310,916.97	2.39%
4,000	GLOBUS CANNING INDUSTRY PLC	HUF	211,423.54	1.62%
13,500	MOL MAGYAR OLAY ES GAZIPARI RT -A-	HUF	79,656.41	0.61%
38,831	OTP BANK LTD	HUF	127,699.88	0.98%
5,400	RICHTER GEDEON LTD	HUF	333,602.53	2.56%
<b>Quote parti di fondi</b>			<b>353,065.55</b>	<b>2.71%</b>
<i>Romania</i>				
386,500	SIF 1 BANAT-CRISANA SA	ROL	353,065.55	2.71%
577,500	SIF 5 OLTENIA	ROL	81,590.48	0.63%
			127,051.56	0.98%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est

## Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
546,000	SIF3 TRANSILVANIA S.A.	ROL	144,423.51	1.11%
Altri valori mobiliari			135,593.34	1.04%
<b>Azioni</b>			<b>135,593.34</b>	<b>1.04%</b>
	<i>Regno Unito</i>		<i>58,506.49</i>	<i>0.45%</i>
110,000	ARICOM PLC	GBP	58,506.49	0.45%
	<i>Russia</i>		<i>77,086.85</i>	<i>0.59%</i>
4,000	NORTH WEST TELECOM ADR REPR.50SHS	USD	77,086.85	0.59%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>11,499,444.06</b>	<b>88.32%</b>

Nord Est Fund Azionario Europa Dell'Est  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>158,557.50</b>
Dividendi netti		148,196.24
Interessi bancari su conti correnti		10,361.26
Spese		<b>285,286.17</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	175,468.34
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	13,695.31
Tassa d'abbonamento	Nota 5	5,667.51
Spese amministrative		30,011.58
Commissioni di domiciliazione		276.90
Onorari		2,651.65
Interessi bancari su conti correnti		3,327.00
Spese d'intermediazione		5,744.14
Spese di pubblicazione e stampa		4,565.63
Spese bancarie		21,341.43
Altre spese		22,536.68
Perdite nette da investimenti		<b>-126,728.67</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		255,821.36
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-46,907.43
Utile netto realizzato		<b>82,185.26</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		2,383,326.95
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>2,465,512.21</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		12,003,040.57
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		<i>1,456,098.91</i>
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		<i>10,546,941.66</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-6,542,574.12
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		<i>-1,662,906.39</i>
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		<i>-4,879,667.73</i>
Aumento del patrimonio netto		<b>7,925,978.66</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>5,094,855.81</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>13,020,834.47</b>

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

## **Relazione del gestore degli investimenti**

Nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2004, il portafoglio ha ottenuto in euro un rendimento del +0,95%, a fronte del + 1,11% dell'indice Standard & Poor's 500<sup>1</sup>.

### **Scenario del mercato**

I mercati azionari statunitensi hanno iniziato il periodo in tono positivo, proseguendo nel rally alimentato dall'ottimismo relativamente all'economia e alla crescita degli utili societari. Tuttavia il mercato ha quasi subito incontrato difficoltà, principalmente a causa dell'incertezza politica interna e internazionale, dei timori di aumento dei tassi d'interesse e dell'impennata del prezzo del petrolio. Le azioni hanno avuto un andamento sofferto fino a fine ottobre, chiudendo però poi l'anno positivamente grazie alla netta vittoria nelle elezioni presidenziali, al miglioramento dei dati sull'occupazione e a un livello positivo di inflazione che hanno contribuito ad allentare la percezione del rischio.

Nell'esercizio i titoli value hanno largamente sovraperformato rispetto a quelli growth, oltre a risultare meno volatili, grazie alle performance superiori delle aziende dell'energia e industriali, che costituiscono una parte rilevante dell'universo value. In generale, le azioni a larga capitalizzazione sono rimaste indietro rispetto alle small cap, una tendenza che si è vista spesso (anche se non sempre) nelle prime fasi di una ripresa economica.

### **Analisi strategica: le perdite del settore tecnologico hanno pesato sui guadagni realizzati nei settori sanitario e dei beni di consumo**

La selezione dei titoli nell'area tecnologica ha generato il principale effetto negativo sulla sottoperformance del portafoglio rispetto al benchmark. Veritas Software ha perso circa il 40% del suo valore, penalizzata dalla caduta dei ricavi. La posizione è stata chiusa verso la fine del periodo. BEA Systems, un'altra società di software, ha ottenuto risultati inferiori alle attese a causa della riorganizzazione della forza di vendita che ha attenuato gli effetti del lancio di un nuovo prodotto. Abbiamo deciso di uscire dalla posizione sulla base delle diminuite prospettive di redditività dell'azienda.

Sul fronte positivo, le posizioni del portafoglio nel settore sanitario hanno contribuito alla performance, guidate da UnitedHealth. Il titolo è stato in parte sostenuto dalla crescente accettazione dei suoi prodotti sanitari offerti a prezzi di risparmio. Inoltre, l'assenza di Merck nel portafoglio è stata positiva, poiché il titolo è crollato verso la fine del periodo a seguito del richiamo del farmaco Vioxx. I titoli dei beni di consumo di base presenti nel portafoglio hanno prodotto buone performance in termini assoluti e relativi. CVS è stata particolarmente brillante, sospinta dalla crescita delle vendite dei prodotti farmaceutici e dei prodotti da banco.

### **Per il futuro: adeguamenti tattici basati sul potenziale di redditività economica**

La nostra ricerca di aziende con redditività economica (definita come rendimento del capitale investito al netto del costo del capitale stesso) elevata o in miglioramento ha continuato a guidare il nostro processo di selezione dei titoli. Per quanto riguarda gli ultimi acquisti più rilevanti, abbiamo aggiunto Pioneer Natural Resources, che sta beneficiando degli alti prezzi del metano. Riteniamo che gli abbondanti cash flow dovrebbero sostenere i programmi di riacquisto di azioni proprie da parte dell'azienda. Nell'area finanziaria, abbiamo costituito una posizione in North Fork Bancorp, dove percepiamo l'impatto positivo della recente fusione, compreso il miglioramento del tasso di rendimento del capitale investito. Un'altra nuova partecipazione è quella in Johnson & Johnson, il cui solido profilo economico sarà ulteriormente migliorato dall'acquisizione strategica di Guidant, che dovrebbe risultare in una campagna di marketing ancora più efficace per i suoi prodotti stent. Preferiamo J&J anche per la sua linea di prodotti ampiamente diversificata.

## **Relazione del gestore degli investimenti**

Tra le nostre recenti vendite si annovera Lockheed Martin, per la minaccia causata dai tagli nel bilancio della difesa dei programmi su larga scala, ad esempio in merito al suo aeroplano F-22. Un'altra eliminazione degna di nota è Medtronic, dovuta alle nostre preoccupazioni circa i suoi sforzi per competere in aree come il mercato degli stent medicati. Abbiamo venduto JC Penney per il rischio legato alla transizione del gruppo dirigente, dopo un periodo di miglioramento dell'operatività.

Restiamo fedeli ai nostri criteri di selezione dei titoli, attribuendo molta importanza alle società che riteniamo in grado di sostenere e/o migliorare metodicamente il proprio tasso di rendimento sul capitale investito. Siamo sempre dell'avviso che le società con redditività economica superiore otterranno performance migliori nel corso del tempo.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

1 L'indice S&P 500 è un indice non gestito (senza un obiettivo d'investimento definito) di azioni ordinarie, comprende il reinvestimento dei dividendi ed è un marchio commerciale registrato di McGraw-Hill Co., Inc. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Nord Est Fund Azionario Stati Uniti  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo			<b>9,462,016.16</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		9,287,361.69
<i>Prezzo d'acquisto</i>			9,336,844.71
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-49,483.02
Depositi bancari a vista e liquidità			159,878.48
Altre voci dell'attivo			14,775.99
Passivo			<b>50,752.88</b>
Altre voci del passivo			50,752.88
Valore netto d'inventario			<b>9,411,263.28</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Stati Uniti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	209,088.380	27,900.340	66,003.160	170,985.560
Azionario Stati Uniti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,047,436.200	513,151.810	283,590.460	1,276,997.550

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/04	31/12/03	31/12/02
Patrimonio netto	EUR	9,411,263.28	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		170,985.560	209,088.380	151,028.920
Valore d'inventario netto della quota parte		6.74	6.84	6.95
<b>Azionario Stati Uniti - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		1,276,997.550	1,047,436.200	283,856.230
Valore d'inventario netto della quota parte		6.47	6.67	6.88

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			9,287,361.69	98.68%
<b>Azioni</b>			<b>9,287,361.69</b>	<b>98.68%</b>
<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>				
3,100	KELLOGG	USD	101,641.58	1.08%
<i>Arti grafiche e case editrici</i>				
3,300	GANNETT CO INC	USD	197,937.01	2.10%
7,200	TRIBUNE CO NEW COM.	USD	222,750.17	2.37%
<i>Articoli per ufficio e computer</i>				
1,900	AVERY DENNISON CORP	USD	83,652.45	0.89%
9,900	CISCO SYSTEMS	USD	140,276.04	1.49%
3,800	DELL INC	USD	117,562.59	1.25%
11,200	EMC CORP	USD	122,270.02	1.30%
4,000	NETWORK APPLIANCE INC	USD	97,555.25	1.04%
<i>Assicurazioni</i>				
5,200	ALLSTATE CORP	USD	197,448.06	2.10%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>				
7,300	BANK OF NEW YORK CO INC	USD	179,110.20	1.90%
2,300	CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	USD	142,194.41	1.51%
8,225	CITIGROUP INC	USD	290,933.49	3.09%
1,800	GOLDMAN SACHS GROUP	USD	137,487.70	1.46%
8,350	NORTH FORK BANCORPORATION	USD	176,857.43	1.88%
6,300	US BANCORP	USD	144,861.61	1.54%
5,200	WACHOVIA CORP	USD	200,807.58	2.13%
<i>Biotecnologia</i>				
2,100	BIOGEN IDEC INC	USD	102,695.10	1.09%
2,600	CHARLES RIVER LABORATORIES INTERNATIONAL	USD	87,824.68	0.93%
3,700	GILEAD SCIENCES INC	USD	95,046.62	1.01%
<i>Carta e legno</i>				
2,300	KIMBERLY CLARK	USD	111,124.73	1.18%
8,000	MEADWESTVACO	USD	199,045.59	2.11%
69	NEENAH PAPER INC	USD	1,651.42	0.02%
<i>Chimica</i>				
6,100	DU PONT E I NEMOURS CO	USD	219,664.49	2.33%
5,100	PPG INDUSTRIES INC	USD	255,205.93	2.71%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>				
4,700	ALBERTSON'S INC	USD	82,399.24	0.88%
3,400	BEST BUY CO INC	USD	148,320.97	1.58%
7,300	CVS CORP	USD	241,546.88	2.57%
4,900	MAY DEPARTMENT STORES CO	USD	105,763.16	1.12%
7,000	ROSS STORES INC	USD	148,366.49	1.58%
7,200	TJX COS INC	USD	132,836.06	1.41%
<i>Costruzioni meccaniche</i>				
6,400	AMERICAN STANDARD COS	USD	194,147.27	2.06%
2,600	CATERPILLAR INC	USD	186,128.77	1.98%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>				
4,100	BROADCOM CORPORATION	USD	97,164.67	1.03%
5,700	INTEL CORP	USD	97,880.48	1.04%
<i>Elettronica ed elettrotecnica</i>				
8,400	TYCO INTERNATIONAL	USD	220,406.72	2.34%
<i>Holding e società finanziarie</i>				
11,100	GENERAL ELECTRIC CO	USD	297,445.12	3.16%
4,700	MORGAN STANLEY	USD	191,574.77	2.04%
6,000	PRUDENTIAL FINANCIAL INC	USD	242,096.76	2.57%
<i>Industria aeronautica ed Aerospaziale</i>				
6,600	HONEYWELL INTERNATIONAL	USD	171,577.71	1.82%
2,800	L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS INC	USD	150,555.76	1.60%
2,300	UNITED TECHNOLOGIES CORPORATION	USD	174,513.62	1.85%
<i>Industria alberghiera</i>				
4,600	MC DONALDS CORP	USD	108,271.05	1.15%
<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>				
3,100	BECKMAN COULTER INC	USD	152,462.37	1.62%
2,300	ELI LILLY & CO	USD	95,826.30	1.02%
3,400	JOHNSON JOHNSON	USD	158,305.56	1.68%
<i>Internet e servizi di Internet</i>				
2,000	ADOBE SYSTEMS INC	USD	92,122.46	0.98%

Le note allegato costituiscono parte integrante del presente bilancio

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

## Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
2,300	ELECTRONIC ARTS	USD	104,150.94	1.11%
15,200	MICROSOFT CORP	USD	298,063.28	3.17%
	<i>Metalli non ferrosi</i>			
5,000	ALCOA	USD	115,336.61	1.23%
	<i>Petrolio</i>			
4,000	BURLINGTON RES. INC.	USD	660,691.58	7.02%
9,300	EXXON MOBIL	USD	127,743.92	1.36%
7,100	PIONER NATURAL RESOURCES COMPANY	USD	349,987.52	3.72%
	<i>Salute e servizi sociali</i>			
3,000	UNITEDHEALTH GROUP	USD	182,960.14	1.94%
	<i>Servizi diversi</i>			
3,000	UNITEDHEALTH GROUP	USD	193,884.44	2.06%
11,000	CENDANT CORP	USD	332,054.91	3.53%
5,800	MONSTER WORLDWIDE INC	USD	188,811.39	2.01%
	<i>Tabacco ed alcool</i>			
3,500	ANHEUSER BUSCH COS INC	USD	143,243.52	1.52%
	<i>Tessile ed abbigliamento</i>			
2,700	CINTAS CORP	USD	130,353.87	1.39%
	<i>Trasmissione delle informazioni</i>			
2,900	QUALCOMM INC	USD	86,940.75	0.92%
6,000	VIACOM INC -B- NON-VOTING	USD	86,940.75	0.92%
			250,568.97	2.66%
			90,272.37	0.96%
			160,296.60	1.70%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>9,287,361.69</b>	<b>98.68%</b>

# Nord Est Fund Azionario Stati Uniti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi		<b>135,318.84</b>
Dividendi netti		124,172.49
Interessi bancari su conti correnti		440.54
Altri redditi		10,705.81
Spese		<b>273,758.66</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	172,427.87
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	12,269.38
Tassa d'abbonamento	Nota 5	4,094.98
Spese amministrative		27,911.21
Commissioni di domiciliazione		311.22
Onorari		2,861.00
Interessi bancari su conti correnti		119.99
Spese d'intermediazione		17,619.85
Spese di pubblicazione e stampa		6,213.24
Spese bancarie		14,896.81
Altre spese		15,033.11
Perdite nette da investimenti		<b>-138,439.82</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		64,468.51
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-309,439.52
Perdita netta realizzata		<b>-383,410.83</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		81,541.17
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-301,869.66</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		3,636,028.58
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		193,492.45
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		3,442,536.13
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-2,338,209.73
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		-454,129.37
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		-1,884,080.36
Aumento del patrimonio netto		<b>995,949.19</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>8,415,314.09</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>9,411,263.28</b>

*Nord Est Fund*  
**Azionario Giappone**

## Relazione del gestore degli investimenti

### Analisi del mercato

Il mercato azionario giapponese ha registrato una buona performance verso fine aprile 2004, dopo avere toccato i minimi da inizio anno a febbraio. L'indice TOPIX ha guadagnato circa il 20%, passando da 1.022 a 1.217 punti, sostenuto da alcuni segnali di ripresa economica su base allargata e dal miglioramento degli utili societari. Successivamente le azioni giapponesi sono però scese bruscamente a causa di timori di una restrizione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Cina. Dopo la brusca correzione a maggio, l'indice TOPIX è risalito fino quasi a 1.200 punti, senza riuscire a superare tale soglia. Verso la fine del 2004 il TOPIX ha oscillato in un range ristretto. Alcune preoccupazioni, come l'impennata dei prezzi del petrolio, il marcato apprezzamento dello yen, le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e i segnali di rallentamento economico in Giappone, hanno impedito il rialzo delle quotazioni azionarie.

Per quanto riguarda la performance settoriale, i settori finanziari come i titoli finanziari diversificati, le banche e i titoli immobiliari hanno registrato ottimi rendimenti sull'onda della ripresa dell'economia interna. Contemporaneamente anche i settori delle materie prime, come i prodotti in gomma, vetro/ceramica e petrolio/carbone hanno registrato buone performance, riuscendo a trasferire l'aumento dei costi sul prezzo dei loro prodotti. I tre settori peggiori sono risultati quelli delle misure di sicurezza, della polpa di legno e della carta, dell'informatica e delle telecomunicazioni.

### Analisi delle performance

Nel periodo in esame, abbiamo sovrappesato le società di prestito al consumo, che hanno valutazioni interessanti e stanno beneficiando della ristrutturazione e della deregolamentazione del settore finanziario, le aziende automobilistiche e dei ricambi per auto, i cui utili dovrebbero migliorare fortemente, il settore dei trasporti via terra, relativamente resistente alle variazioni dei cambi e delle condizioni economiche, e il settore delle vendite all'ingrosso, la cui redditività migliorerà grazie all'aumento dei prezzi delle risorse naturali. I settori sottopesati sono stati quello dell'energia elettrica e del gas, che può essere influenzato negativamente dalla deregolamentazione e da un ridotto potere di condizionamento dei prezzi, il settore dei servizi, in cui molte aziende sono sopravvalutate, e il settore dell'informatica e delle telecomunicazioni, che probabilmente dovrà affrontare una maggiore concorrenza e i cui risultati aziendali sono strettamente correlati alle misure normative che devono essere ancora prese.

Nel 2004 la performance del comparto è risultata nettamente inferiore rispetto a quella del benchmark, prevalentemente a causa degli effetti della selezione dei titoli. Per la quale importanti contributi negative sono venuti dai titoli finanziari diversificati, dai macchinari, dalle aziende chimiche, dalle apparecchiature per i trasporti, ecc. Abbiamo anche rilevato che nell'indice TOPIX i titoli delle aziende a bassa capitalizzazione hanno realizzato rendimenti nettamente superiori a quelli delle aziende a larga capitalizzazione, che hanno invece parzialmente frenato la performance del nostro portafoglio.

### Prospettive

Si prevede che la maggior parte delle aziende quotate giapponesi realizzerà una crescita degli utili per tre anni consecutivi a partire dall'esercizio in corso. La domanda è se riusciranno a conseguire una crescita degli utili per quattro anni consecutivi. Dopo lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000, la forza sottostante alla ripresa dell'attività è stata costituita dagli sforzi di ristrutturazione tesi a ridurre il personale, le attività trasferibili, gli immobili e le posizioni in titoli, al fine di abbassare il punto di pareggio. Lo slancio aggiuntivo è dovuto all'espansione dell'economia cinese e di quella mondiale. Le aziende continueranno a ristrutturarsi, ma ulteriori tagli ai costi non potranno generare molti utili. Recentemente molte aziende hanno annunciato programmi di incremento dei dividendi o di riacquisto di azioni proprie, in modo da trasferire gli

## **Relazione del gestore degli investimenti**

utili agli azionisti. Nel giudicare il valore di un'azione, è importante considerare non solo l'espansione dell'attività della società, ma anche la probabilità e il potenziale livello degli utili che la società intende impiegare per i suoi azionisti.

Uno dei principali temi per il prossimo anno fiscale sarà il momento in cui verrà posta fine alla politica dei tassi d'interesse estremamente bassi, anche se il mercato azionario dipende dalla situazione economica e dalle tendenze generali dei prezzi. Vi sono opinioni diverse sul fatto che la Banca del Giappone sosterrà e debba sostenere la politica di allentamento monetario. Questa politica non può comunque durare all'infinito. Considerato il crescente divario dei tassi d'interesse con gli Stati Uniti, prima o poi la fine di questa politica verrà scontata dal mercato. Sostituiremo gradualmente i titoli del settore finanziario con azioni di società immobiliari.

Lussemburgo, 11 aprile 2005

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

Nord Est Fund Azionario Giappone  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>7,993,023.99</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	7,700,027.48
<i>Prezzo d'acquisto</i>		7,887,445.08
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-187,417.60
Depositi bancari a vista e liquidità		176,922.82
Altre voci dell'attivo		116,073.69
Passivo		<b>80,852.98</b>
Altre voci del passivo		80,852.98
Valore netto d'inventario		<b>7,912,171.01</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Azionario Giappone - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	204,367.890	87,258.470	40,087.310	251,539.050
Azionario Giappone - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	676,188.370	696,812.130	481,129.940	891,870.560

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	7,912,171.01	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		251,539.050	204,367.890	113,988.330
Valore d'inventario netto della quota parte		7.15	7.16	6.90
<b>Azionario Giappone - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		891,870.560	676,188.370	169,710.080
Valore d'inventario netto della quota parte		6.86	6.98	6.83

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			7,621,558.07	96.33%
<b>Azioni</b>			<b>7,621,558.07</b>	<b>96.33%</b>
<i>Alimenti e bevande analcoliche</i>				
9,000	NIPPON MEAT PACKERS INC., OSAKA	JPY	88,974.70	1.12%
<i>Articoli per ufficio e computer</i>				
21,000	FUJITSU LTD	JPY	181,301.69	2.29%
18,000	NEC CORP (NIPPON DENKI)	JPY	99,693.51	1.26%
<i>Assicurazioni</i>				
15,000	MITSUI SUMITOMO INSURANCE CO LTD	JPY	81,608.18	1.03%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>				
15,000	MITSUI SUMITOMO INSURANCE CO LTD	JPY	95,017.38	1.20%
22,000	DAIWA SECURITIES GROUP INC	JPY	95,017.38	1.20%
2,800	DIAMOND LEASE	JPY	511,641.88	6.47%
1,700	JAFCO	JPY	115,871.38	1.46%
4,450	PROMISE CO LTD	JPY	79,714.95	1.01%
<i>Case di trading varie</i>				
12,000	ITOCHU CORP	JPY	84,213.15	1.06%
35,000	MITSUI CO.LTD	JPY	231,842.40	2.93%
<i>Chimica</i>				
17,000	ASAHI KASEI CORPORATION	JPY	269,415.19	3.41%
24,000	DAICEL CHEMICAL INDUSTRIES LTD	JPY	40,483.81	0.51%
5,900	HITACHI CHEMICAL CO LTD	JPY	228,931.38	2.89%
3,700	JSR CORP	JPY	476,781.54	6.03%
20,000	MITSUBISHI RAYON	JPY	62,070.90	0.78%
37,000	TORAY INDUSTRIES INC	JPY	99,074.30	1.25%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>				
5,800	AEON CO LTD	JPY	77,014.61	0.97%
3,400	MATSUMOTOKIYOSHI CO LTD	JPY	59,120.74	0.75%
2,400	SHIMAMURA CORP	JPY	53,095.85	0.67%
<i>Costruzioni meccaniche</i>				
4,000	DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	126,405.14	1.60%
32,000	KUBOTA CORP	JPY	269,023.73	3.40%
28,000	NTN CORP	JPY	70,590.44	0.89%
<i>Edilizia e materiali da costruzione</i>				
5,000	DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	JPY	70,661.61	0.89%
9,000	KANDENKO CO LTD	JPY	127,771.68	1.61%
11,000	SEKISUI CHEMICAL CO	JPY	317,151.63	4.01%
4,000	TAIKISHA LTD	JPY	84,270.09	1.07%
11,000	TODA CORP	JPY	115,700.56	1.46%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>				
3,900	CANON INC	JPY	117,180.98	1.48%
2,100	ELPIDA MEMORY INC	JPY	222,255.25	2.81%
500	HIROSE ELECTRIC CO	JPY	41,458.89	0.52%
20,000	HITACHI LTD	JPY	36,576.35	0.46%
8,000	MATSUSHITA ELECTRIC IND.	JPY	58,640.31	0.74%
1,400	MURATA MANUFACTURING CO LTD	JPY	46,433.96	0.59%
8,300	NICHICON CORP	JPY	39,145.74	0.49%
1,100	NINTENDO CO LTD	JPY	1,159,718.06	14.66%
11,000	RICOH COMPANY LTD.	JPY	153,501.11	1.94%
900	ROHM CO LTD	JPY	60,683.01	0.77%
6,000	SHARP CORP	JPY	42,633.27	0.54%
2,500	TDK CORP	JPY	101,067.17	1.28%
1,000	TOKYO ELECTRON LTD	JPY	92,583.22	1.17%
<i>Holding e società finanziarie</i>				
8,900	JFE HOLDINGS INC	JPY	57,494.41	0.73%
39	MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL GROUP INC	JPY	77,801.08	0.98%
81	MIZUHO FINANCIAL GROUP ONC	JPY	100,761.12	1.27%
44	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP INC	JPY	154,782.24	1.96%
<i>Industria dell'imballaggio</i>				
16,000	TOMOKU CO LTD	JPY	67,003.27	0.85%
<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>				
10,000	FUJISAWA PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	71,444.53	0.90%
6,300	TAKEDA PHARMA	JPY	135,052.79	1.71%
<i>Industria orologiaia</i>				
6,000	CITIZEN WATCH LTD ACT.	JPY	44,910.84	0.57%
7,000	HORIBA	JPY	1,004,753.61	12.70%

# Nord Est Fund Azionario Giappone

## Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Internet e servizi di Internet</i>		348,806.30	4.41%
1,800	FUJI SOFT ABC INC	JPY	43,430.41	0.55%
4,100	ITOCHU TECHNO SCIENCE	JPY	119,643.60	1.51%
1,900	KONAMI CO LTD	JPY	32,117.30	0.41%
19	NET ONE SYSTEMS CO	JPY	57,743.52	0.73%
3,000	TIS INC	JPY	95,871.47	1.21%
	<i>Metalli non ferrosi</i>		56,967.72	0.72%
12,000	DOWA MINING CO LTD	JPY	56,967.72	0.72%
	<i>Petrolio</i>		88,312.78	1.12%
24	INPEX CORP	JPY	88,312.78	1.12%
	<i>Pneumatici e gomma</i>		87,117.06	1.10%
6,000	BRIDGESTONE CORP	JPY	87,117.06	1.10%
	<i>Servizi diversi</i>		54,348.52	0.69%
2,300	NICHII GAKKAN CO	JPY	54,348.52	0.69%
	<i>Società immobiliari</i>		203,806.94	2.58%
23,000	MITSUI FUDOSAN	JPY	203,806.94	2.58%
	<i>Trasmissione delle informazioni</i>		235,913.55	2.98%
29	KDDI CORP	JPY	113,935.44	1.44%
20	NIPPON TEL. TEL.	JPY	65,480.14	0.83%
42	NTT DOCOMO	JPY	56,497.97	0.71%
	<i>Trasporti</i>		442,289.88	5.59%
16,000	ALL NIPPON AIRWAYS CO LTD	JPY	40,654.63	0.51%
7,000	SEINO TRANSPORTATION CO LTD	JPY	47,828.97	0.60%
65	WEST JAPAN RAILWAY COMPANY	JPY	191,529.41	2.42%
15,000	YAMATO TRANSPORT CO LTD	JPY	162,276.87	2.05%
	<i>Veicoli stradali</i>		931,892.01	11.78%
4,300	AISIN SEIKI CO	JPY	79,419.58	1.00%
6,700	FUTABA INDUSTRIAL CO LTD	JPY	85,311.37	1.08%
5,400	HONDA MOTOR	JPY	204,084.52	2.58%
6,400	KEIHIN CORP	JPY	77,209.63	0.98%
38,900	NISSAN MOTOR	JPY	308,429.97	3.90%
2,700	NOK CORP	JPY	61,686.56	0.78%
3,900	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	115,750.38	1.46%
	Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati		78,469.41	0.99%
	<b>Azioni</b>		<b>78,469.41</b>	<b>0.99%</b>
	<i>Servizi diversi</i>		78,469.41	0.99%
4,500	DAIICHIKOSHO CO LTD	JPY	78,469.41	0.99%
	<b>Totale portafoglio titoli</b>		<b>7,700,027.48</b>	<b>97.32%</b>

# Nord Est Fund Azionario Giappone

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Proventi		<b>77,075.17</b>
Dividendi netti		76,653.49
Interessi bancari su conti correnti		138.54
Altri redditi		283.14
Spese		<b>271,148.86</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6	150,841.03
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9	10,923.94
Tassa d'abbonamento	Nota 5	4,565.66
Spese amministrative		27,912.06
Commissioni di domiciliazione		308.78
Onorari		2,495.88
Interessi bancari su conti correnti		29.13
Spese d'intermediazione		16,541.76
Spese di pubblicazione e stampa		5,036.18
Spese bancarie		43,411.00
Altre spese		9,083.44
Perdite nette da investimenti		<b>-194,073.69</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli		325,969.93
Minusvalenze nette realizzate su cambi		-113,276.04
Utile netto realizzato		<b>18,620.20</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti		-425,972.79
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		<b>-407,352.59</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		5,887,752.01
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		669,299.32
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		5,218,452.69
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-3,750,072.14
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		-308,659.46
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		-3,441,412.68
Aumento del patrimonio netto		<b>1,730,327.28</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		<b>6,181,843.73</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno		<b>7,912,171.01</b>

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

## Relazione del gestore degli investimenti

Nel corso del 2004 le obbligazioni aziendali denominate in euro hanno prodotto un rendimento del 7,16%, a fronte dell'apprezzamento delle emissioni governative europee del 7,61%. La sovraperformance dei titoli di Stato rispetto alle emissioni societarie è riconducibile alla duration superiore dell'indice governativo in un contesto di diminuzione dei rendimenti, che per i titoli di Stato a 10 anni sono infatti scesi dal 4,33% di inizio anno al 3,68% di fine esercizio, dopo aver toccato il livello più alto a quota 4,43% nel mese di giugno.

Le emissioni di obbligazioni aziendali denominate in euro hanno totalizzato 923 miliardi di euro nel 2004, con un incremento di circa il 17% su base annua. Il settore banche e finanza ha registrato l'aumento più consistente, nell'ordine del 40% rispetto al 2003.

Malgrado gli elevati volumi delle nuove emissioni, nel corso dell'anno i differenziali di rendimento degli asset swap hanno evidenziato una contrazione rispetto all'indice e, nonostante un primo trimestre relativamente debole, sono scesi da 27 punti base a inizio anno a 20 punti base a fine 2004. Il restringimento dei differenziali su base annua ha interessato la maggior parte dei settori a eccezione del comparto automobilistico. I pubblici servizi e le assicurazioni hanno mostrato una dinamica particolarmente brillante, poiché la posizione di duration relativamente lunga si è rivelata vincente nell'ambito del recupero del mercato.

L'ottimo andamento delle emissioni societarie è in parte attribuibile alla crescita del comparto dei Cdo (collateralised debt obligations). L'espansione del mercato di questi prodotti strutturati ha avuto un impatto tecnico positivo sui titoli obbligazionari sottostanti e la vivace domanda ha di fatto posto un tetto a un eventuale ampliamento dei differenziali di rendimento delle emissioni aziendali. Questo fattore ha influito notevolmente sull'evoluzione delle obbligazioni societarie europee nel corso dell'anno.

A gennaio, alla luce delle buone prospettive delle emissioni aziendali denominate in euro nel quadro di una crescita economica non inflazionistica, il fondo ha adottato una posizione di sottopeso nei comparti con rating più alto, come titoli sovrnazionali e Pfandbriefe, e un corrispondente sovrappeso nei settori banche e telecomunicazioni. Poiché i titoli di Stato sembravano quotare a prezzi equi, a inizio anno il portafoglio deteneva una posizione di duration neutra.

Nel mese di febbraio, considerate le previsioni positive per le emissioni aziendali, abbiamo aumentato la ponderazione del fondo nei titoli industriali finanziando l'investimento mediante una riduzione del sovrappeso del settore bancario, che aveva messo a segno una robusta performance.

A marzo, quando i rendimenti del decennale governativo erano scesi in prossimità del 4%, abbiamo ridotto la duration del portafoglio di 6 mesi rispetto al benchmark. Malgrado gli elevati livelli valutativi, i rendimenti sono diminuiti ulteriormente e il fondo ha sottoperformato l'indice di riferimento su base mensile.

In aprile i rendimenti dei titoli di Stato hanno fatto segnare un netto aumento, poiché la Banca Centrale Europea ha deluso le aspettative dei mercati per un taglio dei tassi d'interesse. I rendimenti dei governativi a 10 anni sono quindi tornati su valori a nostro avviso equi e il fondo ha registrato una netta sovraperformance, dopo la quale abbiamo riportato a neutralità la posizione di duration. Nel corso del mese abbiamo nuovamente assunto un sovrappeso nel settore bancario, che dal punto di vista valutativo presentava un interessante profilo di rischio/rendimento rispetto ai comparti industriali. Questo intervento è stato finanziato mediante il ridimensionamento dell'esposizione alle emissioni collateralizzate.

Nel mese di maggio i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono saliti a seguito del vigoroso incremento dell'occupazione al netto dell'agricoltura e della crescita superiore alle attese del Pil del primo trimestre.

## Relazione del gestore degli investimenti

Il fondo ha adottato una posizione di duration superiore al benchmark di 0,5 anni dopo che i rendimenti dei governativi europei a 10 anni hanno toccato quota 4,21%. Il leggero calo dei rendimenti intervenuto a giugno non è bastato a controbilanciare l'impatto negativo della selezione dei titoli in portafoglio causata dal deterioramento del clima di fiducia nel comparto delle obbligazioni societarie e il fondo ha accusato una lieve sottoperformance su base mensile.

A luglio abbiamo mantenuto la sovraesposizione alla duration, ritenendo eccessivi i timori di un'impennata inflazionistica e continuando a prevedere una crescita economica moderata. Nel corso del mese abbiamo incrementato la posizione del fondo nelle telecomunicazioni, in virtù del miglioramento dei fondamentali e delle valutazioni relativamente interessanti del settore. L'operazione è stata finanziata tramite una riduzione degli investimenti nelle emissioni sovranazionali e collateralizzate, che a nostro avviso avevano ormai espresso il loro pieno potenziale.

Nel mese di agosto i rendimenti delle obbligazioni governative a 10 anni sono scesi dal 4,20% al 4,02% e la posizione di duration lunga è stata riportata a neutralità a quota 4,06%. Abbiamo altresì aumentato ulteriormente le partecipazioni nei comparti telecom e banche a fronte di un ulteriore assottigliamento della posizione nei titoli sovranazionali, quotati a prezzi relativamente elevati.

Nel mese di settembre la maggior parte delle classi di attivo ha registrato un andamento volatile, ma gli occhi degli investitori sono rimasti puntati sul forte rincaro dei prezzi del petrolio, che hanno fatto segnare nuovi massimi, e sui segnali di una possibile interruzione temporanea del ciclo di inasprimento monetario avviato dalla Federal Reserve. Nel corso del mese sono proseguiti i dati congiunturali sotto tono e gli economisti hanno cominciato a ridurre le previsioni sulla crescita e sui tassi d'interesse. I rendimenti obbligazionari si sono mantenuti all'interno di un intervallo ristretto e il fondo ha conservato la posizione di duration neutra. Durante il mese abbiamo ridotto l'esposizione del portafoglio ai titoli industriali, in vista del possibile andamento deludente dei risultati aziendali nel quarto trimestre, e abbiamo reinvestito i proventi nel comparto bancario, settore di carattere difensivo che continuava a offrire buone opportunità di valore relativo.

A ottobre, in un clima di elevata volatilità, il costante aumento dei prezzi del petrolio ha eroso la propensione al rischio degli investitori. Il conseguente ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni non governative ha pertanto determinato una leggera sottoperformance mensile per il fondo. La posizione di duration del portafoglio è rimasta neutra, poiché le valutazioni negative e gli indicatori tecnici erano compensati dal nostro giudizio sui fondamentali europei, meno ottimistico rispetto alle previsioni di consenso. Abbiamo ridotto ulteriormente l'esposizione del fondo nel comparto industriale, ritenendo che il continuo rincaro dei prezzi delle materie prime avrebbe potuto influire negativamente sul risultato operativo delle imprese del settore.

Il mese di novembre si è rivelato positivo per la maggior parte delle classi di attivo, in quanto il ribasso delle quotazioni del greggio e la riconferma di George W. Bush alla Casa Bianca per un secondo mandato hanno dato slancio alla propensione al rischio. Questo quadro ha favorito le obbligazioni societarie, che hanno sovraperformato le emissioni governative. I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni hanno mostrato un'ulteriore flessione, portandosi su livelli estremamente contenuti sia su base storica che rispetto agli altri mercati internazionali. A quota 3,75% abbiamo pertanto assunto una posizione di duration corta di 6 mesi. Nel corso del mese abbiamo anche limato il sovrappeso nelle telecomunicazioni per realizzare i guadagni generati dal robusto apprezzamento del settore. I proventi dell'operazione sono stati reinvestiti in comparti difensivi quali le emissioni sovranazionali e collateralizzate in vista di un possibile ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni aziendali, che si collocavano su livelli particolarmente modesti.

## Relazione del gestore degli investimenti

Nel mese di dicembre è proseguita la contrazione dei rendimenti dei titoli di Stato e il fondo ha subito una lieve sottoperformance ascrivibile alla posizione di duration corta.

Il rafforzamento dei mercati obbligazionari è stato alimentato dalla domanda eccezionalmente robusta che ha interessato sia le emissioni governative che quelle aziendali in vista della chiusura dell'anno. Rispetto ai mesi precedenti il portafoglio ha subito variazioni di minore entità concentrate sull'alleggerimento dell'esposizione al settore auto, alla luce delle crescenti aspettative di riduzione del rating di General Motors dalla categoria investment grade a quella ad alto rendimento.

### Prospettive di mercato

Secondo le nostre previsioni, nel 2005 la crescita europea dovrebbe attestarsi in linea con quella registrata nel 2004 a quota 1,8%. Anche lo spaccato del Pil dovrebbe confermarsi analogo a quello dello scorso anno, fatta eccezione per un contributo leggermente superiore da parte degli investimenti e un apporto lievemente inferiore da parte delle esportazioni nette. A nostro avviso la spesa per consumi si manterrà stabile in area 1,3%, mentre molti osservatori si aspettano un ulteriore deterioramento.

La Banca Centrale Europea dovrebbe lasciare invariati i tassi d'interesse al 2% per la maggior parte del 2005, con un possibile incremento di 25 punti base verso la fine dell'anno. Riteniamo improbabile che l'autorità monetaria decida di tagliare il costo del denaro, alla luce dell'abbondante liquidità in circolazione nel sistema e della continua crescita del credito al settore privato.

Rimaniamo dell'opinione che le valutazioni dei titoli di Stato siano eccessive e scontino un futuro calo dell'inflazione. L'impulso impresso al mercato dalla forza dell'euro e dalla domanda tecnica di obbligazioni a dicembre verrà meno nei prossimi mesi e di conseguenza continuiamo ad aspettarci un aumento dei rendimenti del decennale verso quota 4% nel corso dell'anno. In caso di ulteriore diminuzione dei rendimenti a un livello pari o inferiore al 3,5%, provvederemo a incrementare il sottopeso della duration portandolo a un anno.

Adottiamo un atteggiamento di cautela nei confronti delle prospettive di breve termine dei differenziali di rendimento delle obbligazioni aziendali. Le valutazioni del comparto societario europeo appaiono assai elevate, soprattutto in ambito internazionale, anche tenendo conto dei livelli storicamente bassi della volatilità. È inoltre probabile che le nuove emissioni riacquistino slancio nei prossimi mesi, nel quadro dei programmi attuati dalle imprese per soddisfare il fabbisogno finanziario dell'anno in corso. Tuttavia, nel breve periodo i Cdo dovrebbero continuare a sostenere il mercato, arginando un eventuale ampliamento dei differenziali. In virtù del nostro orientamento improntato alla cautela, in questo scorcio d'anno il fondo ha assunto un posizionamento relativamente difensivo.

Per quanto riguarda il 2006, ci aspettiamo una crescita economica intorno al 2% attribuibile a un miglioramento della spesa per consumi e investimenti, a una riduzione degli stimoli provenienti dal settore pubblico e a un leggero contributo positivo da parte delle esportazioni nette derivante da un indebolimento dell'euro. Le pressioni inflazionistiche rimarranno contenute e l'indice dei prezzi al consumo dovrebbe mantenersi in linea con i livelli del 2005 in area 1,5%.

This communication is directed only at investment professionals, and should not be distributed to, or relied upon by private investors.

Past performance is not a guide to future performance. The value of your investment may fall as well as rise and are not guaranteed.

The commentary in this report reflects the general market view of AEGON Investment Management UK Ltd and should not be taken as a recommendation or advice as to how any market is likely to perform.

AEGON Asset Management includes AEGON Asset Management UK plc (No 113505) and AEGON Investment Management UK Ltd (No 212159). Both are registered in Scotland and have their Registered Offices at AEGON House, Edinburgh Park, Edinburgh EH12 9SA.

AEGON Asset Management UK plc is authorised and regulated by the Financial Services Authority.

Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate  
**Prospetti finanziari al 31/12/04**

Stato patrimoniale al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Attivo		<b>32,513,543.46</b>
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	31,197,788.75
<i>Prezzo d'acquisto</i>		30,867,912.67
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		329,876.08
Depositi bancari a vista e liquidità		485,448.24
Interessi maturati		711,878.62
Altre voci dell'attivo		118,427.85
Passivo		<b>71,724.10</b>
Altre voci del passivo		71,724.10
Valore netto d'inventario		<b>32,441,819.36</b>

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/04 al 31/12/04

	Quote parti circolanti al 01/01/04	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/04
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	192,638.230	309,615.010	490,488.970	11,764.270
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,917,192.170	1,209,386.760	347,696.130	2,778,882.800

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	<b>31/12/04</b>	<b>31/12/03</b>	<b>31/12/02</b>
Patrimonio netto	EUR	32,441,819.36	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		11,764.270	192,638.230	11,016.030
Valore d'inventario netto della quota parte		12.00	11.24	10.68
<b>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</b>		EUR	EUR	EUR
<b>Quote parti a capitalizzazione</b>				
Numero di quote parti		2,778,882.800	1,917,192.170	1,113,162.730
Valore d'inventario netto della quota parte		11.62	11.03	10.57

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale			30,072,218.99	92.70%
<b>Obbligazioni</b>			<b>26,848,977.88</b>	<b>82.76%</b>
<i>Danimarca</i>				
450,000	NYKREDIT REALKREDIT 4.901 04-XX 22/09A	EUR	470,624.62	1.45%
<i>Francia</i>				
500,000	DEXIA MUNICIPAL AGENCY 4.25 01-07 12/01A	EUR	1,471,399.48	4.54%
300,000	PARIBAS SUB 5.625 98-08 07/08A	EUR	516,156.97	1.59%
250,000	SOCIETE GENERALE 6.625 00-15 27/04A	EUR	325,802.45	1.00%
300,000	VEOLIA ENVIRONN.EMTN 5.375 03-18 28/05A	EUR	303,533.52	0.94%
<i>Germania</i>				
1,475,000	DEPFA 4.75 02-07 16/07A	EUR	325,906.54	1.00%
1,600,000	EUROHYPO -734- 5.00 98-06 26/04A	EUR	6,181,728.65	19.05%
300,000	EWE AG 4.875 04-19 14/10A	EUR	1,548,328.69	4.77%
2,575,000	KFW INT.FINANCE 4.75 01-06 18/08A	EUR	1,652,445.60	5.09%
<i>Isola di Jersey</i>				
300,000	AIG SUNAMERICA INSTIT 5.125 02-07 10/05A	EUR	312,428.74	0.96%
<i>Italia</i>				
800,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.375 04-19 29/01A	EUR	2,668,525.62	8.23%
<i>Lussemburgo</i>				
3,000,000	EUROP.INVEST.BK 3.50 02-05 15/10A	EUR	315,849.45	0.97%
450,000	GLENCORE FINANCE 5.375 04-11 30/09A	EUR	315,849.45	0.97%
<i>Paesi Bassi</i>				
300,000	ABN AMRO BANK 6.25 00-10 28/06A	EUR	842,540.40	2.60%
400,000	DEUTSCHE TELEKOM INTL 6.375 01-06 11/07A	EUR	842,540.40	2.60%
300,000	ENBW INTL FINANCE 4.875 04-25 16/01A	EUR	3,480,831.28	10.73%
350,000	RWE FINANCE EMTN 6.25 01-16 20/04A	EUR	3,028,821.75	9.34%
250,000	TELEFONICA EUROP EMTN 5.125 03-13 14/02A	EUR	452,009.53	1.39%
<i>Regno Unito</i>				
750,000	BRITISH TELECOM 6.375 01-06 15/02A	EUR	1,755,363.00	5.41%
450,000	GALLAHER GROUP PLC 5.875 98-08 06/08A	EUR	341,861.78	1.05%
350,000	HAMMERSON 6.25 01-08 20/06A	EUR	421,367.68	1.30%
650,000	HBOS TREASURY SERV. 4.25 04-14 23/09A	EUR	305,591.56	0.94%
300,000	KINGFISHER PLC -38- 4.50 03-10 21/10A	EUR	414,856.32	1.28%
700,000	MMO2 PLC -EMTN- 6.375 02-07 25/01A	EUR	271,685.66	0.84%
750,000	NETWORK RAIL FIN EMTN 3.125 04-09 30/03A	EUR	5,680,715.42	17.51%
1,050,000	NORTHERN ROCK PLC 3.50 04-09 04/05A	EUR	780,933.23	2.41%
450,000	VODAFONE GROUP EMTN 4.625 02-08 31/01A	EUR	489,298.95	1.51%
<i>Spagna</i>				
1,000,000	AYT CEDULAS CAJAS II 4.5 01-08 28/11A	EUR	382,752.52	1.18%
400,000	AYT CEDULAS CAJAS VIII 4.25 04-19 18/11A	EUR	673,991.34	2.08%
1,500,000	BSCH 4.00 02-07 01/10A	EUR	312,674.92	0.96%
1,100,000	CEDULAS TDA I 3.25 03-10 19/06A	EUR	749,029.54	2.31%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
400,000	AMERICAN GENERAL -A- 4.625 04-11 22/06A	EUR	753,353.91	2.32%
325,000	CITIGROUP 5.00 04-19 02/08A	EUR	1,067,140.72	3.29%
250,000	FORD MOTOR CREDIT 4.875 04-10 15/01A	EUR	471,540.29	1.45%
480,000	FREDDIE MAC 5.25 00-06 15/01A	EUR	4,106,688.77	12.66%
275,000	FREDDIE MAC 5.75 00-10 15/09A	EUR	1,053,632.38	3.25%
300,000	GMAC EMTN 5.375 04-11 06/06A	EUR	405,884.65	1.25%
375,000	HOUSEHOLD FINANCE 6.50 02-09 05/05A	EUR	1,546,011.38	4.77%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>				
<i>Francia</i>				
700,000	FRANCE TELECOM REG-S FL.R 01-08 14/03A	EUR	1,101,160.36	3.39%
<i>Isola di Jersey</i>				
300,000	HSBC CAP FDG FL.R 03-XX 31/12A	EUR	2,543,236.81	7.84%
<i>Italia</i>				
300,000	UNICREDITO ITALEMTN FL.R 04-19 22/09A	EUR	419,538.50	1.29%
<i>Regno Unito</i>				
200,000	AVIVA PLC SUB FL.R 03-XX 29/09A	EUR	348,616.13	1.07%
450,000	HBOS EMTN FL.R 03-XX 14/10A	EUR	250,196.82	0.77%
400,000	HBOS PLC SUB EMTN FL.R 04-19 30/10A	EUR	493,934.35	1.52%
450,000	ROYAL BK OF SCOTLAND FL.R 03-16 28/01A	EUR	309,474.92	0.95%
<i>Stati Uniti d'America</i>				
200,000	ZURICH FINANCE SUB FL.R 03-23 02/10A	EUR	297,690.49	0.92%
			423,785.60	1.31%
			<b>3,223,241.11</b>	<b>9.94%</b>

# Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/04

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari negoziati in altri mercati regolamentati			1,125,569.76	3.47%
<b>Obbligazioni a tasso variabile</b>			<b>1,125,569.76</b>	<b>3.47%</b>
	<i>Regno Unito</i>		<i>1,125,569.76</i>	<i>3.47%</i>
600,000	ABBEEY NATL FL.R 00-XX 28/09A	EUR	705,591.98	2.17%
350,000	BARCLAYS BANK SUB FL.R 00-XX 29/04A	EUR	419,977.78	1.29%
<b>Totale portafoglio titoli</b>			<b>31,197,788.75</b>	<b>96.17%</b>

Nord Est Fund Obbligazionario Euro Corporate  
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/04 al 31/12/04

*Valori espressi in EUR*

Proventi			<b>1,245,782.12</b>
Cedole nette da obbligazioni			1,233,281.90
Interessi bancari su conti correnti			9,377.97
Altri redditi			3,122.25
Spese			<b>515,537.81</b>
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 6		361,424.22
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 9		13,696.82
Tassa d'abbonamento	Nota 5		16,529.15
Spese amministrative			41,004.86
Commissioni di domiciliazione			829.25
Onorari			8,192.77
Interessi bancari su conti correnti			6.54
Spese d'intermediazione			523.08
Spese di pubblicazione e stampa			16,551.06
Spese bancarie			28,457.43
Altre spese			28,322.63
Reddito netto da investimenti			<b>730,244.31</b>
Proventi netti realizzate da negoziazione di titoli			469,869.26
Minusvalenze nette realizzate su cambi			-3,120.29
Utile netto realizzato			<b>1,196,993.28</b>
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti sugli investimenti			204,624.62
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato			<b>1,401,617.90</b>
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione			17,323,735.50
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>			3,554,949.93
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>			13,768,785.57
Riscatto di quote parti a capitalizzazione			-9,588,253.02
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>			-5,668,632.66
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>			-3,919,620.36
Aumento del patrimonio netto			<b>9,137,100.38</b>
Patrimonio netto all'inizio dell'anno			<b>23,304,718.98</b>
Patrimonio netto a fine dell'anno			<b>32,441,819.36</b>

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

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004

### 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 2004, erano stati attivati dodici comparti:

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

Al 31 dicembre 2004 erano in circolazione soltanto quote ad accumulazione dei proventi.

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

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

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

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004**

**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 2004 sono stati utilizzati i seguenti tassi di cambio per le principali valute:

1	EUR	=	1.3621	USD
1	EUR	=	0.70505	GBP
1	EUR	=	1.5429	CHF
1	EUR	=	140.500615	JPY
1	EUR	=	9.0206	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.

**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.

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 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.

### 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.

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

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004

### 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 2004 erano in essere i seguenti commissioni:

#### NORD EST FUND

#### Commissioni di gestione

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

### 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 2004, alcuni comparti avevano assunto i seguenti impegni:

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

	<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
Acquisto	EUR 10,827,526.13		
Vendita	USD 13,673,000.00	26/01/05	790,637.37
Acquisto	EUR 984,019.52		
Vendita	USD 1,250,000.00	26/01/05	66435.93
Acquisto	EUR 1,739,588.43		
Vendita	USD 2,312,000.00	26/01/05	42,416.25
Acquisto	EUR 1,382,674.44		
Vendita	USD 1,885,000.00	26/01/05	<u>(1,053.66)</u>
		Totale	898,435.89

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004

<b>7. OPERAZIONI IN FUTURE SU CAMBI (segue)</b>
---

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

		<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
Acquisto	EUR	10,000.00		
Vendita	USD	12,605.30	23/02/05	749.93
Acquisto	EUR	70,000.00		
Vendita	USD	88,169.20	23/02/05	5,299.36
Acquisto	EUR	7,375,742.56		
Vendita	USD	9,303,503.51	23/02/05	548,606.96
Acquisto	EUR	480,000.00		
Vendita	USD	606,364.80	23/02/05	35,034.55
Acquisto	EUR	50,000.00		
Vendita	USD	62,949.00	23/02/05	3,806.54
Acquisto	EUR	200,000.00		
Vendita	USD	251,802	23/02/05	15,221.77
Acquisto	EUR	180,000.00		
Vendita	USD	227,246.40	23/02/05	13,241.03
Acquisto	USD	242,801.00		
Vendita	EUR	190,000.00	23/02/05	(11,825.71)
Acquisto	USD	203,964.80		
Vendita	EUR	160,000.00	23/02/05	(10,324.98)
Acquisto	USD	127,322.00		
Vendita	EUR	100,000.00	23/02/05	(6,567.64)
Acquisto	USD	636,780.50		
Vendita	EUR	500,000.00	23/02/05	(32,713.04)
Acquisto	EUR	230,000.00		
Vendita	USD	296,510.25	23/02/05	12,411.46
Acquisto	EUR	90,000.00		
Vendita	USD	116,210.70	23/02/05	4,720.88
Acquisto	EUR	20,000.00		
Vendita	USD	25,834.50	23/02/05	1,041.81
Acquisto	EUR	120,000.00		
Vendita	USD	154,989.60	23/02/05	6,263.67
Acquisto	EUR	300,000		
Vendita	USD	388,747.50	23/02/05	14,724.22
Acquisto	USD	425,973.90		
Vendita	EUR	330,000.00	23/02/05	(17,406.79)
Acquisto	USD	283,685.60		
Vendita	EUR	220,000.00	23/02/05	(11,822.57)
Acquisto	USD	116,037.00		
Vendita	EUR	90,000.00	23/02/05	(4,848.40)
Acquisto	USD	141,847.75		
Vendita	EUR	110,000.00	23/02/05	(5,907.66)
Acquisto	USD	26,626.40		
Vendita	EUR	20,000.00	23/02/05	(460.43)
Acquisto	USD	601,344.00		
Vendita	EUR	450,000.00	23/02/05	(8,707.91)
Acquisto	USD	597,802.50		
Vendita	EUR	450,000.00	23/02/05	(11,307.94)

# Nord Est Fund

## Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004

### Nord Est Fund – Obbligazionario Paesi Emergenti (segue):

		<u>Importo</u>	<u>Scadenza</u>	<u>Plus o (minus) valenza non realizzata in EUR</u>
Acquisto	EUR	210,000.00		
Vendita	USD	282,004.80	23/02/05	3,052.31
Acquisto	EUR	150,000.00		
Vendita	USD	201,577.50	23/02/05	2,073.40
Acquisto	EUR	70,000.00		
Vendita	USD	94,031.70	23/02/05	995.34
Acquisto	EUR	150,000.00		
Vendita	USD	202,513.50	23/02/05	1,386.23
Acquisto	EUR	120,000.00		
Vendita	USD	162,022.80	23/02/05	1,100.17
Acquisto	EUR	160,000.00		
Vendita	USD	216,080.80	23/02/05	1,429.89
Acquisto	EUR	40,000.00		
Vendita	USD	54,003.20	23/02/05	369.95
Acquisto	EUR	400,000.00		
Vendita	USD	535,255.60	23/02/05	7,206.19
Acquisto	EUR	90,000.00		
Vendita	USD	122,520.60	23/02/05	88.40
Acquisto	EUR	110,000.00		
Vendita	USD	149,988.30	23/02/05	(68.81)
Acquisto	EUR	160,000.00		
Vendita	USD	218,108.80	23/02/05	(58.98)
Acquisto	EUR	50,000.00		
Vendita	USD	68,108.00	23/02/05	<u>19.01</u>
			Totale	556,822.21

### 8. OPERAZIONI IN FUTURE

Al 31 dicembre 2004, 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>				
(2)	EURO BOND 03/05	EUR	(237,180.00)	(700.00)
8	LONG GILT 03/05	GBP	1,265,839.30	4,311.75
(5)	US 2 YEARS 03/05	USD	(769,377.25)	975.06
(16)	US 10 YEARS 03/05	USD	<u>(1,314,881.43)</u>	<u>(3,120.18)</u>
	Totale		(1,055,599.38)	1,466.63

Al 31 dicembre 2004, il comparto Nord Est Fund – Obbligazionario Euro 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>				
2	EURO SCHATZ 03/05	EUR	212,080.00	(570.00)
(5)	EURO BOBL 03/05	EUR	<u>(564,500.00)</u>	<u>850.00</u>
	Totale		(352,420.00)	280.00

**Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2004**

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

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

**10. PRONTO CONTRO TERMINE**

Il 31 dicembre 2004 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	2,359,415.60	6.56
Azionario Stati Uniti	EUR	267,968.58	2.89

**11. SOFT COMMISSIONS**

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

**12. VARIAZIONI NELLA COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO**

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