



NEF

Fonds Commun de Placement

Relazione annuale certificata

al 31/12/11

R.C.S. Luxembourg B 69705

Sommario

	Pagina
Struttura Organizzativa ed Amministrativa	3
Consiglio d'Amministrazione	4
Relazione della Società di revisione contabile	5
Consolidato	7
NEF - Azionario Globale	10
NEF - Azionario Euro	18
NEF - Azionario Paesi Emergenti	25
NEF - Obbligazionario Globale	32
NEF - Obbligazionario Euro	45
NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti	54
NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro	61
NEF - Obbligazionario Convertibile	68
NEF - Azionario Europa Dell'Est	75
NEF - Azionario Stati Uniti	82
NEF - Azionario Giappone	89
NEF - Obbligazionario Euro Corporate	98
NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)	114
NEF - Flessibile	121
NEF - Immobiliare	128
NEF - Raiffesen Return	137
NEF - Raiffesen Vario	142
Note ai prospetti finanziari	147
Informazione complementare (non-certificata)	161

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

Struttura Organizzativa ed Amministrativa

SEDE LEGALE

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

Schroder Investment Management Limited
31 Gresham Street,
London EC2V 7QA, United Kingdom

GESTORI

Bank Vontobel AG (dal 16 maggio 2011)
Gotthardstrasse 43,
CH-8022 Zürich, Switzerland

DWS Investment GmbH
2, Boulevard Konrad Adenauer
L-1115 Luxembourg

Amundi (in precedenza Amundi Asset Management)
90, Boulevard Pasteur
F-75015 Paris, France

Invesco Asset Management S.A., Italian Branch
Via Cordusio,2
20123 Milano, Italy

Amundi - London Branch
41 Lothbury
EC2R London, United Kingdom

Fischer Francis Trees & Watts UK Limited
5 Aldermanbury Square London
London EC2V 7BP, United Kingdom

Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H
Schwarzenbergplatz 3,
A - 1010 Vienna, Austria

SOCIETA DI REVISIONE
PricewaterhouseCoopers S.à r.l.
400, Route d'Esch
L-1471 Luxembourg

Feri Family Trust GmbH
Rathausplatz 8-10,
D-61348 Bad Homburg v.d.H, Germany

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

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

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

Franklin Templeton Investment Management
Limited (UK).
The Adelphi, 1-11 John Adam Street,
London WC2N 6HT, United Kingdom

SOTTO GESTORE DEGLI INVESTIMENTI
European Investors Inc.
717 Fifth Avenue
New York 10022, United States

BlackRock Investment Management (UK)
33 King William Street
London EC4R 9AS, United Kingdom

SOTTO CONSIGLIERE DEGLI INVESTIMENTI PER I
COMPARTIMENTI RAIFFEISEN RETURN E
RAIFFEISEN VARIO
Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige SpA
Via Laurin 1
IT-39100 Bolzano, Italy

Vontobel Asset Management Inc.
450 Park Avenue, 7th Floor
New York, NY 10022, United States

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

BANCA DEPOSITARIA, AGENTE DOMICILIATARIO
ED AMMINISTRATIVO
CACEIS Bank Luxembourg
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

Consiglio d'Amministrazione

PRESIDENTE DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

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

VICE-PRESIDENTE DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE

Mr Mario Sartori, General Manager
Cassa Centrale Banca - Credito Cooperativo del Nord Est
Via Segantini, 5
IT-38100 Trento, Italia

AMMINISTRATORI

Mr Roberto Rigato, General Manager
Banca Alto Vicentino - Credito Cooperativo
Via Pista dei Veneti, 14
IT-36015 Schio VI, Italia

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

Mr Danilo Vitali, Business Development Director (dal 11 maggio 2011)
CACEIS Bank Luxembourg
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

Mrs Francesca De Bartolomeo, Business Development Director (fino al 18 gennaio 2011)
CACEIS Bank Luxembourg
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

Mr Giuseppe Maset, General Manager
Banca di Monastier e del Sile
Via Roma, 21/a
IT-31050 Monastier (TV), Italia

Mr Gilberto Noacco, General Manager
Credito Cooperativo Friuli
Viale Duodo, 5
IT-33100 Udine, Italia

Mr Vittorio Canciani Battain, General Manager
Banca S. Biagio del Veneto Orientale di Cesarolo, Fossalta di Portogruaro
Banca di Credito Cooperative s.c.
Viale Venezia, 1
IT- 30025 Fossalta di Portogruaro (VE), Italia



Relazione della Società di revisione contabile

Agli Azionisti di
NEF

Abbiamo sottoposto a revisione i bilanci annuali di NEF e di ciascun comparto. Essi comprendono il prospetto del patrimonio netto e il portafoglio titoli al 31 dicembre 2011, il prospetto delle operazioni e delle variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso in tale data e inoltre la sintesi dei principali criteri contabili e altre note integrative al bilancio stesso.

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

Il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione è responsabile della stesura e imparziale presentazione di tali bilanci, in conformità alle leggi e ai regolamenti del Lussemburgo in materia di redazione dei rendiconti finanziari ed è altresì responsabile dei controlli dallo stesso Consiglio d'Amministrazione della Società di Gestione ritenuti necessari per consentire la preparazione e la presentazione dei bilanci senza false dichiarazioni sostanziali dovute a dolo o errore.

Responsabilità della Società di revisione

Nostra responsabilità è esprimere un parere riguardo ai suddetti bilanci sulla base della nostra revisione. Abbiamo eseguito la revisione in conformità ai principi contabili internazionali adottati dall'Institut des Réviseurs d'Entreprises. Tali principi ci impongono di osservare una serie di norme etiche e di pianificare ed eseguire la revisione per poter affermare con ragionevole certezza che i bilanci sono privi di dichiarazioni sostanzialmente inesatte.

Ogni revisione prevede l'adozione di procedure volte a raccogliere le prove degli importi e delle dichiarazioni contenute nei bilanci. Le procedure adottate sono a giudizio della Società di revisione e dipendono, altresì, dalla valutazione dei rischi della presenza in bilancio di dichiarazioni sostanzialmente inesatte, dovute tanto a frode quanto a errori. Nel compiere le sue valutazioni, la Società di revisione tiene conto dei controlli interni sulla stesura e imparziale presentazione dei bilanci da parte dell'ente al fine di definire procedure idonee alle circostanze, ma non a quello di esprimere un parere sull'efficacia di tali controlli interni. Ogni revisione comprende, inoltre, la valutazione dell'adeguatezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime contabili operate dal Consiglio d'Amministrazione della Società di Gestione, oltre che una valutazione della presentazione dei bilanci nel loro complesso.

Riteniamo che le prove da noi raccolte siano sufficienti e appropriate quale base per esprimere un parere.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l., 400 Route d'Esch, B.P. 1443, L-1014 Luxembourg
T: +352 494848 1, F: +352 494848 2900, www.pwc.lu

Cabinet de révision agréé. Expert-comptable (autorisation gouvernementale n°00123693)
R.C.S. Luxembourg B 65 477 - Capital social EUR 516 950 - TVA LU17564447



Parere

A nostro parere, il suddetto bilancio fornisce un quadro veritiero e imparziale della situazione finanziaria di NEF e di ciascun comparto alla data del 31 dicembre 2011, oltre che dei risultati della gestione e delle variazioni del patrimonio netto per l'esercizio chiuso in tale data, in conformità alle leggi e ai regolamenti del Lussemburgo in materia di redazione dei rendiconti finanziari.

Altre considerazioni

Le informazioni aggiuntive incluse nella relazione annuale sono state da noi esaminate nell'ambito del nostro mandato, ma non sono state sottoposte a specifiche procedure di revisione secondo i principi sopra descritti. Non esprimiamo pertanto alcun parere su tali informazioni. Su di esse, tuttavia, non abbiamo neppure osservazioni da fare nel quadro dei bilanci nel loro complesso.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.
Rappresentata da

Lussemburgo, 20 aprile 2012

Valérie Piastrelli

NEF

Consolidato

NEF
Consolidato
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		914,043,644.62
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	857,597,580.36
<i>Prezzo d'acquisto</i>		823,895,637.51
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		33,701,942.85
Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2,9	75,031.73
<i>Opzioni acquistate a prezzo d'acquisto</i>		122,818.29
Depositi bancari a vista e liquidità		35,470,105.21
Depositi vincolati		6,900,538.33
Interessi maturati		7,142,608.93
Crediti verso broker per vendita titoli		2,180,774.15
Sottoscrizioni da regolare		2,588,709.77
Dividendi da incassare		473,175.63
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	341,474.17
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	85,660.27
Plusvalenze non realizzate su swaps	Nota 2,12	87,559.85
Crediti verso cambio corto termine		1,083,004.35
Altre voci dell'attivo		17,421.87
Passivo		11,356,011.50
Opzioni vendute a prezzo di mercato	Nota 2,8	-1,199.92
<i>Opzioni vendute a prezzo d'acquisto</i>		9,533.00
Debiti bancari a vista		2,273,219.07
Debiti verso broker per acquisto titoli		1,705,877.04
Tassa d'abbonamento	Nota 4	101,093.11
Rimborsi chiesti e non regolati		2,701,224.61
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	1,867,927.38
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	388,589.19
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,103,274.14
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	35,871.36
Cambio a pronti da pagare		55,039.43
Debiti verso cambio corto termine		1,083,950.97
Altre voci del passivo		41,145.12
Valore netto d'inventario		902,687,633.12

NEF Consolidato

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		27,829,323.58
Dividendi netti	Nota 2	10,544,229.90
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	16,780,020.96
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	93,819.51
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	21,046.92
Altri proventi finanziari	Nota 2, 11	346,925.08
Altri redditi		43,281.21
Spese		20,102,077.69
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	13,621,345.66
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	553,750.01
Tassa d'abbonamento	Nota 4	405,489.30
Spese amministrative		816,048.61
Commissioni di domiciliazione		10,216.71
Interessi bancari su conti correnti		47,517.47
Spese legali		22,401.23
Spese di transazioni	Nota 2	1,445,209.55
Spese di pubblicazione e stampa		76,711.75
Spese di banca corrispondente	Nota 2	1,987,593.05
Altre spese		1,115,794.35
Reddito netto da investimenti		7,727,245.89
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-2,573,958.51
- opzioni	Nota 2	118,408.78
- future su cambi	Nota 2	-7,051,955.24
- future	Nota 2	-3,479,720.91
- swaps	Nota 2	134,998.50
- cambi	Nota 2	-2,011,582.89
Perdita netta realizzata		-7,136,564.38
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-41,234,993.39
- opzioni		-87,321.14
- future su cambi		-230,486.15
- future		-142,702.84
- swaps		99,603.77
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-48,732,464.13
Dividendi distribuiti	Nota 13	-232,538.58
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		343,843,950.57
Sottoscrizione di quote parti a distribuzione		25,098,012.74
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-361,058,235.96
Riscatto di quote parti a distribuzione		-1,670,695.65
Diminuzione del patrimonio netto		-42,751,971.01
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		945,439,604.13
Patrimonio netto a fine dell'anno		902,687,633.12

NEF
- Azionario Globale

NEF - Azionario Globale

Relazione del Manager

Analisi dei mercati

L'anno che si è appena concluso è stato un anno difficile per l'economia mondiale; l'economia statunitense ha segnato il passo, il Giappone è stato colpito da un terribile terremoto e la crisi del debito sovrano in Europa si è aggravata. Nonostante questi sconvolgimenti, l'ottima performance sui mercati emergenti ha consentito all'economia globale di crescere del 3.5% nel 2011; questo risultato dovrebbe ripetersi anche nel 2012 perché la crescita della Cina e la ripresa dell'economia negli USA compenseranno una probabile recessione in Europa.

Nel 2011 i mercati mondiali sono stati dominati dai temi macroeconomici riguardanti la crisi del debito sovrano in Europa e dalla poca determinazione degli uomini politici statunitensi che non riescono a mettere a punto un piano per ridurre il deficit di bilancio.

La crisi europea ha avuto un pesante impatto sugli spread di paesi dallo scarso peso economico come Grecia, Irlanda e Portogallo, e su paesi con economie più consistenti come l'Italia. Se fallisse un paese come l'Italia, le banche europee, che detengono gran parte dei titoli di debito, si troverebbe in grandi difficoltà.

Le turbolenze finanziarie in Europa rimangono il maggior rischio per l'economia globale. Tuttavia, anche gli USA devono sviluppare un piano credibile per affrontare il problema del deficit di bilancio. I politici statunitensi sembrano perseguire una continua strategia del rischio calcolato che potrebbe trascinarsi fino alle elezioni del prossimo anno e creare maggiore volatilità sui mercati.

Analisi delle performance

Nel 2011 il fondo ha sottoperformato il suo benchmark dell' 8.13% (-10.59% rispetto a -2.46%), principalmente a causa del suo posizionamento difensivo e dell'elevata quota di liquidità. L'impatto negativo è riconducibile alla posizione sovrappesata sul Giappone, nonché alla sovrapponderazione di utility, sanità e informatica. La posizione sovrappesata su euro, materiali e telecomunicazioni hanno fornito un contributo positivo alla performance.

In particolare, il fondo ha messo a segno una buona performance nel primo trimestre, mentre è stato deludente nel secondo e nel terzo trimestre a causa della sua posizione sottopesata sul dollaro statunitense e sui beni di prima necessità. Non si sono verificate deviazioni di stile in questo anno.

L'allocazione regionale del fondo si è concentrata molto di più sui titoli azionari europei nel primo semestre, ma quando i problemi del debito sovrano nell'UE sono peggiorati, i titoli azionari europei sono finiti maggiormente sotto tiro. In considerazione di quanto appena esposto, il peso dell'Europa all'interno del fondo è stato ridotto verso la fine del anno.

Visto il rafforzamento del dollaro statunitense rispetto all'euro, il fondo ha fornito un contributo negativo alla performance; questo effetto è stato mitigato dalla buona performance relativa del mercato azionario statunitense.

I principali elementi catalizzatori a livello settoriale sono stati la posizione di sovrappeso sulle utility e sul settore sanitario, oltre a una forte posizione sottopesata nei titoli finanziari.

L'ampia posizione di NEF - AZIONARIO GLOBALE nelle large cap ha avuto un effetto positivo sulla performance nell'ultimo trimestre grazie alla ripresa del mercato nei settori difensivi.

Prospettive

A seguito delle difficili condizioni del terzo trimestre i mercati hanno già anticipato un rallentamento dell'attività economica.

NEF - Azionario Globale

Relazione del Manager (segue)

Quali sono le buone notizie? Visto che le valutazioni azionarie hanno quasi raggiunto i minimi storici e i tassi d'interesse sono ai minimi storici, è probabile un miglioramento delle valutazioni azionarie, a condizione però che non si verifichi un'altra recessione. Le grandi società hanno già recuperato terreno: dispongono infatti di ingenti quantità di liquidità in eccesso e possono scegliere tra diverse opzioni: aumentare i dividendi, riacquistare le proprie azioni investendo in immobili, stabilimenti e personale oppure ingrandirsi attraverso le acquisizioni.

Tuttavia, viste le valutazioni così basse, in questo momento stanno aumentando i dividendi per far apparire le loro valutazioni ancora più appetibili, stanno riacquistando le loro azioni, oppure rilevano i loro concorrenti con premi significativi perché sono convenienti. Sul breve periodo, ciò non favorisce l'occupazione, uno dei fattori cruciali che necessitano di un miglioramento. Visti i bassi tassi d'interesse, le aziende potrebbero sfruttare le agevolazioni nel contrarre i prestiti per ampliare la loro attività, e gli investitori potrebbero sentirsi incentivati, non appena rientreranno i timori, a cercare rendimenti migliori e a puntare sulle azioni.

Le valutazioni in molti settori e titoli riflettono una marcata flessione degli utili. I rischi di un ulteriore aggravamento della crisi del debito europeo con implicazioni negative per l'economia non accennano a scomparire, anche se le recenti misure varate dalle autorità monetarie dovrebbero alleggerire la situazione.

Continuiamo a intravedere delle opportunità derivanti dalla normalizzazione degli elevati premi per il rischio avvenuta a seguito delle recenti variazioni al portafoglio azionario.

Riteniamo che inizino ad evidenziarsi opportunità di valore nei nostri settori sovrappesati e nei relativi titoli.

Informazioni di carattere generale

Le informazioni contenute in questo documento non costituiscono consulenza in materia di investimenti, né produzione o diffusione di ricerca, ma una mera descrizione dei prodotti. Per maggiori dettagli sul fondo/comparto si deve far riferimento al prospetto d'offerta ed al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (c.d. KIID), integrato in ogni caso dai più recenti rendiconti annuali e relazione semestrale, nonché dal modulo di sottoscrizione con il relativo allegato, che congiuntamente rappresentano la documentazione vincolante per l'acquisto di quote/azioni del fondo/comparto in Italia. Gli stessi documenti possono essere richiesti sia in formato elettronico che cartaceo a DWS Investment GmbH (Mainzer Landstrasse 178-190, 60327 Francoforte sul Meno, Germania), DWS Investment S.A. (2, Boulevard Konrad Adenauer, 1115 Lussemburgo), Deutsche Bank AG Filiale di Milano. (Sede Amministrativa - Via M. Gioia, 8, 20124 Milano), ai Soggetti Incaricati del Collocamento e ai Soggetti Incaricati dei Pagamenti. Sono inoltre disponibili sul sito www.DWS.it.

Tutte le opinioni date riflettono le attuali valutazioni di DWS Investments e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. DWS Investments non è da ritenersi responsabile per l'accuratezza, la completezza e l'appropriatezza delle informazioni provenienti da terzi soggetti, contenute in questo documento.

Le performance sono calcolate secondo il criterio dei rendimenti time-weighted, escludendo le commissioni di sottoscrizione. I costi individuali quali le commissioni e le altre spese non sono state incluse e inciderebbero negativamente se lo fossero. Le performance sono rappresentate al lordo degli oneri fiscali vigenti in Italia. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le quote/azioni dei fondi/comparti possono essere offerte per l'acquisto o vendute nelle giurisdizioni in cui la vendita o l'offerta sono consentite.

Le quote/azioni dei fondi/comparti non possono essere offerte per l'acquisto o vendute negli USA o a/per conto di cittadini USA o persone USA domiciliate negli USA. Questo documento e le informazioni in esso contenute non possono essere distribuite negli USA. La distribuzione e la pubblicazione di tale documento, così come l'offerta o la vendita delle quote/azioni del fondo/comparto potrebbero essere soggette a restrizioni in altre giurisdizioni. Ad uso esclusivo interno, degli intermediari e dei promotori finanziari. Il documento non costituisce sollecitazione, né può essere consegnato o impiegato per finalità di sollecitazione.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Globale

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		30,588,329.10
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	24,317,927.25
<i>Prezzo d'acquisto</i>		25,684,426.68
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-1,366,499.43
Depositi bancari a vista e liquidità		5,119,119.97
Crediti verso broker per vendita titoli		720,096.23
Sottoscrizioni da regolare		11,619.90
Dividendi da incassare		36,726.31
Plusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	341,474.17
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	41,365.27
Passivo		586,205.36
Debiti verso broker per acquisto titoli		478,876.13
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,720.35
Rimborsi chiesti e non regolati		52,304.97
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	46,364.12
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	1,733.19
Cambio a pronti da pagare		1,718.47
Altre voci del passivo		1,488.13
Valore netto d'inventario		30,002,123.74

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Globale - Category I Quote parti a capitalizzazione	49,279.942	15,060.239	12,938.420	51,401.761
Azionario Globale - Category R Quote parti a capitalizzazione	5,286,550.297	1,722,254.223	1,235,918.673	5,772,885.847

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	30,002,123.74	30,763,628.79	27,508,812.36
Azionario Globale - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		51,401.761	49,279.942	357,679.185
Valore d'inventario netto della quota parte		5.82	6.44	5.72

NEF - Azionario Globale

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	30,002,123.74	30,763,628.79	27,508,812.36
Azionario Globale - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		5,772,885.847	5,286,550.297	4,922,308.413
Valore d'inventario netto della quota parte		5.15	5.76	5.17

NEF - Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			24,227,101.95	80.75%
Azioni			24,227,101.95	80.75%
<i>Antille olandesi</i>			329,961.74	1.10%
6,250	SCHLUMBERGER LTD	USD	329,961.74	1.10%
<i>Austria</i>			162,189.17	0.54%
7,822	OESTERR.ELEKTR.WIRT.AG -A-(VERBUNDGESEL)	EUR	162,189.17	0.54%
<i>Canada</i>			775,281.29	2.58%
5,210	CANADIAN NATURAL RESOURCES	CAD	150,405.98	0.50%
15,380	NEXEN INC	CAD	188,656.68	0.63%
9,910	POTASH CORP OF SASKATCHEWAN INC	USD	316,164.15	1.05%
5,400	SUNCOR ENERGY INC	CAD	120,054.48	0.40%
<i>Francia</i>			2,838,431.21	9.46%
18,850	AXA SA	EUR	189,348.25	0.63%
9,300	BNP PARIBAS SA	EUR	282,255.00	0.94%
6,250	CIE DE SAINT-GOBAIN SA	EUR	185,406.25	0.62%
26,083	FRANCE TELECOM SA	EUR	316,517.21	1.05%
11,210	GDF SUEZ SA	EUR	236,755.20	0.79%
3,955	NEXANS SA	EUR	158,595.50	0.53%
2,396	SAFT GROUPE SA REG SHS	EUR	52,352.60	0.17%
8,360	SANOFI	EUR	474,430.00	1.58%
8,600	VINCI SA	EUR	290,336.00	0.97%
38,560	VIVENDI SA	EUR	652,435.20	2.18%
<i>Germania</i>			2,481,667.60	8.27%
8,600	ALLIANZ SE REG SHS	EUR	635,626.00	2.12%
3,000	DEUTSCHE BANK AG REG SHS	EUR	88,305.00	0.29%
3,830	DEUTSCHE BOERSE NAM.AKT	EUR	155,153.30	0.52%
26,080	DEUTSCHE POST AG REG SHS	EUR	309,830.40	1.03%
60,520	DEUTSCHE TELEKOM AG REG SHS	EUR	536,509.80	1.79%
26,080	E.ON AG REG SHS	EUR	434,753.60	1.45%
7,870	SAP AG	EUR	321,489.50	1.07%
<i>Giappone</i>			1,758,565.27	5.86%
4,300	KYOCERA CORP	JPY	265,638.72	0.89%
8,820	SHIN-ETSU CHEM. CO LTD	JPY	333,610.78	1.11%
20,860	SHISEIDO	JPY	294,579.84	0.98%
35,420	SUMITOMO CORP	JPY	368,339.72	1.23%
10,430	TAKEDA PHARMA CO LTD	JPY	351,830.34	1.17%
3,700	TOKYO ELECTRON LTD	JPY	144,565.87	0.48%
<i>Israele</i>			593,905.56	1.98%
19,040	TEVA PHARMA IND.ADR	USD	593,905.56	1.98%
<i>Italia</i>			61,934.78	0.21%
17,710	PRADA SPA	HKD	61,934.78	0.21%
<i>Paesi Bassi</i>			1,326,015.85	4.42%
83,450	AEGON NV	EUR	258,778.45	0.86%
86,550	ING GROEP NV	EUR	481,218.00	1.61%
18,255	KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS NV	EUR	297,191.40	0.99%
27,120	QIAGEN NV	EUR	288,828.00	0.96%
<i>Regno Unito</i>			2,293,765.75	7.65%
62,610	BARCLAYS PLC	GBP	131,958.47	0.44%
15,640	BHP BILLITON PLC	GBP	351,539.57	1.17%
26,084	GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	459,506.84	1.53%
10,430	OLD MUTUAL	GBP	16,919.25	0.06%
15,640	ROYAL DUTCH SHELL PLC	EUR	440,266.00	1.47%
119,978	SIG	GBP	120,653.08	0.40%
151,800	TUI TRAVEL PLC	GBP	301,310.19	1.00%
220,200	VODAFONE GROUP PLC	GBP	471,612.35	1.58%
<i>Singapore</i>			415,733.81	1.39%
41,723	CITY DEVELOPMENT	SGD	220,782.86	0.74%
80,960	SEMBORP INDUSTRIES LTD	SGD	194,950.95	0.65%
<i>Stati Uniti d'America</i>			9,190,349.68	30.63%
5,210	AIR PRODUCTS CHEMICALS INC	USD	343,024.89	1.14%
7,520	ANADARKO PETROLEUM CORP	USD	443,621.30	1.48%
2,028	APACHE CORP	USD	141,970.97	0.47%
1,965	APPLE INC	USD	615,059.12	2.06%
17,710	AVON PRODUCTS INC. COM.	USD	239,117.17	0.80%
77,600	BANK OF AMERICA CORP	USD	333,453.90	1.11%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Azionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
17,090	COMCAST CORP	USD	313,164.77	1.04%
36,290	CORNING INC	USD	364,049.93	1.21%
15,642	ELI LILLY & CO	USD	502,420.22	1.67%
13,600	EXELIS INC	USD	95,123.27	0.32%
12,160	GILEAD SCIENCES INC	USD	384,657.86	1.28%
1,090	GOOGLE INC	USD	544,115.46	1.82%
15,640	HARTFORD FINANCIAL SERVICES GROUP INC	USD	196,421.67	0.65%
4,110	LABORATORY CORP OF AMERICA HOLDINGS	USD	273,078.83	0.91%
23,084	LINCOLN NATIONAL CORP	USD	346,465.17	1.15%
17,200	MEDTRONIC INC	USD	508,462.79	1.69%
8,230	MOSAIC	USD	320,765.82	1.07%
4,300	MURPHY OIL CORP	USD	185,239.97	0.62%
7,660	PALL CORP	USD	338,332.95	1.13%
7,790	PEPSICO INC	USD	399,464.02	1.33%
38,060	PFIZER INC	USD	636,539.45	2.13%
10,120	PLUM CREEK TIMBER	USD	285,947.29	0.95%
5,760	QUEST DIAGNOSTICS	USD	258,463.25	0.86%
28,680	SYMANTEC CORP	USD	346,890.80	1.16%
13,040	VULCAN MATERIALS CO	USD	396,571.61	1.32%
13,040	WALT DISNEY CO	USD	377,927.20	1.26%
	<i>Svizzera</i>		<i>1,368,229.29</i>	<i>4.56%</i>
10,430	NESTLE SA REG SHS	CHF	463,326.75	1.55%
9,655	TRANSOCEAN LTD	USD	286,463.75	0.95%
41,580	UBS SA REG SHS	CHF	382,415.60	1.27%
20,860	WEATHERFORD IN	USD	236,023.19	0.79%
	<i>Taiwan</i>		<i>631,070.95</i>	<i>2.10%</i>
68,310	EPISTAR CORP	TWD	112,098.50	0.37%
151,800	EVERLIGHT ELECTRONICS CO LTD	TWD	204,167.64	0.68%
162,730	TAIWAN SEMICONDUCTOR MANUFACTURING CO LTD	TWD	314,804.81	1.05%
Altri valori mobiliari			90,825.30	0.30%
	Warrant, Diritti		90,825.30	0.30%
	<i>Regno Unito</i>		<i>90,825.30</i>	<i>0.30%</i>
40,500	UBS LONDON (SIME DARBY) 18.01.14 WAR	USD	90,825.30	0.30%
Totale portafoglio titoli			24,317,927.25	81.05%

NEF - Azionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		704,346.99
Dividendi netti	Nota 2	663,179.56
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	6,036.90
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	34,861.09
Altri redditi		269.44
Spese		828,566.52
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	569,077.60
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	26,175.98
Tassa d'abbonamento	Nota 4	14,763.43
Spese amministrative		30,197.82
Commissioni di domiciliazione		293.56
Interessi bancari su conti correnti		1,472.66
Spese legali		39.88
Spese di transazioni	Nota 2	90,437.85
Spese di pubblicazione e stampa		2,958.92
Spese di banca corrispondente	Nota 2	64,496.16
Altre spese		28,652.66
Perdite nette da investimenti		-124,219.53
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-19,394.71
- future su cambi	Nota 2	-313,097.94
- future	Nota 2	279,578.23
- cambi	Nota 2	-120,600.53
Perdita netta realizzata		-297,734.48
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-3,725,131.36
- future su cambi		545,246.60
- future		30,790.39
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-3,446,828.85
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		9,507,912.17
<i>Azionario Globale - Category I</i>		99,999.99
<i>Azionario Globale - Category R</i>		9,407,912.18
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-6,822,588.37
<i>Azionario Globale - Category I</i>		-85,652.34
<i>Azionario Globale - Category R</i>		-6,736,936.03
Diminuzione del patrimonio netto		-761,505.05
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		30,763,628.79
Patrimonio netto a fine dell'anno		30,002,123.74

NEF
- Azionario Euro

Relazione del Manager

Analisi dei mercati

Dopo un terzo trimestre all'insegna di una grandissima debolezza, i mercati azionari hanno riportato una ripresa nel quarto trimestre del 2011, registrando rendimenti decisamente positivi. Questo risultato non è stato tuttavia sufficiente a riportare in territorio positivo il rendimento annuale e il 2011 si è chiuso con l'indice MSCI EMU in calo del 14.9%. La prima metà del 2011 ha consentito agli investitori di riportare rendimenti positivi malgrado i crescenti disordini nella regione MENA (Medio Oriente e Nord Africa) e il terremoto in Giappone. Con l'arrivo dell'estate, i mercati hanno tuttavia subito un rapido deterioramento, sullo sfondo dei crescenti timori sul debito sovrano, delle ridotte aspettative di crescita economica globale e della flessione delle stime sugli utili europei. Ora, malgrado il sussistere dei problemi del debito, il miglioramento dei dati economici USA e le proposte scaturite dal recente summit della zona euro hanno in qualche modo rasserenato la situazione, determinando, nell'ultimo trimestre, un incremento delle performance dei settori ciclici a livello globale, quali energia, materiali di base e alcune aree del settore industriale. Le aree difensive hanno registrato risultati contrastati, positivi nei settori salute e consumi di base e negativi nei settori telecom e utility e nel travagliato settore finanziario. Il 2011 (e il quarto trimestre) sono stati anche contrassegnati dalle sovraperformance dei titoli large cap sui titoli small cap e dello stile growth rispetto al value.

Performance & Attribuzione

Nel 2011 il Comparto ha registrato una performance negativa del 14.85%, in linea con il Benchmark di riferimento (l'Indice MSCI EMU).

Nel corso dell'anno, le performance hanno beneficiato del sovrappeso nel settore dell'energia, che ha riportato ottimi risultati, soprattutto nel quarto trimestre. Di segno positivo anche il sottopeso nel settore finanziario, rimasto sotto pressione a causa dei timori sul debito sovrano e del continuo processo di deleveraging. A livello di allocazione, risultati positivi sono giunti anche dal sottopeso nel settore delle utility, che potrebbe risentire di un minor potere di determinazione dei prezzi nell'ambito dello sforzo dei governi di proteggere i consumatori già sottoposti a forti tensioni. Il posizionamento di sovrappeso al settore industriale ha penalizzato le performance di portafoglio malgrado il focus sui modelli aziendali di qualità più elevata; anche il sottopeso in beni di consumo di base ha dato esito negativo, alla luce degli ottimi risultati delle società di questo settore nel corso dei lunghi periodi di avversione al rischio che hanno caratterizzato tutto il 2011. Di segno negativo anche l'esposizione di sottopeso al settore salute.

A livello di selezione dei titoli, abbiamo beneficiato delle posizioni nel settore dei beni di consumo discrezionali, dove diverse società di qualità elevata nel comparto dei media hanno riportato risultati particolarmente positivi (Kabel Deutschland, Eutelsat). La selezione dei titoli nel settore industriale ha dato esito positivo, grazie ai contributi delle posizioni di sovrappeso nelle società di beni in conto capitale GEA Group e Bilfinger Berger, nonché della partecipazione alla compagnia aerea low cost Ryanair, che storicamente ha sempre sovraperformato il gruppo dei peer nelle fasi economiche più difficili. La selezione dei titoli nei settori dei materiali di base e IT ha apportato contributi positivi. Fra le note meno positive, abbiamo risentito della selezione dei titoli nel settore salute, dove eravamo sottopesati in alcune farmaceutiche large cap che hanno beneficiato della fuga verso i titoli più "sicuri" nel corso dell'estate (Sanofi). Anche la selezione dei titoli nel settore finanziario ha penalizzato i risultati, in quanto le banche KBC, Intesa Sanpaolo e BNP Paribas hanno risentito dell'esposizione alla crisi del debito sovrano in Europa.

Restiamo convinti della validità delle posizioni attuali e crediamo che la nostra enfasi sulla forza degli stati patrimoniali, i flussi di cassa elevati, le capacità manageriali e i modelli aziendali comprovati sia l'approccio migliore all'investimento sullo sfondo della saga infinita della politica europea, che potrebbe causare una certa volatilità nel breve termine ma che rappresenta un'opportunità di acquisto interessante in un'ottica di lungo periodo.

Relazione del Manager (segue)

Principali transazioni

All'inizio del primo trimestre del 2011, abbiamo ridotto il sottopeso nel settore finanziario, incrementando le posizioni nelle banche esposte ai paesi periferici, quali Intesa Sanpaolo, Banco Santander e Société Générale, alla luce delle prospettive di miglioramento della situazione politica nell'Eurozona. Prima della fine del trimestre, abbiamo preso profitto liquidando la posizione in Banca Intesa che aveva riportato un forte rally. Abbiamo quindi acquistato Deutsche Bank, che aveva sottoperformato dopo l'annuncio di un'emissione riservata agli azionisti per finanziare l'acquisto di Deutsche Postbank. Abbiamo incrementato l'esposizione al settore IT, aumentando la posizione in SAP (software) che offre prospettive interessanti grazie alla ripresa delle spese in conto capitale da parte delle aziende e alla vendita di nuovi prodotti.

Nel trimestre successivo, abbiamo ridotto l'esposizione alle utility, vendendo EDF - che aveva risentito di alcuni rischi di natura politica - e Red Electrica, che aveva riportato buone performance. Nel settore finanziario, abbiamo spostato le nostre posizioni a favore delle banche con stati patrimoniali più solidi, vista la crescente probabilità di ulteriori problemi derivanti dall'esposizione alla periferia.

Nel corso del terzo trimestre abbiamo ridotto l'esposizione ai beni di consumo discrezionali, mediante le riduzioni di Nokian Renkaat (componenti auto) e Continental (pneumatici) e la vendita di Mediaset (media). I proventi di queste operazioni sono stati utilizzati per incrementare l'esposizione al settore industriale, dove abbiamo acquistato Bureau Veritas (training e formazione) e Atlantia (gestore di strade a pedaggio).

Infine, nell'ultimo trimestre dell'anno, abbiamo approfittato delle fasi di debolezza del mercato per incrementare le posizioni in società molto solide con prospettive di crescita strutturale sottovalutate sui mercati internazionali - quali Reed Elsevier (casa editrice), Fresenius SE e Merck (salute), PPR (beni di lusso) e Inditex (abbigliamento) - nonché le posizioni in alcune società europee ipervendute ma che vantano modelli aziendali stabili, quali Vinci e Unibail.

Abbiamo inoltre incrementato l'esposizione al settore dell'energia, con nuove posizioni nelle major petrolifere Total ed Eni, che presentavano valutazioni estremamente attraenti grazie alla buona tenuta del prezzo del petrolio malgrado il rallentamento economico globale e che vantano maggiori capacità produttive dopo un periodo di grandi investimenti.

In linea generale, abbiamo ridotto le posizioni in titoli mid cap quali Coca Cola Hellenic Bottling, Tods e Konecranes e altre società cicliche industriali, come Schneider, a riflettere alcuni problemi di esecuzione in un contesto di trading sempre più rischioso. Abbiamo anche ridotto il settore della produzione di alimentari - che aveva riportato ottime performance - mediante la vendita di Danone.

Prospettive di mercato

Nel corso del 2012, il graduale processo verso una soluzione dei problemi del debito sovrano in Europa continuerà a condizionare il *sentiment* degli investitori ed è probabile che sussista una certa volatilità di mercato. Dall'estate scorsa, il portafoglio è posizionato in modo più cauto, in un contesto segnato dall'indebolimento degli utili, dalla recessione in Europa e da continue incertezze politiche.

Gli investitori, tuttavia, anticipano già un considerevole premio al rischio per le attuali incertezze politiche ed economiche e crediamo che la nostra strategia di costruire posizioni su società vincenti nel lungo termine - quelle con modelli aziendali altamente differenziati, stati patrimoniali solidi e crescita strutturale trainata prevalentemente dalla domanda dei mercati internazionali - consentirà di riportare rendimenti attraenti nel medio termine. I titoli di molte di queste società hanno risentito di un forte de-rating nel corso del 2011, sullo sfondo del rallentamento dell'economia globale, ma nel quarto trimestre hanno cominciato a beneficiare del miglioramento dei dati macroeconomici USA e della continua domanda di esportazioni verso il resto del mondo.

Relazione del Manager (segue)

Per quanto riguarda l'esposizione ai mercati interni, siamo molto selettivi e troviamo alcune opportunità attraenti fra le società più stabili, soprattutto nei settori correlati alle infrastrutture, dove alcune società sono oggi trattate a valutazioni estremamente interessanti pur beneficiando di flussi di cassa stabili e in crescita. Restiamo sottopesati nel settore finanziario ma - a condizione che prosegua il processo di integrazione fiscale dei paesi dell'Eurozona - prenderemo in considerazione l'opportunità di incrementare l'esposizione nelle fasi di debolezza, mediante investimenti nei player principali del settore che presentano rischi limitati in termini di stati patrimoniali.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Euro
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		94,501,456.59
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	94,084,330.27
<i>Prezzo d'acquisto</i>		95,722,269.10
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-1,637,938.83
Depositi bancari a vista e liquidità		266,738.04
Crediti verso broker per vendita titoli		105,894.31
Sottoscrizioni da regolare		28,004.01
Dividendi da incassare		16,489.96
Passivo		421,850.19
Debiti verso broker per acquisto titoli		78,107.76
Tassa d'abbonamento	Nota 4	11,463.64
Rimborsi chiesti e non regolati		190,272.76
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	129,320.80
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	3,149.10
Cambio a pronti da pagare		5,429.52
Altre voci del passivo		4,106.61
Valore netto d'inventario		94,079,606.40

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Euro - Category I Quote parti a capitalizzazione	316,229.838	126,214.705	113,188.791	329,255.752
Azionario Euro - Category R Quote parti a capitalizzazione	10,535,428.511	3,954,128.244	3,150,589.863	11,338,966.892

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	94,079,606.40	104,869,555.02	92,973,337.19
Azionario Euro - Category I		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		329,255.752	316,229.838	291,377.421
Valore d'inventario netto della quota parte		9.00	10.67	9.73
Azionario Euro - Category R		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		11,338,966.892	10,535,428.511	10,157,539.548
Valore d'inventario netto della quota parte		8.04	9.63	8.87

NEF - Azionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			94,084,330.27	100.01%
Azioni			94,084,330.27	100.01%
<i>Belgio</i>			<i>4,949,272.22</i>	<i>5.26%</i>
93,902	ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	EUR	4,442,034.11	4.72%
52,126	KBC GROUPE SA	EUR	507,238.11	0.54%
<i>Finlandia</i>			<i>4,981,817.24</i>	<i>5.30%</i>
76,004	KONE -B-	EUR	3,047,760.40	3.25%
32,498	KONECRANES OYJ	EUR	472,520.92	0.50%
65,481	WARTSILA CORPORATION -B-	EUR	1,461,535.92	1.55%
<i>Francia</i>			<i>27,325,593.49</i>	<i>29.05%</i>
332,971	AXA SA	EUR	3,344,693.70	3.55%
137,223	BNP PARIBAS SA	EUR	4,164,718.05	4.42%
36,911	BUREAU VERITAS SA	EUR	2,078,089.30	2.21%
51,668	EUTELSAT COMMUNICATIONS SA	EUR	1,557,790.20	1.66%
132,763	LEGRAND SA	EUR	3,299,160.55	3.51%
28,714	PPR	EUR	3,177,204.10	3.38%
72,719	PUBLICIS GROUPE	EUR	2,584,796.86	2.75%
19,313	SODEXO SA	EUR	1,071,292.11	1.14%
66,320	TOTAL SA	EUR	2,619,640.00	2.78%
14,199	UNIBAIL-RODAMCO SE	EUR	1,972,241.10	2.10%
43,127	VINCI SA	EUR	1,455,967.52	1.55%
<i>Germania</i>			<i>29,322,089.84</i>	<i>31.16%</i>
58,422	BAYER AG REG SHS	EUR	2,886,046.80	3.07%
28,496	BILFINGER BERGER AG	EUR	1,877,316.48	2.00%
115,630	DAIMLER AG REG SHS	EUR	3,922,169.60	4.16%
21,169	FRESENIUS AG	EUR	1,513,160.12	1.61%
123,291	GEA GROUP AG	EUR	2,693,908.35	2.86%
38,342	GSW IMMOBILIEN AG	EUR	858,860.80	0.91%
49,960	KABEL DEUTSCHLAND HOLDING AG	EUR	1,959,181.40	2.08%
32,129	LINDE AG	EUR	3,693,228.55	3.92%
24,376	MERCK KGAA	EUR	1,877,683.28	2.00%
43,833	RHEINMETALL AG	EUR	1,500,622.76	1.60%
98,834	RHOEN KLINIKUM AG	EUR	1,454,836.48	1.55%
85,394	SAP AG	EUR	3,488,344.90	3.70%
77,436	SYMRISE AG	EUR	1,596,730.32	1.70%
<i>Irlanda</i>			<i>1,484,136.72</i>	<i>1.58%</i>
398,640	RYANAIR HOLDING ORD.	EUR	1,484,136.72	1.58%
<i>Italia</i>			<i>8,073,891.73</i>	<i>8.58%</i>
245,369	ATLANTIA SPA	EUR	3,035,214.53	3.23%
571,495	ENEL SPA	EUR	1,796,780.28	1.91%
202,492	ENI SPA	EUR	3,241,896.92	3.44%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>13,520,470.77</i>	<i>14.37%</i>
51,429	FUGRO NV -CERT OF SHS	EUR	2,308,904.96	2.45%
700,065	ING GROEP NV	EUR	3,892,361.40	4.15%
198,444	KONINKLIJKE AHOLD NV	EUR	2,064,809.82	2.19%
273,672	KONINKLIJKE KPN NV	EUR	2,530,097.64	2.69%
211,321	REED ELSEVIER NV	EUR	1,903,368.25	2.02%
128,070	USG PEOPLE NV	EUR	820,928.70	0.87%
<i>Portogallo</i>			<i>2,417,032.34</i>	<i>2.57%</i>
212,393	GALP ENERGIA SA REG SHS -B-	EUR	2,417,032.34	2.57%
<i>Spagna</i>			<i>2,010,025.92</i>	<i>2.14%</i>
31,764	INDITEX SA REG SHS	EUR	2,010,025.92	2.14%

Totale portafoglio titoli**94,084,330.27 100.01%**

NEF - Azionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		2,703,462.61
Dividendi netti	Nota 2	2,397,968.93
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	414.41
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	305,079.27
Spese		2,801,264.73
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,715,526.83
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	57,645.59
Tassa d'abbonamento	Nota 4	49,402.31
Spese amministrative		80,826.93
Commissioni di domiciliazione		1,010.56
Interessi bancari su conti correnti		865.47
Spese legali		157.70
Spese di transazioni	Nota 2	578,418.39
Spese di pubblicazione e stampa		8,342.68
Spese di banca corrispondente	Nota 2	218,314.06
Altre spese		90,754.21
Perdite nette da investimenti		-97,802.12
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-7,991,667.35
Perdita netta realizzata		-8,089,469.47
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-10,142,233.37
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-18,231,702.84
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		37,832,435.62
<i>Azionario Euro - Category I</i>		1,249,334.00
<i>Azionario Euro - Category R</i>		36,583,101.62
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-30,390,681.40
<i>Azionario Euro - Category I</i>		-1,264,249.83
<i>Azionario Euro - Category R</i>		-29,126,431.57
Diminuzione del patrimonio netto		-10,789,948.62
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		104,869,555.02
Patrimonio netto a fine dell'anno		94,079,606.40

NEF
- Azionario Paesi Emergenti

Relazione del Manager

Presentazione della situazione economica attuale relativo al Fondo stesso

Mentre siamo soddisfatti della performance relativa del portafoglio nel corso del 2011, ricordiamo agli investitori che una maggiore volatilità del mercato si traduce spesso in periodi di forte sovraperformance e, purtroppo, di scarso rendimento del nostro portafoglio. L'incertezza regna ancora sovrana, e non saremo sorpresi se il portafoglio fosse significativamente in ritardo durante la prima fase di un forte rally del mercato e non vogliamo che i nostri investitori siano sorpresi. Il nostro processo di investimento è stato progettato per proteggere gli asset nei periodi di debolezza del mercato e per catturare una porzione significativa del rialzo quando i mercati funzionano bene. Il nostro obiettivo è quello di sovraperformare su cicli di mercato completi.

Andamento del Fondo

Nel corso dell'anno 2011, la strategia Emerging Markets ha significativamente sovraperformato il benchmark, l'indice MSCI Emerging Markets. Nel corso dell'intero anno, il Fondo ha significativamente sovraperformato il proprio indice di riferimento, dando un risultato di -0.4%, mentre l'indice MSCI Emerging Markets Index ha dato un risultato di -17.7%. Ciò che noi consideriamo una forte selezione dei titoli ha contribuito alla buona performance dell'anno intero.

Le prospettive economiche per il prossimo periodo

L'incertezza continua a sostenere le nostre prospettive per l'economia globale. La fiducia che i governi dei paesi sviluppati abbiano il potere o la volontà di risolvere le pressanti questioni fiscali è diminuita. Se le decisioni politiche imminenti negli Stati Uniti e nell'Unione europea contribuiranno a ripristinare la fiducia, allora le prospettive di crescita globale potrebbero migliorare. Se non lo faranno, allora potremo vedere continuare la debolezza economica. I problemi strutturali sottostanti, che stanno guidando la volatilità del mercato globale, rimangono invariati. Come abbiamo detto prima, non esiste un modo rapido e semplice per risolvere questi problemi, e alcuni potrebbero essere protagonisti ancora per molti anni. Ci sono molte possibili risultati, ma il percorso per migliorare la salute economica è probabile che non sia indolore. Nonostante ci piaccia come è posizionato il comparto in questi tempi di incertezze, ci teniamo ad avvertire gli investitori che la volatilità spesso porta a periodi di forte sovraperformance o sotto performance. Un grande anno può essere seguito da uno più debole. Le preoccupazioni macroeconomiche aumentano e diminuiscono, causando fluttuazioni del portafoglio a seconda dei "cambiamenti di umore" del mercato. Come investitori bottom-up continueremo a focalizzare la nostra attenzione su indicatori di crescita fondamentali, redditività e potenziale di utili dal momento che abbiamo un solo ed unico obiettivo: sovraperformare lungo un intero ciclo di mercato.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Paesi Emergenti

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		151,062,468.89
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	148,161,047.75
<i>Prezzo d'acquisto</i>		116,845,937.87
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		31,315,109.88
Depositi bancari a vista e liquidità		1,472,918.09
Crediti verso broker per vendita titoli		40,125.69
Sottoscrizioni da regolare		642,590.32
Dividendi da incassare		298,088.38
Crediti verso cambio corto termine		447,698.66
Passivo		2,672,564.52
Debiti bancari a vista		265,334.09
Debiti verso broker per acquisto titoli		1,105,490.82
Tassa d'abbonamento	Nota 4	18,307.18
Rimborsi chiesti e non regolati		557,013.54
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	255,213.90
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	9,890.45
Cambio a pronti da pagare		8,589.74
Debiti verso cambio corto termine		446,632.18
Altre voci del passivo		6,092.62
Valore netto d'inventario		148,389,904.37

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	23,766.698	43,656.482	6,179.662	61,243.518
Azionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	4,058,519.950	2,113,488.068	1,955,641.115	4,216,366.903

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	148,389,904.37	141,948,368.29	70,980,057.95
Azionario Paesi Emergenti - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		61,243.518	23,766.698	9,236.318
Valore d'inventario netto della quota parte		39.44	39.09	28.49

NEF - Azionario Paesi Emergenti

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	148,389,904.37	141,948,368.29	70,980,057.95
Azionario Paesi Emergenti - Category R		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		4,216,366.903	4,058,519.950	2,766,220.443
Valore d'inventario netto della quota parte		34.62	34.75	25.56

NEF - Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			148,161,047.75	99.85%
Azioni			148,161,047.75	99.85%
<i>Bermuda</i>				
248,822	CHEUNG KONG INFRASTRUCTURE HOLDINGS	HKD	2,008,271.20	1.35%
122,300	DAIRY FARM INTERNATIONAL HOLDING	USD	1,126,395.48	0.76%
<i>Brasile</i>				
155,251	AES TIETE PREF	BRL	39,108,599.35	26.37%
246,540	AMBEV PRF ADR REP 1 SHS	USD	1,727,367.39	1.16%
230,094	CEMIG ADR REPR 1 PFD SH	USD	6,876,596.80	4.64%
99,181	CEMIG PREF (CIA ENERG.MINAS GERAIS)	BRL	3,163,592.44	2.13%
221,383	CETIP	BRL	1,365,847.87	0.92%
152,596	CIELO	BRL	2,469,585.60	1.66%
133,374	COMPANHIA CONCESSOES RODOVIARIAS	BRL	3,044,466.74	2.05%
46,642	CPFL ENERGIA ADR REPR.3 SHS	USD	674,626.55	0.45%
198,000	CPFL ENERGIA SA	BRL	1,016,903.02	0.69%
177,500	ITAU UNIBANCO PFD ADR REPR 1 PFD SHS	USD	2,132,522.04	1.44%
254,589	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU SA-PREF	BRL	2,546,100.94	1.72%
106,718	LIGHT SA	BRL	1,188,693.21	0.80%
63,100	LOCALIZA RENT A CAR SA	BRL	1,272,187.76	0.86%
76,783	NATURA COSMETICO SA	BRL	668,636.95	0.45%
271,733	REDECARD SHS	BRL	1,152,428.32	0.78%
545,177	SOUZA CRUZ	BRL	3,283,201.40	2.22%
98,490	TOTVS	BRL	5,169,918.07	3.49%
<i>Cile</i>				
28,958	BANCO SANTANDER CHILE SPONS -1039- ADR	USD	1,355,924.25	0.91%
<i>Cina</i>				
558,633	TSINGTAO BREWERY -H-	HKD	1,694,196.31	1.14%
<i>Colombia</i>				
43,812	BANCOLOMBIA ADR REPR.4 PREF SHS	USD	2,389,933.24	1.61%
1,461,400	ECOPETROL	COP	2,389,933.24	1.61%
<i>Corea del Sud</i>				
2,005	AMOREPACIFIC CORP	KRW	4,471,808.83	3.01%
108,890	KANGWON LAND	KRW	2,016,726.73	1.36%
6,240	LG HOUSEHOLD AND HEALTHCARE	KRW	2,455,082.10	1.65%
9,756	NHN CORP	KRW	7,167,899.96	4.83%
842	ORION CORPORATION	KRW	1,407,402.46	0.95%
<i>Hong Kong</i>				
362,083	CHINA MOBILE LTD	HKD	1,976,264.60	1.33%
501,643	POWER ASSETS HOLDINGS	HKD	2,029,772.67	1.36%
<i>India</i>				
36,531	ASIAN PAINTS (DEMATERIALIZED)	INR	1,373,543.56	0.93%
29,329	BHARAT ELECTRONICS DEMATERIALIZED	INR	380,916.67	0.26%
67,138	COLGATE-PALMOLIVE (INDIA) LTD	INR	5,601,580.94	3.77%
134,800	COX AND KINGS -GRD- REC REPR 1 REG-S	USD	2,734,265.22	1.84%
668,515	DABUR INDIA LTD DEMATERIALIZED	INR	2,867,315.72	1.93%
95,849	GAIL (INDIA) SHS DEMATERIALIZED	INR	27,337,204.91	18.42%
765,490	HDFC BANK LTD	INR	1,378,212.83	0.93%
55,623	HERO HONDA MOTORS LTD DEMATERIALIZED	INR	576,353.07	0.39%
60,757	HINDUSTAN UNILEVER	INR	967,845.18	0.65%
423,275	HOUSING DEVELOPMENT FINANCE CORP	INR	301,708.63	0.20%
60,942	HOUSING DEVT FINANCE ADR REPR 3 SHS	USD	967,558.06	0.65%
59,600	INDRAPRASTHA GAS LTD	INR	535,160.29	0.36%
1,501,472	ITC DEMATERIALIZED	INR	4,755,277.84	3.21%
35,627	NESTLE INDIA DEMATERIALIZED	INR	1,542,214.11	1.04%
260,100	NTPC DS - SHS - DEMATERIALIZED	INR	360,228.80	0.24%
69,628	SHIRAM TRANSPORT FIN DEMATERIALIZED	INR	4,016,655.71	2.71%
204,700	SUN PHARMACEUTICAL INDUSTRIES.DEMATERIAL	INR	1,237,773.99	0.83%
78,900	TATA CONSULT.SERVICES SVS DEMATERIALIZED	INR	325,829.76	0.22%
<i>Indonesia</i>				
415,290	GUDANG GARAM	IDR	4,398,677.30	2.96%
841,500	JASA MARGA -B-	IDR	2,123,138.58	1.43%
999,956	PT UNILEVER INDONESIA TBK	IDR	608,867.10	0.41%
989,726	SEMEN GRESIK (PERSERO) TBK	IDR	426,454.15	0.29%
<i>Isole Caiman</i>				
49,236	BAIDU - SHS -A- ADR REPR 1 SH -A-	USD	1,482,528.12	1.00%
122,423	HENGAN INTL GROUP	HKD	1,332,721.39	0.90%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Azionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
514,700	MGM CHINA HOLDINGS LTD	HKD	520,281.76	0.35%
527,082	PARKSON RETAIL GP	HKD	499,235.96	0.34%
735,066	WANT WANT CHINA	HKD	566,785.54	0.38%
1,038,049	WYNN MACAU LTD	HKD	2,013,924.53	1.36%
	<i>Malesia</i>		<i>6,601,883.85</i>	<i>4.45%</i>
71,800	BRITISH AMERICAN TOBACCO (M) BHD	MYR	873,037.63	0.59%
2,135,700	GENTING MALAYSIA BHD	MYR	1,992,383.63	1.34%
347,772	GUINNESS ANCHOR BHD	MYR	1,140,180.52	0.77%
65,100	NESTLE (M) BHD	MYR	891,150.90	0.60%
523,200	PUBLIC BANK BHD	MYR	1,705,131.17	1.15%
	<i>Messico</i>		<i>13,608,458.82</i>	<i>9.17%</i>
15,228	COCA COLA FEMSA ADR REPR.10 SHS L	USD	1,120,533.18	0.76%
113,476	COCA COLA FEMSA -L- (KOFL)	MXN	834,323.19	0.56%
824,364	COMPARTAMOS	MXN	781,837.87	0.53%
48,382	FEMSA SPON ADR REP.10UTS CONS-B-+20SH-D-	USD	2,606,622.78	1.76%
246,804	GRUPO MODELO-C- SHS-C-	MXN	1,209,874.47	0.82%
76,200	GRUPO TELEvisa ADR (5 ORD.PART.CERT.)	USD	1,240,259.68	0.84%
90,023	INDUSTRIAL PENOLES SAB DE CV	MXN	3,049,557.05	2.05%
1,305,773	WAL MART -V-	MXN	2,765,450.60	1.85%
	<i>Perù</i>		<i>2,011,909.20</i>	<i>1.36%</i>
67,898	BUENAVENTURE SP ADR-SHS-	USD	2,011,909.20	1.36%
	<i>Regno Unito</i>		<i>12,339,654.80</i>	<i>8.32%</i>
127,811	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	ZAR	4,675,592.90	3.16%
101,422	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	3,709,983.49	2.50%
146,422	SABMILLER PLC	ZAR	3,954,078.41	2.66%
	<i>Sudafrica</i>		<i>6,699,615.84</i>	<i>4.51%</i>
202,876	CLICKS GROUP	ZAR	894,682.58	0.60%
159,900	REMGRO LTD	ZAR	1,809,342.55	1.22%
127,127	SHOPRITE HOLDINGS LTD (SHP)	ZAR	1,651,692.97	1.11%
36,000	TIGER BRANDS LTD	ZAR	861,554.90	0.58%
174,600	VODACOM GROUP	ZAR	1,482,342.84	1.00%
	<i>Tailandia</i>		<i>1,892,958.21</i>	<i>1.28%</i>
269,600	BANGKOK BANK PUBLIC CO LTD -F-	THB	1,078,636.77	0.73%
198,100	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION PUBLIC CO	THB	814,321.44	0.55%
	<i>Taiwan</i>		<i>118,278.92</i>	<i>0.08%</i>
85,193	TAIWAN SECOM	TWD	118,278.92	0.08%
	<i>Turchia</i>		<i>1,125,460.71</i>	<i>0.76%</i>
120,602	ANADOLU EFES BIRACILIK VE MALT SANAYI	TRY	1,125,460.71	0.76%
	Obbligazioni convertibili		0.00	0.00%
	<i>Bermuda</i>		<i>0.00</i>	<i>0.00%</i>
311,100	PEACE MARK (HOLDING)	HKD	0.00	0.00%
Totale portafoglio titoli			148,161,047.75	99.85%

NEF - Azionario Paesi Emergenti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		3,965,844.92
Dividendi netti	Nota 2	3,958,616.97
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	6,877.76
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	90.74
Altri redditi		259.45
Spese		4,116,780.17
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	2,956,228.04
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	138,808.35
Tassa d'abbonamento	Nota 4	69,828.02
Spese amministrative		109,513.85
Commissioni di domiciliazione		1,255.04
Interessi bancari su conti correnti		1,930.75
Spese legali		20,612.85
Spese di transazioni	Nota 2	378,957.92
Spese di pubblicazione e stampa		10,141.50
Spese di banca corrispondente	Nota 2	305,493.59
Altre spese		124,010.26
Perdite nette da investimenti		-150,935.25
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	6,826,389.45
- future su cambi	Nota 2	-1,090,616.23
- cambi	Nota 2	-1,118,024.09
Utile netto realizzato		4,466,813.88
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-5,625,949.97
- future su cambi		310,149.40
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-848,986.69
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		71,766,144.99
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>1,616,019.93</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>70,150,125.06</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-64,475,622.22
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category I</i>		<i>-238,540.18</i>
<i>Azionario Paesi Emergenti - Category R</i>		<i>-64,237,082.04</i>
Aumento del patrimonio netto		6,441,536.08
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		141,948,368.29
Patrimonio netto a fine dell'anno		148,389,904.37

NEF
- Obbligazionario Globale

Relazione del Manager

A. Mercati obbligazionari globali:

1. Contesto dei mercati:

La classe di attivo maggiormente performante nel 2011 è stata quella dei titoli di Stato USA, soprattutto quelli con scadenza maggiore. A livello regionale, i titoli di Stato del Regno Unito (Gilt) a lungo termine hanno sovraperformato anche di più. Ciò potrebbe far pensare che i mercati sono stati caratterizzati da un andamento a una via durante l'anno al fine di raggiungere questo 10% di rendimento nel mercato "noioso" dei titoli di Stato. Ma non è stato questo il caso. L'anno, infatti, è stato contraddittorio con una prima metà ampiamente positiva per le classi d'attivo rischiose, ma la gran parte della performance obbligazionari è stata accumulata soprattutto nella seconda parte dell'anno.

I mercati azionari globali, come rappresentati dall'MSCI World, sono saliti del 2.5% nella prima metà dell'anno. L'indice Vix della volatilità implicita a un mese sull'indice S&P è sceso dal 17% al 15%, il mercato del debito emergente e il credito Investment Grade si è ripreso, così come fatto dalle materie prime e dalle valute emergenti. Il *sentiment* del mercato è stato nel complesso rialzista (*bullish*) a seguito di un solido quarto trimestre 2010, di notizie macro-economiche generalmente positive dall'Europa, di forti spinte negli USA e nei paesi emergenti dalle banche centrali (la BCE aveva iniziato in primavera ad aumentare i tassi a breve termine, la FED pronta a concludere il programma del QE2 alla fine del primo semestre). Sul fronte delle valute, l'Euro ha mantenuto una posizione di forza contro tutte le valute, ad eccezione del Franco Svizzero, ed in particolare rispetto al dollaro USA. Gli osservatori hanno dichiarato che ciò è stato dovuto al crescente differenziale del tasso a 2 anni tra Germania e USA, sulla base di una posizione più pro-attiva della BCE rispetto all'inflazione. Il rendimento biennale del Bund è aumentato da 0.86% a 1.6% (raggiungendo il massimo dell'1.9%), mentre il suo simile USA ha oscillato tra 0.45% e 0.85%.

Le materie prime nel complesso hanno continuato il trend di ripresa, soprattutto il petrolio, grazie ai movimenti della Primavera Araba che direttamente o indirettamente hanno pesato sulla produzione, alimentando la crescita dei prezzi.

La prima parte dell'anno è stata anche segnata dalla tragedia dello tsunami giapponese, il cui effetto immediato sul mercato è stata la rapida vendita di titoli azionari, soprattutto quelli legati ad aziende giapponesi, una ripresa degli attivi considerati come bene rifugio e un incremento dello Yen sulla scia di flussi attesi di capitali rimpatriati. I mercati si sono ripresi quasi subito, ma gli effetti più strutturali sarebbero diventati evidenti solamente un po' più avanti.

Il Portogallo è stato il terzo paese europeo a ricorrere a un piano di aiuti mentre le agenzie di rating hanno iniziato un frenetico declassamento. Infine, la Glencore jumbo-IPO sembra puntare al picco del ciclo delle materie prime, come i paralleli sono state apportate le IPO equivalente per Blackstone e Goldman Sachs che indica i picchi relativi delle rispettive industrie nei cicli precedenti. Quest'ultimo potrebbe essere apparso come aneddoto al momento, ma si è rivelato essere più vicino alla verità di quanto forse più atteso. Giugno e l'inizio dell'estate hanno dato prova di essere un punto di svolta nei mercati finanziari a causa della convergenza di due fattori. Il primo è legato a un evidente indebolimento dei dati macroeconomici USA, tra i quali, una pesante revisione al ribasso della crescita del primo trimestre, inizialmente prevista pari all'1.9%, salvo poi contrarsi allo 0.4%. L'indice manifatturiero ISM si è contratto da 60 a 55...L'interruzione della catena di produzione causata dalla tragedia giapponese è stata un altro elemento di disturbo, insieme con l'effetto di una continua crescita dei prezzi delle materie prime dal 2009, una pesante disoccupazione, un mercato immobiliare ancora depresso, ecc. Il dibattito si è quindi rivolto sulla natura breve o più strutturale del rallentamento pronto a trasformarsi in una fase di ricaduta recessiva (*double dip*). Il secondo fattore potenzialmente più importante è stato il contagio della crisi europea dai paesi periferici (Grecia, Irlanda e Portogallo) a quelli centrali (*core*), quali Spagna e Italia.

Relazione del Manager (segue)

L'allargamento dei premi al rischio di queste obbligazioni sovrane rispetto al Bund si è rapidamente trasmesso al settore finanziario (Euro), provocando un'elevata vendita di obbligazionari bancarie e di azioni. La reazione a catena dell'avversione al rischio si è mossa sul mondo emergente con un ritardo di due mesi. Abbiamo osservato un ampliamento degli spread dei titoli obbligazionari emergenti, sia in valuta estera che locale, ma le stesse valute emergenti hanno subito massicci disinvestimenti, con il Pesos messicano e il Rand sudafricano in discesa del 15% rispetto al dollaro USA durante il terzo trimestre, lo Zloty polacco sceso del 10% contro un rapido indebolimento dell'Euro, quest'ultimo in discesa dell'8% rispetto a un dollaro USA in ripresa.

La politica europea per combattere la crisi è rimasta immobile per tutta la seconda metà del 2011. Il secondo programma di salvezza della Grecia è stato annunciato il 26 luglio e un terzo, insieme con un piano di attacco per arginare l'allargamento del contagio, è stato lanciato alla fine di ottobre. Le misure dei 26 membri della Comunità Europea (ad eccezione del Regno Unito) per regolare i deficit strutturali sono state prese dopo il summit di Bruxelles il 9-10 dicembre. Comunque, la ricerca del Santo Graal di un prestatore di ultima istanza dell'Area Euro continua... Durante la seconda metà del 2011, abbiamo assistito a una dislocazione importante tra i fondamentali macroeconomici (con un indubbio rallentamento dell'economia globale e segnali di debolezza, ma non indicanti un rischio recessivo globale per il 2012), e un'avversione al rischio indicante livelli elevati di stress sistemico a causa della crisi dell'Area Euro.

Durante questo periodo, cambiamenti delle rappresentanze politiche si sono avute in Spagna dopo le elezioni e sono state imposte in Italia e in Grecia per spingere verso misure di austerità.

Altri elementi da notare in questa seconda metà dell'anno sono state le accese discussioni nel Senato USA durante l'estate riguardo all'aumento del tetto del debito americano. L'ultimo accordo ha visto l'aumento di tale soglia ma S&P ha comunque declassato il rating USA portandolo ad AA+. Nel giorno del Thanksgiving, il super Comitato che era stato creato per negoziare il bilancio ha ammesso il proprio fallimento, aprendo la via a un taglio automatico del budget dal 2013 salvo accordi dell'ultima ora. Inoltre, i declassamenti in territorio sovrano (inclusi pochi paesi emergenti quali l'Ungheria) e il settore finanziario hanno continuato senza tregua. I paesi a tripla A dell'Area Euro, incluse Francia e Germania, sono rimasti sotto le luci.

La Federal Reserve è rimasta attiva durante la crisi, con un annuncio di operazioni Twist in settembre per mantenere bassi i rendimenti di lungo termine, e coordinando anche una riduzione dei tassi repo del dollaro che permettono alle altre banche centrali partecipanti di controllare il finanziamento extra dollaro per la distribuzione a banche non USA. La Bank of England ha esteso il suo programma di *Quantitative Easing* da 75 a 275 mld di sterline per ravvivare la fiacca economia britannica, mentre la Bank of China ha ridotto i tassi di riserva per le proprie banche per spingere la liquidità. Diverse banche centrali emergenti hanno aumentato i tassi di interesse (Brasile, Turchia, India...) per difendere la loro valuta e per difendersi dall'inflazione importata. La BCE ha ribaltato i suoi due precedenti picchi dei tassi di interesse ma, forse più importante, ha votato un'operazione di rifinanziamento a 3 anni (LTRO) contro una base molto ampia di collaterale per migliorare la liquidità del mercato interbancario.

Nel complesso, i titoli azionari smobilizzati nella seconda metà dell'anno (-12% per l'MSCI World nel secondo semestre) hanno portato la performance annua a -11%. I mercati azionari USA e UK hanno sovraperformato mentre sono ritornati in negativo i rendimenti *absolute return*. I mercati giapponese e dell'Area Euro hanno sottoperformato, quest'ultimo particolarmente. Il credito ha sofferto e gli spread emergenti si sono allargati. I mercati obbligazionari si sono ripresi nel Regno Unito, Germania e negli USA grazie al loro status di beni rifugio mentre tutti i titoli obbligazionari sovrani europei si sono allargati rispetto al Bund nonostante il *Security Market Programme* della BCE, con l'eccezione dell'Irlanda. Allo stesso tempo, le curve di Regno Unito e USA si sono appiattite fortemente durante la seconda metà dell'anno. La curva tedesca si è spostata verso il basso in un movimento globale parallelo. L'Euro è stato in sostanza venduto (-12% contro il dollaro USA nel secondo semestre, quest'ultimo in rialzo rispetto gran parte delle valute eccetto lo Yen). Le valute legate alle materie prime e quelle emergenti sono state anche in forte sotto performance.

NEF - Obbligazionario Globale

Relazione del Manager (segue)

Di seguito, un rapido sommario delle diverse classi d'attivo e delle performance durante il periodo:

Classe d'attivo	1° semestre	2° semestre	Annuale
Azionario			
S&P	1.28%	-4.77%	0.00
Eurostoxx	1.99%	-18.68%	-17.05%
FTSE 100	0.78%	-6.28%	-5.55%
Nikkei	-4%	-13.86%	-17.34%
Obbligazioni			
JPM GBI Global in LC	1.28%	4.99%	6.34%
JPM Emu	-0.49%	2.28%	1.78%
JPM GBI US	2.31%	7.46%	9.94%
JPM GBI UK	1.73%	14.86%	16.84%
JPM GBI JPY	0.60%	1.64%	2.25%
EMBI GD	4.76%	2.47%	7.35%
Itraxx Main (delta spread)	0.11	-0.15	-0.04
Itraxx X-Over	-0.42	3.6	3.18
Segmenti obbligazioni			
US 2 Year (bp delta)	-0.14	-0.22	-0.35
US 10 Year (bp delta)	-0.13	1.28	-1.42
German 2 Year (bp delta)	0.75	-1.47	-0.72
German 10 Year (bp delta)	0.06	-1.2	-1.13
Valute			
USD vs EUR	-7.7%	11.89%	3.26%
USD vs JPY	-0.7%	-4.53%	-5.19%
USD vs CAD	-3.5%	6.01%	2.33%
MXN vs USD	5.4%	-15.95%	-11.45%
EUR vs CHF	-2.3%	-0.24%	-2.86%
EUR vs GBP	5.4%	-7.69%	-2.12%
PLN vs EUR	-0.3%	-10.93%	-11.22%
NOK vs EUR	-0.3%	0.88%	0.61%
KRW vs JPY	4.7%	-11.56%	-7.37%

2. Performance delle strategie:

Durante il periodo analizzato, il portafoglio ha realizzato una performance assoluta dell'1.55%, sottoperformando però il benchmark di -9.26%.

Nella sezione seguente, un'indicazione delle aree che hanno causato questa sottoperformance.

A. Posizioni obbligazionari globali

Le obbligazioni hanno offerto un contributo leggermente positivo alla performance annuale:

- *Modified duration*, sottoesposizione durante il secondo semestre: contributo negativo dato che i mercati obbligazionari si sono ripresi nell'ultima parte dell'anno. Il sottopeso ha avuto un contributo negativo importante durante il secondo semestre dato la ripresa notevole delle obbligazioni;

Relazione del Manager (segue)

- Allocazione paese (sovrappeso di Germania, Regno Unito & USA vs. Giappone). Il sovrappeso di Spagna e Italia è stato trasformato in neutrale/sottopeso: contributo nel complesso positivo data la forte performance del sovrappeso del gruppo di paesi G3 rispetto al Giappone. Spagna e Italia sono state nel complesso negative con gli spread si sono allargati rispetto al Bund;
- Allocazione sulla curva di rendimenti (strategie di *flattening* in USA, Regno Unito e paesi EMU): contributo da neutrale a leggermente negativo dato che l'irripidimento della prima parte dell'anno è stato bilanciato dall' appiattimento registrato nella seconda metà.

B. Credito:

Titoli Corporate:

- Posizioni lunghe su titoli obbligazionari corporate (soprattutto finanziari europei e industriali): contributo molto negativo dato che gli spread si sono allargati significativamente nel secondo semestre e la crisi del debito sovrano ha toccato il settore finanziario.

C. Mercati valutari esteri:

1. Il mercato:

La nostra esposizione lunga sul dollaro USA ha sovrapformato nell'anno dato che il biglietto verde ha guadagnato terreno rispetto all'Euro (+3%) e il CAD (+2.3%) mentre ha perso rispetto allo Yen (-5.2%).

La performance di long EUR vs CAD & JPY nel primo semestre e long EUR & JPY vs CAD è stata positiva data la forte performance dell'Euro vs CAD e JPY nella prima parte dell'anno. Nella seconda parte, la performance è stata negativa data la caduta dell'Eur vs. CAD.

Gli arbitraggi intra-bloc hanno sottoperformato in questo periodo:

- Blocco Euro (tutte le valute vs EUR): Contributo negativo. La debolezza dell'Euro nel secondo semestre ha favorito le nostre posizioni lunghe su GBP, SEK. Il Franco Svizzero, in relazione al quale avevamo una posizione corta, ha dato un contributo negativo nel corso del 2011 anche se a Settembre la SNB è intervenuta per indebolire la valuta. La debolezza delle valute dei paesi Europei emergenti (PLN & HUF) nel corso dell'ultimo trimestre anche contro l'Euro ha più che compensato i guadagni ottenuti su GBP e SEK generando una complessiva sottoperformance nel corso dell'anno.
- Blocco Valute legate alle materie prime(vs CAD): Contributo neutrale dalle posizioni di trading implementate tramite NZD e AUD contro CAD nel corso dell'anno.
- Blocco USD : Contributo negativo a causa della capitolazione del MXN vs USD negli ultimi mesi del 2011, in linea con quanto accaduto ad altre valute emergenti come HUF e PLN (vedi sotto).

NEF - Obbligazionario Globale

Relazione del Manager (segue)

2. Performance delle strategie principali (in valute locali):

Allocazione valutaria	Posizioni			Contributo
Esposizione USD	Lungo US dollaro vs. G3			Positivo
Allocazione Inter-bloc	Lungo JPY & Corto CAD → Negativo Lungo JPY & Corto EUR → Positivo			Positivo
Allocazione Intra-bloc	Blocco Euro	Lungo GBP/EUR	Positivo	Negativo
		Lungo NOK/EUR	Positivo	
		Lungo SEK/EUR	Positivo	
		Corto CHF/EUR	Negativo	
		Lungo PLN/EUR	Negativo	
Allocazione Intra-bloc	Blocco USD	Lungo HUF/EUR	Negativo	Negativo
		Lungo MXN/USD	Negativo	
		Lungo & Corto AUD/CAD	Neutrale	
Allocazione Intra-bloc	Blocco Valute legate alle materie prime	Lungo & Corto NZD/CAD	Neutrale	Negativo
Totale				Negativo

C – Posizione strategica di Amundi London nel primo trimestre 2012 (quanto indicato non riflette esattamente le stesse posizioni che possono essere verificate in NEF dato che il margine di discrezionalità dei gestori permette loro di deviare le posizioni di portafoglio dalla visione strategica).

I decisori politici non hanno ancora preso le necessarie misure, ma questo è più che compensato dalle sorprese positive dell'economia reale. La crescita globale sta rallentando dato che la mancanza di ferme soluzioni alla crisi dell'Area Euro continua a preoccupare gli investitori. In ogni caso, questo rallentamento è graduale e focalizzato sui paesi pressati dalle manovre di austerità. Nei paesi che hanno un approccio di lungo termine al consolidamento fiscale, la crescita sta in generale sorprendendo e stanno tornando a registrare un andamento al rialzo. Questo è particolarmente vero negli USA, dove le piccole e medie imprese stanno ricominciando a richiedere prestiti, assumere e produrre. I consumi USA stanno tenendo bene data la riduzione dei prezzi del gas e il rafforzamento della fiducia. Il ciclo politico ha messo in cantiere riforme necessarie, ma i controlli e gli equilibri stanno assicurando che siano evitate scelte politiche disastrose.

La politica monetaria rimane profondamente accomodante e i tassi di interesse reali in molte economie avanzate sono a livelli record negativi, spingendo gli investitori a mettere la loro liquidità in moto. L'inflazione rimane sotto controllo e le attese inflattive sono ben ancorate; ciò consente ai banchieri centrali di continuare con gli attuali approcci. Nelle economie in cui l'inflazione primaria è cresciuta, adesso sta scendendo. Le banche stanno riducendo e rendendo meno rischiosi i loro bilanci, forzate dai mercati a trovare nuovi standard regolamentari. In ogni caso, gli investimenti non sono più limitati dalla fornitura di credito delle banche, e la crescita sarà trainata da un migliore valore del credito e da un rilancio di una repressa domanda.

I mercati continuano a ignorare i miglioramenti dei dati reali, rimanendo in area di panico. La domanda di beni rifugio rimane forte dato che gli investitori sono preoccupati in merito ai bisogni del rifinanziamento sovrano e a un possibile fallimento disordinato della Grecia. La BCE e il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF) adesso hanno i mezzi per evitare un'uscita disordinata dalla crisi. La fiducia nell'Euro come elemento di valore rimane forte sia tra i depositari bancari sia tra gli investitori. La BCE ha già abbassato i tassi e in gran parte ha allungato e allargato le sue operazioni repo. Il finanziamento in dollari è illimitato, anche se costoso.

Relazione del Manager (segue)

La BCE ha anche acquistato obbligazioni e covered bond sufficienti per mantenere i rendimenti sotto controllo, ma per placare alcuni attori, ha enfatizzato la natura limitata delle sue operazioni non-standard.

I bisogni di rifinanziamento sovrano e i timori sui declassamenti di rating nell'Area Euro terranno i mercati appesi a un filo durante il primo trimestre. Solo con un superamento di queste sfide gli investitori potranno riguadagnare la loro sicurezza. La conclusione di un taglio volontario del debito e l'accordo di un nuovo pacchetto di aiuti per la Grecia aprirà pertanto la strada ai mercati di riposizionarsi sul futuro.

1. Obbligazioni governative

- a) Posizione negativa di duration (mantenimento): continuiamo a credere che i mercati obbligazionari globali principali sono sopravvalutati e forniscono una bassa protezione contro ulteriori incrementi di avversione al rischio. Da una prospettiva macro, crediamo che la crescita globale avrà probabilmente un rimbalzo anemico rispetto alla crescita 2011 più debole di quanto attesa. In ogni caso, i rendimenti governativi principali (*core*) sono negativi in termini reali e sono destinati a crescere; l'inclinazione globale al rischio dovrebbe rimbalzare dato che i sorprendenti dati positivi dovrebbero supportare i mercati finanziari. Le pressioni inflazionistiche saranno ampiamente contenute dato che i divari produttivi continuano a contenere il potere di prezzo e l'inflazione sui prezzi delle materie prime dovrebbe ridursi a seguito della recente azione sul prezzo. In ogni caso, è più che probabile che l'alta incertezza macro terrà elevata la volatilità dei mercati.
- b) L'allocazione per paese (e allocazione sui paesi periferici europei): i rendimenti USA hanno reagito alla stringa positiva delle sorprese economiche. Abbiamo quindi lasciato inalterato il nostro sottopeso sugli USA, riducendo la posizione di sottopeso sui paesi *core* europei e portando a neutrale il mercato obbligazionario britannico. Manteniamo la nostra posizione sottopesata sui mercati obbligazionari giapponese e australiano. Come già lungamente trattato, l'infrastruttura di supporto per la periferia è "*work in progress*". Comunque, nonostante l'allargamento significativo degli spread e le notizie negative, rimaniamo costruttivi sul lungo termine dato che la decisione della BCE di acquistare obbligazioni spagnole e italiane offrirà un supporto necessario ai mercati finanziari. Continuiamo a gestire i portafogli tatticamente fino al completamento di una soluzione durevole, incluso il livello del coinvolgimento del settore privato greco e l'imminente ricapitalizzazione bancaria. Le attese dei mercati sul taglio del debito greco sono cambiate negli ultimi mesi; comunque crediamo che lo scambio sarà effettuato ed è preferibile a un fallimento duro sia in termini fiscali che politici, così come per gli investitori. I termini dell'accordo sembrano essere meno favorevoli di quelli indicati nella proposta IIF (e nell'annuncio di borsa del 25 agosto). Crediamo ancora che lo scambio sarà volontario e sarà strutturato in modo da non innescare CDS. Molte di queste attese sono già riflesse nei valori di mercato degli attuali titoli obbligazionari e il rischio di una riduzione è adesso limitato.
- c) Strategia di *flattening* sulla curva dei rendimenti G3 (mantenuta sulle curve EMU, USA e AUD, ridotta sulla curva UK): la pendenza delle curve dei rendimenti rimane ancora a livelli estremi. Durante l'ultimo trimestre, la nostra posizione di *flattening* ha svolto la sua funzione di copertura. Il nostro scenario di base e la costruzione del portafoglio sono impostati verso una moderata ripresa con crescita positiva là dove le scadenze a breve dovrebbero sottoperformare. Inoltre, manteniamo la nostra visione su un contenimento dell'inflazione il che contribuirà a ridurre la pressione sulla parte lunga della curva dei G3.

Relazione del Manager (segue)

2. Valute

- Corti di CAD contro USD (mantenuto): il dollaro canadese (CAD) è significativamente sopravvalutato rispetto al dollaro USA (USD) grazie alla relativa buona salute delle banche canadesi e alle riserve petrolifere del paese. La posizione corta sul CAD è stata mantenuta poiché crediamo che rimarrà sia una copertura effettiva contro un rallentamento globale che contro l'effetto domino sui prezzi più bassi delle materie prime.
- Corti di JPY contro USD (mantenuto) & corti di JPY vs. KRW: di fronte a una valuta crescente e a un contesto economico in deterioramento, la Bank of Japan dovrebbe continuare in una politica monetaria espansiva, che dovrebbe determinare una svalutazione dello Yen. Tale deprezzamento è il solo modo per spingere l'economia. Nell'anno abbiamo principalmente scelto di esprimere questa visione negativa sullo Yen vs. USD, ma abbiamo introdotto il Won Coreano che adesso sembra sottovalutato, specialmente dopo i massicci disinvestimenti nelle valute dei mercati emergenti.
- Mantenimento delle posizioni corti di Euro versus...:
 - USD: la posizione corta EUR/USD sarà mantenuta dato che il blocco Euro è sopravvalutato tra i paesi sviluppati. Privilegiamo ancora questa posizione come copertura della nostra posizione su obbligazioni governative dei paesi del sud e dell'est Europa. In ogni caso, siamo consapevoli del fatto che dato che la crisi va verso una soluzione questa copertura diventerà meno effettiva;
 - GBP: la posizione in Sterlina vs. EUR è stata rafforzata nel 2010 e mantenuta per il 2011 dato che la politica fiscale è diventata più chiara. Nonostante un aumento recente negli acquisti di attivi da parte della Bank of England, la sterlina soffre tuttora di una significativa sottovalutazione.
 - Valute scandinavi: sia la corona norvegese (NOK) che quella svedese (SEK) beneficiano ancora di fondamentali solidi e della sovrastima dei mercati su futuri tagli dei tassi.
- Riduzione della posizione lunga di Euro vs. CHF: a seguito dell'intervento della banca centrale svizzera (SNB), il potenziale di un riapprezzamento del Franco svizzero (CHF) è congelato, ma le pressioni al ribasso sono ancora presenti e la valuta rimane sopravvalutata vs. EUR, il che aumenterà le esportazioni e renderà la valuta vulnerabile in caso di una riduzione delle tensioni nell'Area Euro.
- Lunghi di valute emergenti rispetto a USD & EUR (mantenuto): manteniamo il nostro sovrappeso sulle valute emergenti, che rimangono sottovalutate a seguito della recente ondata di avversione al rischio.

A cura di Amundi London il 25 gennaio 2012.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Globale

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		41,344,475.30
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	38,822,555.03
<i>Prezzo d'acquisto</i>		36,080,800.14
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		2,741,754.89
Depositi bancari a vista e liquidità		1,989,548.50
Interessi maturati		419,791.35
Sottoscrizioni da regolare		25,020.57
Plusvalenze non realizzate su swaps	Nota 2,12	87,559.85
Passivo		308,624.84
Debiti bancari a vista		11,193.58
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,708.95
Rimborsi chiesti e non regolati		59,808.96
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	145,355.15
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	45,655.20
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	36,291.17
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	1,021.72
Cambio a pronti da pagare		2,337.27
Altre voci del passivo		3,252.84
Valore netto d'inventario		41,035,850.46

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Globale - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,035,732.575	0.000	5,000.000	1,030,732.575
Obbligazionario Globale - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,176,581.319	732,122.221	751,532.214	2,157,171.326

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	41,035,850.46	40,969,477.55	16,366,300.46
Obbligazionario Globale - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		1,030,732.575	1,035,732.575	464,806.061
Valore d'inventario netto della quota parte		13.78	13.57	12.23

NEF - Obbligazionario Globale

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	41,035,850.46	40,969,477.55	16,366,300.46
Obbligazionario Globale - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,157,171.326	2,176,581.319	949,340.904
Valore d'inventario netto della quota parte		12.44	12.37	11.25

NEF - Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			38,822,555.03	94.61%
Obbligazioni			35,377,399.65	86.21%
<i>Austria</i>			<i>450,930.00</i>	<i>1.10%</i>
400,000	AUSTRIA 4.15 06-37 15/03A	EUR	450,930.00	1.10%
<i>Filippine</i>			<i>332,997.01</i>	<i>0.81%</i>
30,000,000	ASIAN DEVELOP BANK 2.35 04-27 21/06S	JPY	332,997.01	0.81%
<i>Francia</i>			<i>6,806,753.30</i>	<i>16.59%</i>
750,000	BFCM EMTN 4.00 10-20 22/10A	EUR	590,321.25	1.44%
300,000	CRCAM EMTN SUB 3.90 10-21 19/04A	EUR	209,601.00	0.51%
400,000	CREDIT LOGEMENT 5.454 11-21 16/02A	EUR	350,710.00	0.85%
500,000	EDF REGS 5.50 09-14 26/01S	USD	413,980.99	1.01%
3,500,000	FRANCE BTF 11-12 15/11U	EUR	3,495,269.56	8.53%
500,000	FRANCE GOVT 4.50 09-41 25/04A	EUR	575,275.00	1.40%
400,000	FRANCE OAT 4.00 06-38 25/10A	EUR	423,760.00	1.03%
500,000	LAFARGE EMTN 5.375 07-17 26/06A	EUR	440,370.00	1.07%
300,000	VINCI 4.125 11-17 20/02A	EUR	307,465.50	0.75%
<i>Germania</i>			<i>2,028,082.92</i>	<i>4.94%</i>
300,000	GERMANY 4.75 08-40 04/07A	EUR	443,992.50	1.08%
400,000	GERMANY -301- 4.75 03-34 04/07A	EUR	556,800.00	1.36%
100,000,000	LANDWIRTSCH.RENTENBANK 1.50 07-14 20/06A	JPY	1,027,290.42	2.50%
<i>Giappone</i>			<i>3,545,734.29</i>	<i>8.64%</i>
335,000,000	DBJ REGD 1.70 02-22 20/09S	JPY	3,545,734.29	8.64%
<i>Italia</i>			<i>1,130,171.00</i>	<i>2.75%</i>
700,000	ITALY BTP 5.00 07-39 01/08S	EUR	552,790.00	1.34%
600,000	ITALY BTP 5.00 09-40 01/09S	EUR	472,710.00	1.15%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 7.875 09-14 22/01A	EUR	104,671.00	0.26%
<i>Lussemburgo</i>			<i>4,342,389.12</i>	<i>10.58%</i>
600,000	ARCELORMITTAL 6.75 11-41 01/03S	USD	422,047.30	1.03%
55,000,000	BEI EMTN 1.90 06-26 26/01S	JPY	543,522.96	1.32%
330,000,000	EUROP.INVEST.BK 1.4 05-17 20/06S	JPY	3,376,818.86	8.23%
<i>Messico</i>			<i>206,808.00</i>	<i>0.50%</i>
200,000	AMERICA MOVIL 4.125 11-19 25/10A	EUR	206,808.00	0.50%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,014,578.50</i>	<i>2.47%</i>
200,000	EDP FINANCE 5.50 09-10 18/02A	EUR	195,894.00	0.48%
300,000	INTL ENDESA EMTN 5.375 03-13 21/02A	EUR	307,092.00	0.75%
500,000	NOMURA EUR.FIN.EMTN 5.125 09-14 09/12A	EUR	511,592.50	1.24%
<i>Regno Unito</i>			<i>4,496,722.48</i>	<i>10.96%</i>
500,000	LLOYDS TSB REGS 6.50 10-20 14/09S	USD	330,284.41	0.80%
100,000	TESCO 3.375 11-18 02/11A	EUR	103,663.00	0.25%
900,000	UK TREASURY STOCK 4.25 09-39 07/09S	GBP	1,322,928.89	3.23%
900,000	UK TREASURY STOCK 4.50 07-42 07/12S	GBP	1,388,599.91	3.39%
200,000	UK TSY (RPI INDEXED) 0.625 10-40 22/03S	GBP	321,023.59	0.78%
700,000	UNITED KINGDOM 4.25 10-40 07/12S	GBP	1,030,222.68	2.51%
<i>Spagna</i>			<i>1,418,954.38</i>	<i>3.46%</i>
300,000	GAS NATURAL CAP 3.125 09-12 02/11A	EUR	301,149.00	0.73%
300,000	IBERDROLA FINANZAS 4.625 11-17 07/04A	EUR	303,975.00	0.74%
300,000	TELEFONICA EMISIONES 4.674 07-14 07/02A	EUR	302,634.00	0.74%
700,000	TELEFONICA EMISIONES 5.134 10-20 27/04S	USD	511,196.38	1.25%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>8,848,911.78</i>	<i>21.57%</i>
500,000	CITIGROUP 5.125 04-14 05/05S	USD	396,777.19	0.97%
300,000	JP MORGAN CHASE 4.75 08-13 01/05S	USD	242,538.83	0.59%
500,000	JP MORGAN CHASE 6.30 09-19 23/04S	USD	440,766.28	1.07%
1,000,000	MERRILL LYNCH EMTN 4.875 07-14 30/05A	EUR	956,545.00	2.33%
800,000	USA T NOTES INDEXED 1.875 09-19 15/07S	USD	773,109.63	1.88%
800,000	USA T-BILLS 11-12 26/01U	USD	618,270.61	1.51%
400,000	USA TREASURY BILLS 11-12 22/03U	USD	309,123.68	0.75%
1,900,000	USA TREASURY NOTES 4.25 10-40 15/11S	USD	1,869,378.71	4.57%
1,400,000	USA TREASURY NOTES 4.375 11-41 15/05S	USD	1,407,530.07	3.43%
2,000,000	USA TREASURY NOTES 4.625 07-17 15/02S	USD	1,834,871.78	4.47%
<i>Svezia</i>			<i>754,366.87</i>	<i>1.84%</i>
6,500,000	SWEDEN -1046- 5.50 01-12 08/10A	SEK	754,366.87	1.84%
Obbligazioni a tasso variabile			3,445,155.38	8.40%
<i>Francia</i>			<i>2,203,483.77</i>	<i>5.38%</i>
487,500	BNP PARIBAS FL.R 11-14 20/12Q	USD	355,263.20	0.87%
705,000	BPCE FL.R 09-XX 30/09S	EUR	624,471.37	1.52%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Globale

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
700,000	CNP ASSURANCES FL.R 11-41 30/09A	EUR	449,949.50	1.10%
350,000	GROUPAMA SUB FL.R 09-39 27/10A	EUR	171,792.25	0.42%
1,000,000	LA MONDIALE PERP.SUB. FL.R 03-XX 14/10A	EUR	602,007.45	1.47%
	<i>Paesi Bassi</i>			
500,000	SIEMENS FIN NV FL.R 06-12 16/03Q	USD	386,386.11	0.94%
	<i>Regno Unito</i>			
300,000	AVIVA PLC FL.R 04-XX 29/11A	EUR	219,205.50	0.53%
	<i>Stati Uniti d'America</i>			
800,000	GENERAL ELECTRIC SUB FL.R 07-67 15/09A	EUR	636,080.00	1.55%
Totale portafoglio titoli			38,822,555.03	94.61%

NEF - Obbligazionario Globale

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		1,534,962.90
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	1,525,691.13
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	4,420.91
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	3,428.34
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	1,422.52
Spese		703,829.25
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	443,172.12
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	14,863.97
Tassa d'abbonamento	Nota 4	14,808.03
Spese amministrative		37,285.52
Commissioni di domiciliazione		367.35
Interessi bancari su conti correnti		1,943.42
Spese legali		50.22
Spese di transazioni	Nota 2	21,320.24
Spese di pubblicazione e stampa		3,357.51
Spese di banca corrispondente	Nota 2	94,051.20
Altre spese		72,609.67
Reddito netto da investimenti		831,133.65
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-16,410.42
- opzioni	Nota 2	6,124.07
- future su cambi	Nota 2	-144,991.78
- future	Nota 2	-1,339,043.01
- swaps	Nota 2	-87,115.24
- cambi	Nota 2	260,928.42
Perdita netta realizzata		-489,374.31
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		864,403.51
- future su cambi		-163,079.83
- future		14,605.76
- swaps		87,559.85
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		314,114.98
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		8,781,701.26
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		8,781,701.26
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-9,029,443.33
<i>Obbligazionario Globale - Category I</i>		-66,900.00
<i>Obbligazionario Globale - Category R</i>		-8,962,543.33
Aumento del patrimonio netto		66,372.91
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		40,969,477.55
Patrimonio netto a fine dell'anno		41,035,850.46

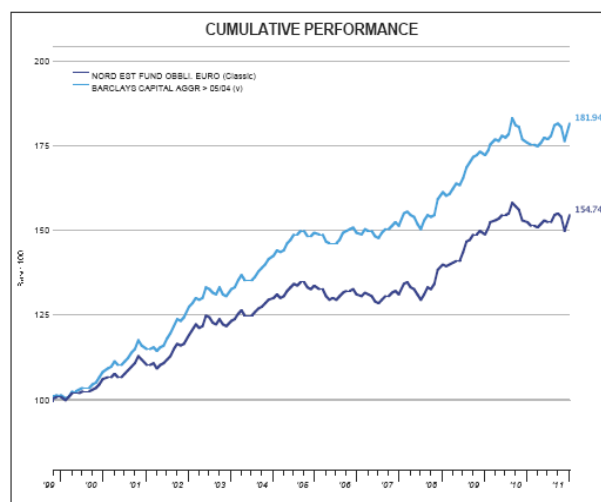
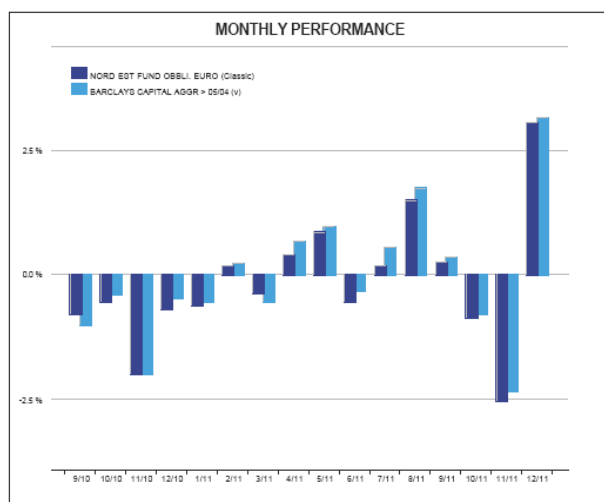
NEF
- Obbligazionario Euro

NEF - Obbligazionario Euro

Relazione del Manager

Performance

		PERFORMANCE							RISK		
		One Mth	Cumulative Three Mth	Year to date	One Year	Two Years	Annualized Three Years		Monthly annualized		
		30/11/11 31/12/11	30/09/11 31/12/11	31/12/10 31/12/11	31/12/10 31/12/11	31/12/09 31/12/11	31/12/08 31/12/11	18/10/09 31/12/11	Volatility	tracking error	Info. Ratio
									18/10/09 - 31/12/11		
■ NORD EST FUND OBBLI. EURO (Classic) ■ BARCLAYS CAPITAL AGGR > 05/04 (v)	NET EUR	3.05 %	- 0.39 %	1.57 %	1.57 %	1.85 %	3.32 %	3.64 %	3.29 %	-	-
		3.16 %	- 0.01 %	3.24 %	3.24 %	2.71 %	4.10 %	5.02 %	3.37 %	0.73 %	- 1.88



Politica monetaria

Di fronte alle difficoltà dell'economia che non permettono un miglioramento convincente dell'occupazione, la Fed ha mantenuto una politica monetaria molto espansiva. Ha rafforzato il suo arsenale in settembre, nell'intento di assicurare tassi d'interesse molto bassi lungo l'intera curva, suggerendo la possibilità di ulteriori misure quantitative. La BCE aveva iniziato una cauta normalizzazione in aprile, aumentando due volte il tasso refi di 25 pb. In settembre, ha cambiato nettamente tono mentre a novembre ha invertito la sua politica monetaria all'arrivo del suo nuovo presidente. Mario Draghi ha tagliato due volte di 25 pb il tasso refi (portandolo in dicembre all'1%) e ha varato misure senza precedenti per assicurare le capacità di rifinanziamento delle banche. Gli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE sono ripresi in estate, ma vengono ancora presentati come uno strumento per migliorare la trasmissione della politica monetaria.

- BCE: La Banca Centrale Europea (BCE) ha aumentato il tasso refi in due occasioni (aprile e luglio), portandolo all'1.50% a fronte dell'1% al quale si trovava da maggio 2009. Ha inasprito notevolmente i toni dall'inizio dell'anno, con Jean-Claude Trichet che in agosto ha affermato che questa correzione di 50 pb era "necessaria" alla luce dei "rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi". Contemporaneamente, sono state incrementate le operazioni non convenzionali (rifinanziamento illimitato a tasso fisso, sospensione dei criteri di rating per l'accettazione delle obbligazioni portoghesi come collaterale) in reazione alle difficoltà attraversate dai mercati finanziari. Il migliore esempio di questo pragmatismo è stato l'annuncio il 7 agosto della ripresa dell'SMP, il programma di acquisto di titoli, in pausa da aprile, per ridurre le tensioni sulle obbligazioni dei paesi "periferici" (particolarmente Spagna e Italia). All'inizio di settembre, Trichet ha ribadito che la BCE avrebbe continuato a fornire liquidità fintantoché il sistema bancario europeo fosse rimasto debole agli occhi degli investitori. Dal momento che l'economia europea mostrava crescenti segnali di dirigersi verso una recessione, i due principali eventi dell'ultimo trimestre dell'anno sono stati l'arrivo del nuovo Presidente (in programma) e il cambiamento della politica monetaria (più inaspettato).

Relazione del Manager (segue)

A fine ottobre a Trichet è subentrato Mario Draghi, che ha celebrato il proprio arrivo alla guida della Banca con una riduzione del tasso refi dall'1.50% all'1.25% il 3 novembre, in occasione della prima riunione del Consiglio Direttivo. Un mese prima, Trichet aveva rafforzato l'arsenale di misure non convenzionali della BCE, reintroducendo le operazioni di finanziamento a lungo termine a 12 e 13 mesi (LTRO) e gli acquisti di covered bond. La riduzione del tasso d'intervento è dovuta alla debolezza dell'attività economica, con "l'intensificarsi dei rischi di ribasso". La crescita del PIL nel 3° trimestre è stata dello 0.2% per l'eurozona nel suo complesso (la stessa del 2° trimestre), con forti disparità tra i paesi. I sondaggi tra le imprese hanno continuato a peggiorare, suggerendo che il PIL si sarebbe contratto nell'ultimo trimestre e probabilmente anche nel primo trimestre del nuovo anno. Inoltre, l'inflazione (3% a/a in novembre) era chiaramente destinata a calare con il passare dei mesi. Questa situazione ha spinto la BCE a ridurre nuovamente, di altri 25 pb, il suo principale tasso d'intervento l'8 dicembre, portando il refi all'1%, e ad annunciare nuove straordinarie misure di rifinanziamento per le banche: l'introduzione di un LTRO a 3 anni; allentamento dei criteri applicati ai titoli accettati come collaterale, anche dalle banche centrali nazionali; una riduzione delle riserve obbligatorie delle banche (dal 2% all'1%). D'altro canto, come era prevedibile alla luce delle sue precedenti dichiarazioni, la BCE non aveva in programma un netto incremento del suo programma di acquisto di titoli di Stato e ha ribadito l'importanza dell'impegno dei governi su questo fronte. In diverse occasioni, Draghi ha sottolineato che la monetizzazione dei deficit era contraria allo spirito dei Trattati, aggiungendo che l'SMP, che al 23 dicembre aveva raggiunto quota 211 miliardi di euro, non era né eterno né infinito, ed era finalizzato a garantire la buona trasmissione della politica monetaria. Al vertice dei capi di Stato e di Governo dell'8-9 dicembre, alla BCE è stato affidato il compito di supervisore del FESF e del Meccanismo Europeo di Stabilità, che dovrà subentrare verso la metà del 2012. Infine, le banche europee hanno sottoscritto massicciamente l'LTRO a 3 anni del 21 dicembre: vi hanno partecipato 523 istituti per un ammontare complessivo di 489 miliardi di euro.

Analisi dei mercati obbligazionari

Caratterizzato dall'aumento dei prezzi dei titoli di Stato di riferimento. Anche se i mercati obbligazionari USA – sottoposti a spinte contrastanti - hanno registrato un andamento altalenante per tutta la primavera, è presto subentrato un trend di calo dei rendimenti a lunga scadenza. Inizialmente modesto, il calo è improvvisamente accelerato durante l'estate quando i mercati azionari hanno subito un brusco crollo. Successivamente, il rendimento sul T note decennale, sostenuto dal suo ruolo di valore-rifugio, ha oscillato attorno al 2%, chiudendo l'anno all'1.88%, in calo di 141 pb su dodici mesi. Nella zona euro, occorre distinguere tra il Bund tedesco, la cui performance è stata simile a quella delle obbligazioni USA e ha chiuso l'anno a meno del 2%, a fronte di poco meno del 3% di fine 2010, e le obbligazioni di altri paesi, i cui rendimenti sono diminuiti molto meno (21 pb per l'OAT a 10 anni) oppure sono nettamente aumentati (+230 pb per il BTP italiano decennale). Le difficoltà attraversate dalle obbligazioni dei paesi periferici dell'eurozona riflettono la mancanza di progresso sulla risoluzione della crisi sovrana, i timori di contagio e la minaccia che incombe sui rating di molti paesi. Il Bund è stato in grande richiesta, grazie alla sua reputazione di valore rifugio di fronte al crollo delle azioni e al peggioramento delle prospettive economiche. Il segmento breve della curva tedesca ha beneficiato della riduzione dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno e delle aspettative che questo movimento sia destinato a proseguire: il rendimento a 2 anni ha chiuso l'anno a 0.14% (minimo storico), a fronte dello 0.86% di fine 2010 e ad un picco di poco oltre l'1.90% nella primavera, quando la BCE ha iniziato ad aumentare il tasso d'intervento.

- Inizialmente, l'obbligazione europea di riferimento (Bund decennale tedesco), così come la sua controparte USA, ha visto aumentare il suo rendimento, arrivato verso il 3.50% in aprile, il picco dell'anno e il livello più alto dall'estate del 2009. I titoli di Stato di riferimento dell'eurozona hanno risentito di dati economici ancora solidi e dei timori d'inflazione.

Relazione del Manager (segue)

Il rendimento del Bund decennale è poi sceso in linea con i rendimenti USA a lunga scadenza, scendendo sotto quota 3% a fine maggio, continuando a diminuire con un movimento di fuga verso la sicurezza giustificata dai crescenti timori sulla crisi sovrana europea. E' poi sceso sotto il 2% in settembre (toccando un nuovo minimo storico all'1.67% il 22 del mese). Massicci acquisti di titoli di Stato da parte della BCE a partire dall'8 agosto (22 miliardi di euro in una sola settimana), probabilmente concentrati sul debito spagnolo e italiano (le statistiche ufficiali non indicano quali obbligazioni siano coinvolte), non hanno avuto un impatto duraturo sul Bund tedesco. Questo atteggiamento conciliante della BCE, ansiosa di evitare l'aggravarsi della crisi nei paesi periferici, ha fatto venire meno le aspettative di un'ulteriore stretta monetaria. Il rendimento tedesco a 2 anni, che in aprile e maggio superava l'1.90% a causa dei due aumenti del tasso refi, è poi nettamente calato a poco meno dello 0.40% in settembre. Dopo due riduzioni dei tassi d'interesse in novembre e dicembre e le attese di un ulteriore allentamento monetario, ha chiuso l'anno al minimo storico dello 0.14%. L'ultimo trimestre è stato più movimentato per il rendimento a 10 anni, a causa delle oscillazioni della propensione al rischio in funzione degli sviluppi della crisi sovrana: tergiversazioni sul piano di sostegno alla Grecia (a causa dei negoziati politici mentre il testo veniva ratificato dai parlamenti nazionali); cambiamenti politici in Grecia e Italia; minacce ai rating di molti Stati membri; piano di ricapitalizzazione delle banche; partecipazione del settore privato, attraverso notevoli haircut sul debito greco; modifiche al FESF. Nonostante i progressi effettuati in occasione dei vertici dei capi di Stato e di Governo in ottobre e dicembre, gli investitori pensano ancora che le soluzioni avanzate non abbiano un'immediata rilevanza concreta. Sebbene le autorità stiano cercando di affrontare le questioni strutturali (migliore governance, maggiore integrazione fiscale), andando quindi nella giusta direzione, non appaiono in grado di fornire una rassicurazione nel breve termine, soprattutto perché l'avvicinarsi della recessione sta complicando la situazione. In questo scenario, gli investitori si sono nuovamente rivolti al Bund tedesco, facendone scendere ulteriormente il rendimento (all'1.83% a fine anno per il rendimento decennale, in caso di 113 pb su dodici mesi) e allargando lo spread rispetto a molti altri paesi dell'eurozona. Il Bund ha beneficiato del suo ruolo di investimento rifugio poiché i timori sull'eurozona non sono mai veramente venuti meno, deprimendo gli altri mercati e, ad esempio, spingendo al rialzo ad oltre il 7% il rendimento italiano a 10 anni. Da un lato i meccanismi di solidarietà tra Stati membri non sono ancora stati definiti con precisione e, dall'altro, gli investitori stanno cercando di ritrovare la calma viste le minacce che incombono sui rating sovrani.

Performance: commenti

- Al netto di commissioni, il fondo ha realizzato nel 2011 una performance assoluta positiva dell'1.57% a fronte del 3.24% del benchmark.
- Gran parte della sottoperformance relativa del 2011 (-32 punti base, o - 0.32%, al lordo di commissioni) è stata realizzata in primavera ed estate,
- ed è dovuta soprattutto alla sottoesposizione del portafoglio ai tassi d'interesse, concentrata ai paesi "core", in un periodo in cui quei tassi sono diminuiti.

Attività del portafoglio

- La duration del portafoglio è stata sottoesposta (in media) rispetto al benchmark.
- In termini di ripartizione geografica, il portafoglio è rimasto leggermente sovresposto alle obbligazioni sovrane italiane a breve scadenza rispetto all'indice.
- Sui paesi Euro Core, è rimasto sovresposto alla Francia (compresi gli emittenti finanziari) e sottoesposto alla Germania. La sottoesposizione ai tassi d'interesse è stata concentrata su questo paese.
- A fine dicembre 2011, il portafoglio non è più esposto alle obbligazioni portoghesi. Le ultime obbligazioni portoghesi sono state vendute nel T4 2011.

Relazione del Manager (segue)

- Il fondo è rimasto sovrappeso alle obbligazioni finanziarie per tutto il 2011. Tuttavia, abbiamo ridotto l'esposizione al debito subordinato nel T4 2011.

Prospettive alla fine del 2011

Tassi d'interesse

- **Tassi d'interesse a breve scadenza:** Dopo aver abbandonato un tentativo di “normalizzare” il livello del suo tasso di riferimento ad un livello del 2%, la BCE dovrebbe mantenere i tassi d'interesse all'1% o meno, per fornire un sostegno alla crescita, assicurando nel contempo il finanziamento del sistema bancario ed evitando un circolo vizioso e una stretta creditizia.
- **Obbligazioni:** Confermiamo la previsione di tassi decennali tedeschi verso il 3%. Le valutazioni delle obbligazioni tedesche ci appaiono eccessive in termini fondamentali, offrendo ora tassi reali negativi leggermente inferiori all'1% sul 10 anni. Riteniamo che i rendimenti siano eccessivamente bassi a causa della crisi dei paesi periferici dell'eurozona.

Rendimento tedesco	2/1/2012	Stima
3 mesi	-0.01%	0.90%
2 anni	0.19%	1.00%
5 anni	0.80%	1.75%
10 anni	1.89%	3.00%
30 anni	2.43%	3.40%

Mercati del credito

- Restiamo prudenti sui finanziari e sugli industriali. Gli industriali possono presentare valore, sulla base dell'analisi caso per caso, e presentano spesso una minore volatilità dei titoli sovrani dei rispettivi paesi. Per quanto riguarda i finanziari, permangono incertezze su tre fronti: il modo in cui si finanzieranno nel medio termine, l'impatto della crisi sovrana e l'impatto del nuovo quadro normativo e in particolare di Basilea III. Oggi preferiamo un'esposizione più prudente a causa delle forti oscillazioni delle valutazioni dei finanziari. Cerchiamo tuttavia di sfruttare le valutazioni interessanti sui mercati primari per banche di qualità che emettono debito a breve scadenza.

Conclusioni

- La politica, ovvero le decisioni adottate dai leader dei governi dell'eurozona, sarà decisiva nel delineare l'esito della crisi in corso. Oltre che in Grecia, prevediamo che misure di ristrutturazione del debito si rivelino necessarie anche in Irlanda e Portogallo. I termini relativi alla ristrutturazione del debito accordati alla Grecia potrebbero fungere da modello per altri paesi, ma non escludiamo ulteriori periodi di incertezza e di volatilità dovuti alle difficoltà dei mercati finanziari determinate dalla natura opaca caratteristica dei processi decisionali in politica. Monitoreremo attentamente i progressi, ma tenderemo ad una maggiore cautela in termini di posizionamento attivo, vista la relativa mancanza di visibilità.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Euro

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		72,994,307.21
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	68,269,253.37
<i>Prezzo d'acquisto</i>		68,327,716.63
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-58,463.26
Depositi bancari a vista e liquidità		3,193,836.17
Interessi maturati		1,432,927.01
Sottoscrizioni da regolare		89,410.00
Altre voci dell'attivo		8,880.66
Passivo		437,459.16
Tassa d'abbonamento	Nota 4	9,069.60
Rimborsi chiesti e non regolati		255,463.37
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	90,440.00
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	73,276.22
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	1,868.57
Cambio a pronti da pagare		4,274.45
Altre voci del passivo		3,066.95
Valore netto d'inventario		72,556,848.05

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	0.000	0.000	0.000	0.000
Obbligazionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	5,445,044.876	1,269,935.911	2,040,100.977	4,674,879.810

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	72,556,848.05	83,215,343.13	59,421,539.90
Obbligazionario Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	EUR	EUR	EUR	
Numero di quote parti		0.000	0.000	38,262.188
Valore d'inventario netto della quota parte		0.00	0.00	15.94
Obbligazionario Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	EUR	EUR	EUR	
Numero di quote parti		4,674,879.810	5,445,044.876	3,929,935.337
Valore d'inventario netto della quota parte		15.52	15.28	14.97

NEF - Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			68,269,253.37	94.09%
Obbligazioni			66,986,333.66	92.32%
<i>Austria</i>				
1,000,000	AUSTRIA 3.20 10-17 20/02A	EUR	1,682,530.00	2.32%
600,000	AUSTRIA 3.50 05-21 15/09A	EUR	1,051,075.00	1.45%
			631,455.00	0.87%
<i>Belgio</i>				
300,000	BELGIAN 0318 3.75 10-20 28/09A	EUR	5,400,490.00	7.44%
			297,690.00	0.41%
4,400,000	BELGIQUE -43- 4.25 04-14 28/09A	EUR	4,591,730.00	6.33%
500,000	FORTIS BANQUE 4.50 07-14 30/05A	EUR	511,070.00	0.70%
<i>Francia</i>				
800,000	AUCHAN 3.00 11-16 02/12A	EUR	26,191,863.00	36.10%
500,000	BFCM 3.00 10-15 29/10A	EUR	820,668.00	1.13%
1,000,000	BNP PARIBAS 2.875 10-15 13/07U	EUR	486,367.50	0.67%
450,000	BNP PARIBAS EMTN 3.50 11-16 07/03A	EUR	996,445.00	1.37%
350,000	CASINO GUICHARD EMTN 5.50 09-15 30/01A	EUR	455,620.50	0.63%
500,000	CIF 3.75 10-15 22/01A	EUR	366,952.25	0.51%
600,000	CREDIT AGRICOLE 232 5.971 08-18 01/02A	EUR	467,710.00	0.64%
2,000,000	CRH 3.90 11-21 18/01A	EUR	545,964.00	0.75%
2,100,000	CRH 4.25 03-14 25/10A	EUR	2,041,380.00	2.81%
			2,207,152.50	3.05%
350,000	DEXIA CLF EMTN 5.375 09-14 21/07A	EUR	302,242.50	0.42%
1,000,000	DEXIA MUNICIPL AGENCY 3.875 06-14 12/03A	EUR	1,003,825.00	1.38%
1,500,000	FRANCE OAT 3.00 04-15 25/10A	EUR	1,575,262.50	2.17%
650,000	FRANCE OAT 3.75 06-17 25/04A	EUR	701,610.00	0.97%
800,000	FRANCE OAT 3.75 08-19 25/10A	EUR	852,120.00	1.17%
1,500,000	FRANCE OAT 4.00 04-55 25/04A	EUR	1,585,987.50	2.19%
1,500,000	FRANCE OAT 4.00 06-38 25/10A	EUR	1,589,100.00	2.19%
1,000,000	FRANCE OAT 4.25 06-23 25/10A	EUR	1,091,350.00	1.50%
3,000,000	FRANCE OAT 3.50 10-26 25/04A	EUR	3,001,425.00	4.15%
500,000	FRANCE TELECOM 5.625 08-18 22/05A	EUR	572,777.50	0.79%
500,000	FRANCE TELECOM EMTN 4.125 11-19 23/01A	EUR	524,620.00	0.72%
900,000	KLEPIERRE 4.25 06-16 16/03A	EUR	916,344.00	1.26%
500,000	LEGRAND SA 4.25 10-17 24/02A	EUR	515,455.00	0.71%
1,000,000	NATIXIS EMTN 4.375 03-13 20/06A	EUR	984,750.00	1.36%
750,000	SCHNEIDER ELECTRIC 5.375 07-15 08/01A	EUR	823,916.25	1.14%
600,000	SOCIETE GENERALE 3.125 10-17 21/09A	EUR	556,347.00	0.77%
300,000	SOCIETE GENERALE 3.75 09-14 21/08A	EUR	299,272.50	0.41%
200,000	SOCIETE GENERALE EMTN 5.125 08-13 19/12A	EUR	205,314.00	0.28%
500,000	UNIBAIL RODAM RED 3.375 10-15 11/03A	EUR	509,667.50	0.70%
200,000	3CIF 3.75 11-14 10/03A	EUR	192,217.00	0.26%
<i>Germania</i>				
1,850,000	BRD 3.00 10-20 04/07A	EUR	8,121,739.66	11.19%
650,000	DEUTSCHLAND INDEXED 1.75 09-20 15/04U	EUR	2,053,555.50	2.83%
1,900,000	GERMANY -06- 3.75 06-17 04/01A	EUR	797,126.66	1.10%
2,700,000	GERMANY -06- 4.00 06-16 04/07A	EUR	2,173,077.50	2.99%
			3,097,980.00	4.27%
<i>Isola di Jersey</i>				
350,000	UBS AG JERSEY 4.75 07-17 07/06A	EUR	369,750.50	0.51%
			369,750.50	0.51%
<i>Italia</i>				
2,000,000	BTPS 4.00 10-20 01/09S	EUR	10,760,777.25	14.83%
500,000	INTESA SAN PAOLO 3.75 09-16 23/11A	EUR	1,679,100.00	2.31%
1,000,000	ITALY BTP 3.75 06-16 01/08S	EUR	450,855.00	0.62%
400,000	ITALY BTP 4.00 05-37 01/02S	EUR	917,625.00	1.26%
3,500,000	ITALY BTP 4.00 06-17 01/02S	EUR	280,770.00	0.39%
3,300,000	ITALY BTPS 2.00 10-13 01/06S	EUR	3,205,212.50	4.43%
150,000	TELECOM ITALIA 5.125 11-16 25/01A	EUR	3,195,637.50	4.40%
1,000,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.375 04-19 29/01A	EUR	143,492.25	0.20%
			888,085.00	1.22%
<i>Lussemburgo</i>				
500,000	EUROP.INVEST.BK EMTN 4.00 05-37 15/10A	EUR	544,487.50	0.75%
			544,487.50	0.75%
<i>Paesi Bassi</i>				
300,000	E.ON INTL FINANCE 4.875 09-14 28/01A	EUR	3,858,657.50	5.32%
450,000	FORTIS BANK NED REGS 4.00 10-15 02/03A	EUR	320,302.50	0.44%
150,000	NEDERLAND 5.50 98-28 15/01A	EUR	457,785.00	0.63%
1,250,000	NEDERLANDS 3.25 05-15 15/07A	EUR	207,697.50	0.29%
800,000	NETHERLANDS 3.50 10-20 15/07A	EUR	1,351,437.50	1.86%
600,000	SAINT GOBAIN NEDERL 5.00 04-14 25/04A	EUR	889,500.00	1.23%
			631,935.00	0.87%
<i>Regno Unito</i>				
350,000	BP CAPITAL MARKETS 3.10 10-14 07/10A	EUR	1,295,860.75	1.79%
			363,417.25	0.50%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Euro

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
600,000	HSBC BANK 3.875 11-16 16/03A	EUR	622,224.00	0.86%
300,000	HSBC HOLDINGS 6.25 08-18 19/03A	EUR	310,219.50	0.43%
<i>Spagna</i>			<i>7,097,525.00</i>	<i>9.78%</i>
1,500,000	BBVA 4.875 11-16 15/04A	EUR	1,482,765.00	2.04%
1,400,000	SPAIN 4.10 08-18 30/07A	EUR	1,377,005.00	1.90%
400,000	SPAIN 4.20 05-37 31/01A	EUR	315,450.00	0.43%
1,000,000	SPAIN STRIP 3.15 05-16 31/01A	EUR	980,750.00	1.35%
1,500,000	SPAIN STRIP 3.80 06-17 31/01A	EUR	1,478,625.00	2.04%
500,000	SPANISH GOVT 3.00 10-15 30/04A	EUR	492,775.00	0.68%
1,000,000	TELEFONICA EMIS SA 3.406 10-15 24/03A	EUR	970,155.00	1.34%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>535,557.50</i>	<i>0.74%</i>
500,000	JPMORGAN CHASE AND CO 6.125 09-14 01/04A	EUR	535,557.50	0.74%
<i>Svezia</i>			<i>1,127,095.00</i>	<i>1.55%</i>
1,000,000	VATTENFALL AB EMTN 5.25 09-16 17/03A	EUR	1,127,095.00	1.55%
Obbligazioni convertibili			259,063.56	0.36%
<i>Francia</i>			<i>259,063.56</i>	<i>0.36%</i>
1,200	AXA SUB CV 2.50 99-14 01/01A	EUR	259,063.56	0.36%
Obbligazioni a tasso variabile			1,023,856.15	1.41%
<i>Francia</i>			<i>130,875.00</i>	<i>0.18%</i>
150,000	CREDIT LOGEMENT SUB FL.R 07-17 15/06Q	EUR	130,875.00	0.18%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>365,848.00</i>	<i>0.50%</i>
400,000	UBS JERSEY BRANCH FL.R 06-18 25/09A	EUR	365,848.00	0.50%
<i>Italia</i>			<i>245,414.75</i>	<i>0.34%</i>
350,000	INTESA SANPAOLO SUB FL.R 10-XX 01/06A	EUR	245,414.75	0.34%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>281,718.40</i>	<i>0.39%</i>
350,000	CITIGROUP EMTN VAR FL.R 05-17 30/11A	EUR	281,718.40	0.39%
Totale portafoglio titoli			68,269,253.37	94.09%

NEF - Obbligazionario Euro

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		2,909,280.48
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	2,884,327.20
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	16,072.62
Altri redditi		8,880.66
Spese		1,316,985.63
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	934,444.12
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	28,131.80
Tassa d'abbonamento	Nota 4	37,998.03
Spese amministrative		62,308.20
Commissioni di domiciliazione		728.43
Interessi bancari su conti correnti		332.63
Spese legali		280.58
Spese di transazioni	Nota 2	8,986.58
Spese di pubblicazione e stampa		6,263.63
Spese di banca corrispondente	Nota 2	165,939.37
Altre spese		71,572.26
Reddito netto da investimenti		1,592,294.85
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-962,385.21
- opzioni	Nota 2	-18,319.80
- future	Nota 2	191,684.82
- cambi	Nota 2	9,073.76
Utile netto realizzato		812,348.42
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		349,750.33
- future		-52,915.00
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		1,109,183.75
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		19,453,780.65
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		<i>19,453,780.65</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-31,221,459.48
<i>Obbligazionario Euro - Category R</i>		<i>-31,221,459.48</i>
Diminuzione del patrimonio netto		-10,658,495.08
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		83,215,343.13
Patrimonio netto a fine dell'anno		72,556,848.05

NEF
- Obbligazionario Paesi Emergenti

Relazione del Manager

Analisi dei mercati e performance del fondo

Il reddito fisso emergente ha realizzato una solida performance nella prima metà del 2011, per poi diventare molto turbolento a partire da agosto 2011 soprattutto a causa dei danni collaterali provocati dall'Europa. Dopo il panico di settembre sui mercati mondiali, il mercato si è completamente ripreso in ottobre, ha poi perso terreno in novembre e ha chiuso l'anno su una nota positiva, poiché è venuta meno la probabilità di un rischio di coda catastrofico dall'Europa.

Il fondo ha realizzato una performance inferiore al suo benchmark nell'anno, nonostante i risultati decenti del primo semestre. Nella seconda metà dell'anno, quando il clima del mercato si è guastato a causa del declassamento degli USA e dell'intensificarsi della crisi europea, il mercato è diventato sempre più volatile. Abbiamo perso terreno soprattutto per la nostra sovrapposizione in Kazakistan, ai titoli sovrani a beta elevato, alle obbligazioni corporate e per la sottoesposizione ai Treasury statunitensi.

Strategia del portafoglio

Gli ultimi dati sull'economia USA non solamente superano le attese, ma sono solidi anche in termini assoluti. Il rimbalzo degli Stati Uniti favorisce la nostra posizione long sull'America Latina contro Europa dell'Est, e prevediamo che questa posizione continui a realizzare buoni risultati (soprattutto grazie alla sovrapposizione dell'America Latina). Il Messico beneficia dell'incremento della crescita USA, mentre in ottobre l'attività del Brasile ha smesso di diminuire. Continuiamo a rilevare valore in Argentina e Venezuela (elezioni primarie in febbraio).

In Europa dell'Est è aumentata la differenza tra grandi mercati interni e piccole economie aperte, ma nel complesso anche in questa regione i dati economici non hanno rispettato le previsioni pessimistiche degli economisti. Sicuramente, il processo di deleveraging delle banche europee frenerà notevolmente la regione quest'anno e probabilmente anche il prossimo, ma sembra che i canali di trasmissione stiano operando più lentamente del previsto. Al momento siamo neutrali/difensivi in Europa dell'Est. Siamo sovrapposti sulla Russia (contro Turchia e Sud Africa), e non riteniamo che le prossime elezioni presidenziali rappresentino una minaccia per il mercato. Nel medio termine, è probabile invece che stimolino il dibattito democratico e la formazione di una opposizione reale e unita. I prezzi del petrolio sono elevati e la bilancia dei pagamenti riporterà un'enorme eccedenza nel primo trimestre.

Prospettive del mercato

La crescita USA sta registrando una buona ripresa, mentre la Cina sta realizzando un atterraggio morbido pilotato dal governo con le sue misure restrittive. A livello regionale, riteniamo che la crescita resterà solida, in linea con il suo potenziale in Asia, America Latina e Africa. La Russia/CSI sta crescendo leggermente al di sotto del potenziale, ma sembra ora in consolidamento. L'Europa centrale e orientale registrerà la crescita più modesta, con un indebolimento dovuto ai legami commerciali e finanziari con l'Europa occidentale. Restiamo positivi sulle prospettive dei mercati emergenti, che presentano tutte le condizioni per un rimbalzo nel primo trimestre. Il mercato non è immune ad un rischio eventi imprevisti, ma in assenza di un altro evento politico dirompente, appare conveniente investire.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		64,082,249.78
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	58,448,573.00
<i>Prezzo d'acquisto</i>		55,255,399.92
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		3,193,173.08
Depositi bancari a vista e liquidità		4,220,770.27
Interessi maturati		1,090,033.43
Sottoscrizioni da regolare		314,331.87
Altre voci dell'attivo		8,541.21
Passivo		2,070,241.34
Debiti bancari a vista		964,379.79
Tassa d'abbonamento	Nota 4	7,648.21
Rimborsi chiesti e non regolati		257,012.68
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	574,039.80
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	166,707.73
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	92,001.72
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	2,613.68
Cambio a pronti da pagare		3,615.75
Altre voci del passivo		2,221.98
Valore netto d'inventario		62,012,008.44

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	441,131.604	7,437.571	406,456.605	42,112.570
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,799,132.192	1,069,527.592	1,076,001.472	2,792,658.312

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	62,012,008.44	68,965,276.84	31,156,151.44
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		42,112.570	441,131.604	403,000.100
Valore d'inventario netto della quota parte		24.53	23.28	20.73

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	62,012,008.44	68,965,276.84	31,156,151.44
Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,792,658.312	2,799,132.192	1,206,009.107
Valore d'inventario netto della quota parte		21.84	20.97	18.91

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			51,556,232.02	83.14%
Obbligazioni			51,556,232.02	83.14%
<i>Brasile</i>			4,622,535.73	7.46%
1,250,000	BANCO VOTORANTIM 6.25 11-16 16/05S	BRL	526,822.30	0.85%
2,750,000	BRAZIL 12.50 06-22 05/01S	BRL	1,422,893.64	2.29%
800,000	BRAZIL 7.125 06-37 20/01S	USD	853,188.03	1.38%
3,300,000	COELBA 11.75 11-16 27/04S	BRL	1,436,242.39	2.32%
500,000	TELEMAR N L REGS 5.50 10-20 23/10S	USD	383,389.37	0.62%
<i>Cile</i>			335,701.37	0.54%
400,000	CHILI 3.875 10-20 05/08S	USD	335,701.37	0.54%
<i>Colombia</i>			1,935,897.28	3.12%
900,000	COLOMBIA 7.375 09-19 18/03S	USD	884,523.53	1.43%
150,000	COLOMBIA 8.25 04-14 22/12S	USD	136,987.01	0.22%
750,000	COLOMBIA 11.75 00-20 25/02S	USD	914,386.74	1.47%
<i>Costa d'Avorio</i>			272,953.47	0.44%
700,000	COTE D IVOIRE REGS FL.R 10-32 31/12S	USD	272,953.47	0.44%
<i>Croazia</i>			1,004,190.47	1.62%
1,410,000	CROATIA REGS 6.375 11-21 24/03S	USD	1,004,190.47	1.62%
<i>Emirati arabi</i>			709,846.20	1.14%
1,000,000	DP WORLD REG S 6.85 07-37 02/07S	USD	709,846.20	1.14%
<i>Filippine</i>			1,202,949.61	1.94%
1,300,000	PHILIPPINES 6.375 09-34 23/10S	USD	1,202,949.61	1.94%
<i>Georgia</i>			215,011.94	0.35%
270,000	GEORGIA 6.875 11-21 12/04S	USD	215,011.94	0.35%
<i>Ghana</i>			279,915.95	0.45%
330,000	GHANA 8.50 07-17 04/10A	USD	279,915.95	0.45%
<i>Indonesia</i>			2,724,860.30	4.40%
600,000	INDONESIA REGS 6.875 06-17 09/03S	USD	540,955.25	0.87%
1,950,000	INDONESIA REGS 8.50 05-35 12/10S	USD	2,183,905.05	3.53%
<i>Irlanda</i>			621,708.01	1.00%
800,000	RZD EMTN 5.739 10-17 03/04S	USD	621,708.01	1.00%
<i>Isole Caiman</i>			2,540,587.46	4.10%
1,100,000	BANCO BRASIL REG S 5.875 11-22 26/01S	USD	856,965.37	1.39%
600,000	BRASKEM FIN I. REG-S 7.00 10-20 07/05S	USD	498,070.95	0.80%
400,000	CHINA OVERSEA FIN 5.50 10-20 10/11S	USD	293,614.66	0.47%
500,000	IPIC GMTN EMTN 5.875 11-21 14/03A	EUR	483,835.00	0.78%
500,000	KUWAIT PROJECTS EMTN 9.375 10-20 15/07S	USD	408,101.48	0.66%
<i>Isole Vergini Britanniche</i>			277,993.86	0.45%
450,000	FRANSHION DEVL T 6.75 11-21 15/04S	USD	277,993.86	0.45%
<i>Kazakistan</i>			875,021.97	1.41%
500,000	ALLIANCE BANK REGS 10.50 10-17 25/03S	USD	300,890.71	0.49%
1,908,710	BTA BANK JSC 10.75 10-18 01/07S	USD	259,429.08	0.42%
390,000	KAZATOMPROM REG-S 6.25 10-15 20/05S	USD	314,702.18	0.50%
<i>Libano</i>			685,158.24	1.10%
750,000	LIBAN EMTN 8.25 06-21 12/04S	USD	685,158.24	1.10%
<i>Lituania</i>			1,665,969.04	2.69%
880,000	LITHUANIA REGS 5.125 10-17 14/09S	USD	670,402.35	1.09%
850,000	REPUBLIC OF LITHUANIA 6.125 11-21 09/03S	USD	658,896.16	1.06%
400,000	REPUBLIC OF LITHUANIA 7.375 10-20 11/02S	USD	336,670.53	0.54%
<i>Lussemburgo</i>			1,736,772.19	2.80%
400,000	GAZ CAPITAL REG S 5.999 11-21 23/01S	USD	307,863.05	0.50%
200,000	GAZ CAPITAL REG S 9.25 09-19 23/04S	USD	184,507.31	0.30%
700,000	KAZMUNAIGAZ FIN REGS 11.75 09-15 23/01S	USD	637,709.25	1.02%
738,000	KAZMUNAIGAZ FIN REG-S 7.00 10-20 05/05S	USD	606,692.58	0.98%
<i>Malesia</i>			347,142.75	0.56%
400,000	PETRONAS CAP 5.25 09-19 12/08S	USD	347,142.75	0.56%
<i>Messico</i>			1,469,608.54	2.37%
500,000	COMIS FEDER ELEC REGS 4.875 11-21 26/05S	USD	399,785.53	0.64%
800,000	MEXICAN STATES 5.95 08-19 19/03S	USD	734,770.84	1.19%
400,000	PEMEX 5.50 10-21 21/01S	USD	335,052.17	0.54%
<i>Nigeria</i>			219,305.35	0.35%
270,000	NIGERIA REGS 6.75 11-21 28/01S	USD	219,305.35	0.35%
<i>Paesi Bassi</i>			826,596.14	1.33%
600,000	KAZMUNAIGAZ FIN. REGS 6.375 10-21 09/04S	USD	471,428.24	0.76%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
430,000	MYRIAD INTL HLD REGS 6.375 10-17 28/07S	USD	355,167.90	0.57%
	<i>Panama</i>		3,115,964.54	5.03%
650,000	CREDITO DEL PERU REG-S5.375 10-20 16/09S	USD	493,294.70	0.80%
1,700,000	PANAMA (REP.) 6.70 06-36 26/01S	USD	1,717,277.23	2.77%
250,000	PANAMA (REP.) 8.875 97-27 30/09S	USD	290,795.27	0.47%
500,000	PANAMA (REP.) 9.375 99-29 01/04S	USD	614,597.34	0.99%
	<i>Perù</i>		924,518.90	1.49%
900,000	PERU 7.35 05-25 21/07S	USD	924,518.90	1.49%
	<i>Polonia</i>		1,979,506.33	3.19%
1,000,000	POLAND 5.00 05-15 19/10S	USD	816,562.33	1.32%
1,050,000	POLAND 5.00 11-22 23/03S	USD	818,580.45	1.31%
400,000	POLAND 6.375 09-19 15/07S	USD	344,363.55	0.56%
	<i>Qatâr</i>		2,041,063.84	3.29%
1,500,000	QATAR DIAR FIN REG S 5.00 10-20 21/07S	USD	1,239,027.36	2.00%
1,000,000	STATE OF QATAR REGS 4.50 11-22 20/01S	USD	802,036.48	1.29%
	<i>Russia</i>		4,250,493.02	6.86%
1,900,000	RUSSIA REG -S- 5.00 10-20 29/04S	USD	1,515,646.11	2.44%
150,000	RUSSIA REG -S- 11.00 98-18 24/07S	USD	160,598.77	0.26%
300,000	RUSSIA REG -S- 12.75 98-28 24/06S	USD	397,490.14	0.64%
2,421,500	RUSSIA REG-S STEP UP 7.50 00-30 31/03S	USD	2,176,758.00	3.52%
	<i>Salvador</i>		931,789.96	1.50%
1,000,000	EL SALVADOR REP REG S 7.625 11-41 01/02S	USD	787,027.59	1.27%
182,000	EL SALVADOR REP REG-S 7.65 05-35 15/06S	USD	144,762.37	0.23%
	<i>Senegal</i>		336,921.87	0.54%
440,000	SENEGAL (REP OF) 8.75 11-21 13/06S	USD	336,921.87	0.54%
	<i>Serbia</i>		270,646.88	0.44%
360,000	SERBIA REGS 7.25 11-21 28/09S	USD	270,646.88	0.44%
	<i>Sri Lanka</i>		325,114.54	0.52%
220,000	SRI LANKA 6.25 10-20 04/10S	USD	170,910.19	0.27%
200,000	SRI LANKA REGS 6.25 11-21 27/07S	USD	154,204.35	0.25%
	<i>Sudafrica</i>		1,563,966.31	2.52%
200,000	AFRIQUE DU SUD 5.875 07-31 30/05A	USD	178,319.81	0.29%
1,600,000	SOUTH AFRICA REP OF) 5.50 10-20 09/03S	USD	1,385,646.50	2.23%
	<i>Turchia</i>		2,329,610.68	3.76%
2,200,000	TURKEY 5.125 11-22 25/03S	USD	1,632,759.10	2.64%
550,000	TURKEY 11.875 00-30 15/01S	USD	696,851.58	1.12%
	<i>Ungheria</i>		1,739,006.11	2.80%
2,500,000	HUNGARY (REPUBLIC OF) 6.375 11-21 29/03A	USD	1,739,006.11	2.80%
	<i>Uruguay</i>		1,601,360.23	2.58%
800,000	URUGUAY 8.00 05-22 18/11S	USD	849,370.12	1.37%
700,000	URUGUAY (REP.ORIEN.OF)7.625 06-36 21/03S	USD	751,990.11	1.21%
	<i>Venezuela</i>		5,576,542.94	9.00%
1,400,000	ELECTRICIDAD CARACAS 8.50 08-18 10/04S	USD	655,962.59	1.06%
590,000	PETROLEOS VENEZ.REGS 8.50 10-17 02/11S	USD	345,174.40	0.56%
1,200,000	PETROLEOS VENEZUELA 4.90 09-14 28/10S	USD	728,119.64	1.17%
2,200,000	PETROLEOS VENEZUELA 5.25 07-17 12/04S	USD	1,085,011.98	1.75%
2,500,000	PETROLEOS VENEZUELA 5.375 07-27 12/04S	USD	953,474.00	1.54%
1,690,000	VENEZUELA 11.95 11-31 05/08S	USD	1,070,470.48	1.73%
1,060,000	VENEZUELA REGS 12.75 10-22 23/08S	USD	738,329.85	1.19%
Azioni/Quote di OICR/OIC			6,892,340.98	11.11%
Azioni/Quote di fondo d'investimento			6,892,340.98	11.11%
	<i>Lussemburgo</i>		6,892,340.98	11.11%
91,000	BNPP L1 FD BOND WORLD EME CORP -I-	USD	6,892,340.98	11.11%
Totale portafoglio titoli			58,448,573.00	94.25%

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		3,820,593.81
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	3,810,441.69
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	1,545.76
Altri redditi		8,606.36
Spese		1,711,114.28
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,109,548.52
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	41,996.90
Tassa d'abbonamento	Nota 4	26,928.46
Spese amministrative		55,187.43
Commissioni di domiciliazione		614.18
Interessi bancari su conti correnti		27,154.22
Spese legali		84.46
Spese di transazioni	Nota 2	13,023.25
Spese di pubblicazione e stampa		5,358.12
Spese di banca corrispondente	Nota 2	139,309.86
Altre spese		291,908.88
Reddito netto da investimenti		2,109,479.53
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	671,299.64
- opzioni	Nota 2	-295,987.99
- future su cambi	Nota 2	-712,330.88
- future	Nota 2	60,333.94
- swaps	Nota 2	226,631.97
- cambi	Nota 2	-1,279,158.70
Utile netto realizzato		780,267.51
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		2,220,233.33
- future su cambi		-65,530.03
- future		-166,707.73
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		2,768,263.08
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		23,128,952.46
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		174,099.76
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		22,954,852.70
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-32,850,483.94
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category I</i>		-9,910,669.01
<i>Obbligazionario Paesi Emergenti - Category R</i>		-22,939,814.93
Diminuzione del patrimonio netto		-6,953,268.40
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		68,965,276.84
Patrimonio netto a fine dell'anno		62,012,008.44

NEF

- Obbligazionario Breve Termine Euro

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Relazione del Manager

Il fondo è stato creato nel gennaio del 2003, con una capitalizzazione di EUR 14 milioni. Alla fine del 2011, il volume del fondo aveva raggiunto EUR 121.9 milioni.

Nel 2011 i bund tedeschi erano molto favoriti all'interno dei mercati azionari europei. I timori legati all'inflazione hanno spinto il rendimento dei bund a 10 anni fino al 3.5% nel primo trimestre, tuttavia, a partire da aprile, si è registrato un incremento della domanda di bund a seguito dell'ulteriore inasprimento della crisi dell'euro. Mentre i rendimenti dei titoli di stato dei paesi periferici della zona euro sono aumentati significativamente, i rendimenti dei bund tedeschi sono diminuiti notevolmente. I titoli con una scadenza a dieci anni hanno registrato il rendimento storicamente più basso pari all'1.6%, mentre per la maggior parte del secondo semestre si sono mantenuti al di sotto del 2%. Tale sviluppo è riuscito per la maggior parte a compensare le perdite generate dalle obbligazioni periferiche. Rispetto all'indice (Iboxx Euro Sovereign Index) i titoli di stato europei hanno registrato un rendimento pari al 3.4% nel 2011.

Sullo sfondo di un'area euro afflitta dal debito, l'Euro si è deprezzato nei confronti del dollaro USD del 2% circa nel corso dell'anno e l'ultima quotazione lo riporta a un valore pari a 1.30.

Considerata la difficile situazione del mercato nel 2011, il gestore del fondo NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro ha preferito mantenere, per la prima metà dell'anno, una posizione alquanto neutra in termini di duration e curva rispetto al benchmark. L'alto livello di incertezza rispetto allo sviluppo futuro dell'eurozona ha portato a un'insolita volatilità su base quotidiana. La parte più ampia del portafoglio è costituita da titoli di stato e da obbligazioni garantite di alta qualità, a dimostrazione del carattere difensivo del fondo. Nel corso dell'anno, il fondo ha evidenziato una posizione sottopesata rispetto al debito dei governi periferici.

Informazioni sul fondo:

Volume:	EUR 121.9 milioni
Duration modificata:	1.73%
Cedola media:	3.17%
Rendimento a scadenza medio:	2.96%

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		122,511,885.32
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	115,476,263.60
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>116,961,468.36</i>
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		<i>-1,485,204.76</i>
Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2,9	-8,287.50
Depositi bancari a vista e liquidità		4,275,649.41
Interessi maturati		1,831,010.52
Sottoscrizioni da regolare		892,954.29
Plusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	44,295.00
Passivo		813,842.58
Opzioni vendute a prezzo di mercato	Nota 2,8	-4,249.92
Tassa d'abbonamento	Nota 4	15,197.75
Rimborsi chiesti e non regolati		716,242.93
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	71,069.41
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	3,108.83
Cambio a pronti da pagare		7,111.75
Altre voci del passivo		5,361.83
Valore netto d'inventario		121,698,042.74

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	10,810.923	0.000	0.000	10,810.923
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	11,326,009.668	3,182,449.128	5,008,194.402	9,500,264.394

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	121,698,042.74	143,146,328.75	134,808,340.14
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		10,810.923	10,810.923	42,953.045
Valore d'inventario netto della quota parte		13.41	13.18	13.16

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	121,698,042.74	143,146,328.75	134,808,340.14
Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		9,500,264.394	11,326,009.668	10,598,876.744
Valore d'inventario netto della quota parte		12.79	12.63	12.67

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			115,476,263.60	94.88%
Obbligazioni			115,476,263.60	94.88%
<i>Australia</i>			<i>454,257.00</i>	<i>0.37%</i>
450,000	ANZ BANKING GROUP 2.625 09-12 16/11A	EUR	454,257.00	0.37%
<i>Austria</i>			<i>3,145,177.50</i>	<i>2.58%</i>
2,500,000	AUSTRIA EMTN 3.80 03-13 20/10A	EUR	2,641,250.00	2.17%
500,000	OESTERREICH VOLKSBK 2.25 09-12 14/09A	EUR	503,927.50	0.41%
<i>Belgio</i>			<i>7,244,465.00</i>	<i>5.95%</i>
3,000,000	BELGIUM -41-LINEAIRE 4.25 03-13 28/09A	EUR	3,108,075.00	2.55%
3,000,000	BELGIUM -54-LINEAIRE 4.00 08-14 28/03A	EUR	3,101,175.00	2.55%
1,000,000	ELIA SYSTEM OP SA/NV 4.50 09-13 22/04A	EUR	1,035,215.00	0.85%
<i>Croazia</i>			<i>998,800.00</i>	<i>0.82%</i>
1,000,000	CROATIA 5 04-14 15/04A	EUR	998,800.00	0.82%
<i>Francia</i>			<i>13,921,826.25</i>	<i>11.44%</i>
500,000	BANQUE POPULAIRE CB 4.25 08-13 29/01A	EUR	511,787.50	0.42%
300,000	BANQUE PSA FINANCE 3.875 10-13 18/01A	EUR	298,429.50	0.25%
1,000,000	BANQUE PSA FINANCE 4.00 11-15 24/06A	EUR	932,695.00	0.77%
1,300,000	BNPP HOME LOAN COV 2.25 09-12 01/10A	EUR	1,303,250.00	1.07%
750,000	BPCB 3.875 09-14 05/06A	EUR	774,806.25	0.64%
1,500,000	CA COVERED BONDS 2.625 11-14 28/01A	EUR	1,507,020.00	1.24%
2,000,000	CREDIT AGRICOLE CB 3 2.25 10-13 29/01A	EUR	2,003,300.00	1.65%
2,000,000	FRANCE BTAN 2.00 10-15 12/07A	EUR	2,034,500.00	1.67%
2,000,000	FRANCE BTAN 2.00 11-13 25/09A	EUR	2,043,200.00	1.67%
1,700,000	GCE COVERED BONDS 8.625 09-13 04/02S	EUR	1,704,590.00	1.40%
800,000	STE GAL SFH EMTN 3.25 11-16 06/06A	EUR	808,248.00	0.66%
<i>Germania</i>			<i>10,682,529.10</i>	<i>8.78%</i>
1,150,000	BAYERISCHE LDBK EMTN 3.50 09-13 08/10A	EUR	1,170,337.75	0.96%
600,000	DAIMLER EMTN 3.00 10-13 19/07A	EUR	613,776.00	0.50%
750,000	DEUTSCHE POSTBANK AG 4.25 08-13 16/01A	EUR	772,593.75	0.63%
1,500,000	DEXIA KOMMUNALBANK 2.75 11-14 30/05A	EUR	1,490,167.60	1.22%
2,000,000	EUROHYPO EMTN 2297 3.75 09-14 24/03A	EUR	2,081,050.00	1.72%
1,500,000	LDBK BADEN-WUERTT 16 1.75 11-14 17/01A	EUR	1,514,190.00	1.25%
200,000	MERCK FIN SERVICES 3.375 10-15 24/03A	EUR	208,159.00	0.17%
1,000,000	NRW.BANK 3.00 09-12 13/02A	EUR	1,002,300.00	0.82%
800,000	VOLKSWAGEN BANK 2.375 10-13 28/06A	EUR	811,280.00	0.67%
1,000,000	VOLKSWAGEN LEASING 2.75 11-15 13/07A	EUR	1,018,675.00	0.84%
<i>Irlanda</i>			<i>5,842,075.00</i>	<i>4.80%</i>
1,500,000	ALLIED IRISH BK.EMTN 3.25 10-13 04/02A	EUR	1,341,375.00	1.10%
1,000,000	BANK OF IRELAND 4.625 09-14 16/09A	EUR	849,050.00	0.70%
150,000	CATERPILLAR INTL FIN 5.125 09-12 04/06A	EUR	152,400.00	0.13%
1,500,000	DEPFA ACS BANK REGS 3.25 05-12 15/02A	EUR	1,499,250.00	1.23%
2,000,000	IRISH GOVT 3.90 09-12 05/03A	EUR	2,000,000.00	1.64%
<i>Italia</i>			<i>28,246,710.00</i>	<i>23.21%</i>
2,000,000	BTPS 3.00 10-15 15/04S	EUR	1,853,600.00	1.52%
3,000,000	BTPS 4.25 08-13 15/04S	EUR	2,999,325.00	2.46%
1,000,000	INTESA SAN PAOLO 3.50 11-13 27/11A	EUR	969,870.00	0.80%
3,000,000	ITALY BTP 2.50 09-12 01/07S	EUR	2,990,625.00	2.46%
1,000,000	ITALY BTP 3.00 09-12 01/03S	EUR	1,000,775.00	0.82%
3,000,000	ITALY BTP 3.00 11-14 01/04S	EUR	2,878,050.00	2.36%
1,000,000	ITALY BTP 3.50 09-14 01/06S	EUR	963,400.00	0.79%
3,000,000	ITALY BTP 3.75 08-13 15/12S	EUR	2,945,175.00	2.42%
3,000,000	ITALY BTP 4.00 07-12 15/04S	EUR	3,009,300.00	2.47%
3,000,000	ITALY BTPS 2.00 10-13 01/06S	EUR	2,905,125.00	2.39%
3,500,000	ITALY BTPS 2.25 10-13 01/11S	EUR	3,334,887.50	2.75%
2,000,000	MONTE PASCHI SIENA 2.50 10-13 23/09A	EUR	1,906,500.00	1.57%
500,000	UNICREDIT SPA -373- 5.25 09-14 14/01A	EUR	490,077.50	0.40%
<i>Lituania</i>			<i>1,012,275.00</i>	<i>0.83%</i>
1,000,000	REP.OF LITHUANIA 4.50 03-13 05/03A	EUR	1,012,275.00	0.83%
<i>Norvegia</i>			<i>2,757,192.50</i>	<i>2.27%</i>
1,600,000	DNB NOR BOLIGKR 2.75 10-15 20/04A	EUR	1,646,792.00	1.36%
1,100,000	SPAREBANKEN 1 BOLIGK 2.375 09-12 03/12A	EUR	1,110,400.50	0.91%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,001,700.00</i>	<i>0.82%</i>
1,000,000	SNS BANK EMTN 2.875 09-12 30/01A	EUR	1,001,700.00	0.82%
<i>Polonia</i>			<i>1,537,125.00</i>	<i>1.26%</i>
1,500,000	POLAND 4.50 03-13 05/02A	EUR	1,537,125.00	1.26%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<i>Portogallo</i>			<i>4,030,956.50</i>	<i>3.31%</i>
750,000	BCP 2.375 10-12 18/01A	EUR	748,942.50	0.62%
1,400,000	CAIXA ECO MONTEPIO 3.25 09-12 27/07A	EUR	1,322,209.00	1.09%
1,500,000	CAIXA GERAL DEPOS. 4.625 06-12 28/06A	EUR	1,469,805.00	1.20%
500,000	PORTUGAL 5.00 02-12 15/06A	EUR	490,000.00	0.40%
<i>Regno Unito</i>			<i>11,037,949.75</i>	<i>9.07%</i>
2,000,000	BANK OF SCOTLAND 4.50 03-13 23/10A	EUR	2,071,400.00	1.70%
850,000	LLOYDS BANK EMTN 3.25 09-12 26/11A	EUR	850,994.50	0.70%
2,000,000	NATIONWIDE BUILDING 4.625 07-12 13/09A	EUR	2,039,950.00	1.68%
1,500,000	ROYAL BK SCOTLAND 2.50 11-14 07/09A	EUR	1,493,715.00	1.23%
900,000	SANTANDER UK 2.50 10-13 18/03A	EUR	900,783.00	0.74%
1,300,000	UBS AG LONDON 2.00 11-15 10/04A	EUR	1,308,086.00	1.07%
350,000	UBS AG LONDON EMTN 4.625 09-12 06/07A	EUR	354,821.25	0.29%
2,000,000	UBS LONDON 2.375 10-13 21/01A	EUR	2,018,200.00	1.66%
<i>Slovacchia</i>			<i>1,007,025.00</i>	<i>0.83%</i>
1,000,000	SLOVAKIA(REPUBLIC OF) 4.375 09-15 21/01A	EUR	1,007,025.00	0.83%
<i>Slovenia</i>			<i>2,003,840.00</i>	<i>1.65%</i>
2,000,000	SLOVENIE RS64 4.25 09-12 05/02A	EUR	2,003,840.00	1.65%
<i>Spagna</i>			<i>15,417,546.00</i>	<i>12.67%</i>
1,000,000	BBVA 4.25 11-15 30/03A	EUR	996,965.00	0.82%
800,000	BBVA SENIOR FINANCE 3.625 09-12 14/05A	EUR	799,156.00	0.66%
2,000,000	BCO BILBAO VIZCAYA 2.50 10-13 07/10A	EUR	1,944,170.00	1.60%
1,000,000	CAJA MADRID 3.50 10-13 14/03A	EUR	985,730.00	0.81%
1,000,000	ENAGAS SA 3.25 09-12 06/07A	EUR	1,004,720.00	0.83%
2,500,000	ESPAGNE 2.75 09-12 30/04A	EUR	2,501,500.00	2.05%
700,000	FUND ORD.BK RESTRUCT 4.50 11-14 03/02A	EUR	706,790.00	0.58%
500,000	GAS NATURAL CAP 3.125 09-12 02/11A	EUR	501,915.00	0.41%
2,000,000	SPAIN 2.30 09-13 30/04A	EUR	1,984,050.00	1.63%
2,000,000	SPAIN 2.50 10-13 31/10A	EUR	1,976,850.00	1.62%
2,000,000	SPAIN 3.90 07-12 31/10A	EUR	2,015,700.00	1.66%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>738,137.50</i>	<i>0.61%</i>
250,000	BMW US CAPITAL LLC 6.375 09-12 23/07A	EUR	256,430.00	0.21%
500,000	MORGAN STANLEY 4.50 09-14 29/10A	EUR	481,707.50	0.40%
<i>Svezia</i>			<i>4,396,676.50</i>	<i>3.61%</i>
850,000	NORDEA BANK 2.75 10-15 18/08A	EUR	852,193.00	0.70%
1,100,000	SEB EMTN 2.50 10-15 17/06A	EUR	1,125,459.50	0.92%
800,000	SVENSKA HANDELSBK 3.00 09-12 20/08A	EUR	807,376.00	0.66%
1,600,000	SWEDBANK HYPOTEK EMTN 2.00 10-14 31/01A	EUR	1,611,648.00	1.33%
Strumenti derivati			-4,037.58	0.00%
Warrant, Diritti			-4,037.58	0.00%
<i>Regno Unito</i>			<i>-4,037.58</i>	<i>0.00%</i>
-34	EURIBOR 3 MONTH MAR 97.625 19.03.12 PUT	EUR	4,249.92	0.00%
34	EURIBOR 3 MONTH MAR 97.875 19.03.12 PUT	EUR	-8,287.50	0.00%
Totale portafoglio titoli			115,472,226.02	94.88%

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		4,208,299.72
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	4,194,490.90
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	12,887.72
Altri redditi		921.10
Spese		1,566,972.74
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	915,311.94
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	47,049.67
Tassa d'abbonamento	Nota 4	63,893.69
Spese amministrative		100,588.44
Commissioni di domiciliazione		2,175.92
Spese legali		478.12
Spese di transazioni	Nota 2	37,885.62
Spese di pubblicazione e stampa		9,810.56
Spese di banca corrispondente	Nota 2	278,361.16
Altre spese		111,417.62
Reddito netto da investimenti		2,641,326.98
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-477,342.25
- opzioni	Nota 2	20,770.00
- future	Nota 2	205,325.52
- swaps	Nota 2	-4,882.44
- cambi	Nota 2	-1,395.32
Utile netto realizzato		2,383,802.49
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-791,956.85
- opzioni		-4,037.58
- future		44,295.00
- swaps		10,042.58
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		1,642,145.64
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		40,325,477.38
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		40,325,477.38
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-63,415,909.03
<i>Obbligazionario Breve Termine Euro - Category R</i>		-63,415,909.03
Diminuzione del patrimonio netto		-21,448,286.01
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		143,146,328.75
Patrimonio netto a fine dell'anno		121,698,042.74

NEF
- Obbligazionario Convertibile

NEF - Obbligazionario Convertibile

Relazione del Manager

Nel 2011 le obbligazioni convertibili *investment-grade* hanno dato prova di stabilità : il NEF è sceso dell'8.7% netto (6.6% lordo), mentre gli indici azionari hanno registrato forti perdite tra il -15% e il -20% (solo lo S&P500 ha registrato una performance positiva pari all'1.7%). Gli spread dei titoli societari *investment grade* hanno anch'essi sofferto a livello globale, con l'indice Itraxx IG che si è allargato da 70bp a 105bp in tutte le aree di Europa, Giappone e Asia ex Giappone (ancora una volta gli USA hanno fatto meglio con un allargamento di soli 30bp). Nel mercato della volatilità, il VIX è salito di 4.5 punti e il VISTOXX di 6.5 punti.

Il difficile anno è stato segnato da due periodi distinti nei quali le obbligazioni convertibili hanno reagito in modo differente:

- da gennaio alla fine di luglio, le obbligazioni convertibili hanno tratto beneficio dalla loro caratteristica principale: la convessità, che ha permesso di resistere al disastro giapponese di marzo e al ritorno delle paure di contagio della crisi sovrana, in maggio.
- all'inizio di agosto, la caduta del debito sovrano portoghese nella categoria high-yield, la preoccupazione sul tetto massimo del debito USA, la pubblicazione dei difficili dati macro e microeconomici e il declassamento del debito sovrano USA deciso da S&P ha alimentato una vendita generalizzata di titoli azionari e credito. Grazie alla naturale convessità delle obbligazioni convertibili, il loro delta è peggiorato e ha alimentato la sensibilità della parte azionaria. In ogni caso, l'allargamento dei differenziali di rendimento (spread) e la diminuzione della volatilità implicita (rispetto alle opzioni quotate) ha pesato sulle obbligazioni convertibili, specialmente nell'area asiatica. Pertanto le tre fonti di performance per i titoli convertibili, cioè l'azionario, il credito e la valutazione, hanno avuto un impatto negativo nella seconda parte dell'anno.

Nel mercato primario, il 2011 è stato un anno di poco deludente con 20 miliardi di dollari emessi in USA, 13 miliardi in Asia e 8 miliardi in Europa. Abbiamo scelto nuove emissioni (circa 20) quando sia la valutazione del convertibile che i fondamentali di credito e azioni dei titoli sottotanti sono ritornati interessanti.

Al 31 dicembre 2011, la sensibilità azionaria del portafoglio si è attestata al 25.3% e la media del rendimento è stata pari all'1%.

Nonostante la mancanza di visibilità sia sul fronte economico che sulla capacità della classe politica europea di saper affrontare il tema del debito sovrano, abbiamo avviato una selezione di titoli basata sulla qualità del credito e sulle caratteristiche tecniche. Il fatto che oggi le obbligazioni convertibili abbiano un profilo molto difensivo e che la loro valutazione sia diventata più conveniente nel corso dell'anno (e adesso si presenta molto interessante) ci permetterà di utilizzare la liquidità in eccesso in titoli interessanti in una prospettiva di bottom-up.

Luxembourg, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Convertibile

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		22,802,155.73
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	21,841,047.98
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>21,451,326.15</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>389,721.83</i>
Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2,9	21,969.23
<i>Opzioni acquistate a prezzo d'acquisto</i>		<i>17,968.29</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		359,039.93
Interessi maturati		152,637.12
Crediti verso broker per vendita titoli		416,784.16
Sottoscrizioni da regolare		5,377.24
Dividendi da incassare		5,300.07
Passivo		119,506.87
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,827.22
Rimborsi chiesti e non regolati		41,151.72
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	38,780.21
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	1,040.00
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	32,190.77
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	580.79
Cambio a pronti da pagare		1,625.00
Altre voci del passivo		1,311.16
Valore netto d'inventario		22,682,648.86

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Convertibile - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	7,156.870	0.000	0.000	7,156.870
Obbligazionario Convertibile - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,444,673.952	372,632.065	582,688.683	2,234,617.334

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	22,682,648.86	27,146,884.79	31,369,475.45
Obbligazionario Convertibile - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		7,156.870	7,156.870	21,307.061
Valore d'inventario netto della quota parte		11.33	12.26	11.97

NEF - Obbligazionario Convertibile

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	22,682,648.86	27,146,884.79	31,369,475.45
Obbligazionario Convertibile - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,234,617.334	2,444,673.952	2,846,170.808
Valore d'inventario netto della quota parte		10.11	11.07	10.93

NEF - Obbligazionario Convertibile

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			21,322,833.42	94.01%
Azioni			759,897.06	3.35%
<i>Brasile</i>			<i>266,937.79</i>	<i>1.18%</i>
25,500	BANCO BRADESCO	BRL	266,937.79	1.18%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>492,959.27</i>	<i>2.17%</i>
5,440	STANLEY BLCK DECK (PREFERRED)	USD	492,959.27	2.17%
Obbligazioni			376,712.85	1.66%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>376,712.85</i>	<i>1.66%</i>
476,000	VORNADO REALTY L.P. 3.875 05-25 15/04S	USD	376,712.85	1.66%
Obbligazioni convertibili			20,186,223.51	89.00%
<i>Australia</i>			<i>541,047.68</i>	<i>2.39%</i>
291,000	CFS RET CORP EMTN CV 5.75 11-16 04/07S	AUD	221,258.81	0.98%
411,000	CFS RET.PROP TRT CV 5.075 07-14 21/08S	AUD	319,788.87	1.41%
<i>Austria</i>			<i>86,684.27</i>	<i>0.38%</i>
25,406	IMMOFINANZ AG CV 4.25 11-18 08/03S	EUR	86,684.27	0.38%
<i>Bermuda</i>			<i>450,849.68</i>	<i>1.99%</i>
183,000	NOBLE GROUPE CV 0.00 07-14 13/06U	USD	188,185.64	0.83%
300,000	SEADRILL LTD CV 3.375 10-17 27/10S	USD	262,664.04	1.16%
<i>Canada</i>			<i>434,511.84</i>	<i>1.92%</i>
575,000	KINROSS GOLD CV 1.75 08-28 15/03S	USD	434,511.84	1.92%
<i>Corea del Sud</i>			<i>610,893.58</i>	<i>2.69%</i>
600,000	LOTTE SHOPPING CV 0.00 11-16 05/07U	USD	417,890.10	1.84%
240,000	SK TELECOM CV 1.75 09-14 07/04S	USD	193,003.48	0.85%
<i>Francia</i>			<i>3,954,113.40</i>	<i>17.43%</i>
4,944	AXA SA CV SUB 3.75 00-17 01/01A	EUR	1,060,704.31	4.67%
10,000	CAP GEMINI-OCEANE-CV - 1.00 05-12 01/01A	EUR	419,130.14	1.85%
8,600	CGG VERITAS (SHS) 1.75 11-16 01/11S	EUR	230,760.22	1.02%
2,680	FONCIERE DES REGIONS 3.34 11-17 01/01S	EUR	188,821.15	0.83%
3,089	GECINA SA CV 2.125 10-16 01/01A	EUR	315,015.15	1.39%
700	INGENICO CV 2.75 11-17 01/01A	EUR	28,968.42	0.13%
5,000	MAUREL & PROM CV 7.125 09-14 31/07A	EUR	85,266.78	0.38%
4,500	MICHELIN SA -ML- CV 0.00 07-17 01/01U	EUR	499,088.25	2.20%
11,500	PUBLICIS GROUPE CV 3.125 09-14 30/07S	EUR	422,574.86	1.86%
1,500	TECHNIP CV (SHS) 0.50 10-16 01/01A	EUR	137,307.00	0.61%
5,800	TECHNIP SA CV 0.25 11-17 01/01A	EUR	566,477.12	2.49%
<i>Germania</i>			<i>1,353,427.00</i>	<i>5.97%</i>
300,000	KFW CV 1.50 09-14 30/07A	EUR	329,982.00	1.45%
1,000,000	KFW CV (DEUTSCHE TEL) 3.25 08-13 27/06A	EUR	1,023,445.00	4.52%
<i>Giappone</i>			<i>1,560,720.06</i>	<i>6.88%</i>
30,000,000	AEON CO LTD CV 0.30 09-13 22/11U	JPY	354,194.61	1.56%
30,000,000	ASAHI GLASS CV 0.00 09-14 14/11U	JPY	298,101.80	1.31%
20,000,000	CASIO COMPUTER CV 0.00 08-15 31/03U	JPY	199,620.76	0.88%
40,000,000	KDDI CORPORATION 0.00 11-15 14/12U	JPY	412,253.49	1.82%
30,000,000	MITSUB. CHEM. CV 0.00 07-13 22/10U	JPY	296,549.40	1.31%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>714,463.94</i>	<i>3.15%</i>
100,000	DERWENT LONDON CAP CV 2.75 11-16 15/07S	GBP	118,234.76	0.52%
150,000	SHIRE PLC CV 2.75 07-14 09/05S	USD	138,031.53	0.61%
300,000	WPP CV 5.75 09-14 19/05S	GBP	458,197.65	2.02%
<i>Isole Caiman</i>			<i>520,448.26</i>	<i>2.29%</i>
800,000	TPK HOLDINGS REG S 0.00 11-14 20/04U	USD	520,448.26	2.29%
<i>Isole Vergini Britanniche</i>			<i>179,330.70</i>	<i>0.79%</i>
200,000	BILL EXPRE INV CV 0.75 10-15 18/10S	USD	179,330.70	0.79%
<i>Lussemburgo</i>			<i>988,762.40</i>	<i>4.36%</i>
43,000	ARCELORMITTAL CV REGS 7.25 09-14 01/04S	EUR	988,762.40	4.36%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>2,746,658.47</i>	<i>12.11%</i>
1,600,000	LUKOIL INTL CV (SHS) 2.625 10-15 16/06S	USD	1,256,282.56	5.54%
940,000	PARGESA NETHERL. CV 1.70 06-13 27/04A	CHF	769,916.91	3.39%
600,000	PORTUGAL TEL. CV 4.125 07-14 28/08S	EUR	496,911.00	2.19%
150,000	SUEDZUCKER INT FIN CV 2.50 09-16 30/06A	EUR	223,548.00	0.99%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,211,402.74</i>	<i>5.34%</i>
1,100,000	ANGLO AMERICAN CV-AAL- 4.00 09-14 07/05S	USD	1,211,402.74	5.34%
<i>Singapore</i>			<i>434,948.57</i>	<i>1.92%</i>
500,000	RUBY ASSETS CV 1.60 10-17 01/02S	SGD	289,097.15	1.28%
250,000	TEMASEK FINANCIAL III 0.00 11-13 14/12S	SGD	145,851.42	0.64%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Convertibile

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
<i>Stati Uniti d'America</i>			2,912,001.76	12.84%
370,000	AMGEN CV 0.375 06-13 01/02S	USD	287,245.42	1.27%
300,000	DANAHER CV FL.R 01-21 22/01A	USD	317,036.87	1.40%
824,000	GILEAD SCIENCES CV 1.00 11-14 01/05S	USD	696,916.51	3.08%
597,000	INT GAME TECH CV 144A 3.25 09-14 01/05S	USD	547,166.95	2.41%
719,000	INTEL DEDS CV 2.95 05-35 15/12S	USD	580,456.77	2.56%
300,000	INVITROGEN CORP CV 1.50 04-24 15/02S	USD	232,099.46	1.02%
157,000	LAM RESEARCH CV 0.50 11-16 15/05S	USD	114,388.92	0.50%
155,000	NATIONAL RETAIL PPT 5.125 08-28 15/06S	USD	136,690.86	0.60%
<i>Svezia</i>			530,810.00	2.34%
500,000	INDUSTRIVAERDEN CV 2.50 10-15 27/02S	EUR	530,810.00	2.34%
<i>Taiwan</i>			955,149.16	4.21%
200,000	EPISTAR CV REGS 0.00 11-16 27/01U	USD	139,900.30	0.62%
1,100,000	HON HAI PRECISION CV 0.00 10-13 12/10U	USD	815,248.86	3.59%
Altri valori mobiliari			518,214.56	2.28%
Obbligazioni convertibili			518,214.56	2.28%
<i>Stati Uniti d'America</i>			518,214.56	2.28%
375,000	EA INDUSTRIES INC CV 0.75 11-16 15/07S	USD	282,967.19	1.24%
282,000	NUANCE COM CV 2.75 11-31 01/11S	USD	235,247.37	1.04%
Strumenti derivati			21,969.23	0.10%
Warrant, Diritti			21,969.23	0.10%
<i>Germania</i>			13,170.00	0.06%
10	DJ EURO STOXX 50 MAR 2300 16.03.12 CALL	EUR	13,170.00	0.06%
<i>Regno Unito</i>			8,799.23	0.04%
10	ANGLO AMERICAN MAR 26.00 16.03.12 CALL	GBP	8,799.23	0.04%
Totale portafoglio titoli			21,863,017.21	96.39%

NEF - Obbligazionario Convertibile

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		553,882.45
Dividendi netti	Nota 2	18,234.41
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	534,457.34
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	1,020.65
Altri redditi		170.05
Spese		575,247.62
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	430,868.57
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	9,324.80
Tassa d'abbonamento	Nota 4	12,348.67
Spese amministrative		28,386.32
Commissioni di domiciliazione		247.59
Interessi bancari su conti correnti		163.88
Spese legali		53.91
Spese di transazioni	Nota 2	12,794.00
Spese di pubblicazione e stampa		2,562.31
Spese di banca corrispondente	Nota 2	54,024.41
Altre spese		24,473.16
Perdite nette da investimenti		-21,365.17
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	393,223.26
- opzioni	Nota 2	-101,171.00
- future su cambi	Nota 2	-336,943.61
- future	Nota 2	50,236.68
- cambi	Nota 2	339,670.62
Utile netto realizzato		323,650.78
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-2,546,691.16
- opzioni		3,820.94
- future su cambi		-30,414.65
- future		-1,040.00
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-2,250,674.09
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		4,036,243.22
Obbligazionario Convertibile - Category R		4,036,243.22
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-6,249,805.06
Obbligazionario Convertibile - Category R		-6,249,805.06
Diminuzione del patrimonio netto		-4,464,235.93
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		27,146,884.79
Patrimonio netto a fine dell'anno		22,682,648.86

NEF
- Azionario Europa Dell'Est

Relazione del Manager

Nel 2011, i mercati azionari dell'Europa dell'est sono stati influenzati negativamente non solo dalla crisi del debito pubblico dell'eurozona e da un mercato delle commodity generalmente più debole, ma anche da diversi problemi politici interni. In base all'indice MSCI EM Eastern Europe (prezzo 10/40), le borse valori hanno registrato una perdita del 18.6% in valuta locale (e del 21.7% in euro).

In Russia, l'indice RTS è diminuito di circa il 22% (dati espressi in valuta locale). Al 31 dicembre 2011, l'esposizione del NEF - Azionario Europa Dell'Est in Russia era approssimativamente pari al 70% del volume del fondo. Abbiamo mantenuto una posizione neutra in questo paese. Poiché il mercato azionario russo è ampiamente legato al prezzo del petrolio, nei primi nove mesi dell'anno il suo andamento è stato più o meno in linea con quello del prezzo del petrolio. A causa della crisi economica globale, il prezzo del petrolio ha registrato un forte crollo da maggio a settembre. Tuttavia, a seguito della ripresa economica negli Stati Uniti e del conflitto politico con l'Iran, il prezzo del petrolio è aumentato sensibilmente nel quarto trimestre del 2011. Allo stesso tempo, l'indice RTS ha registrato solo una debole ripresa, per poi crollare di nuovo a dicembre. Il motivo principale di tale debolezza è da ricercarsi nel disordine politico a seguito delle elezioni politiche per il rinnovo della Duma di Stato di inizio dicembre, quando decine di migliaia di persone si sono riunite a Mosca e in altre città russe per manifestare contro il governo e denunciare le frodi elettorali che avrebbero favorito il partito di Putin, Russia Unità. Le manifestazioni hanno dimostrato lo scontento di una vasta fetta della popolazione contraria ad un governo pro-Putin che guida il paese da più di dieci anni. Al momento, l'incertezza politica è uno dei principali ostacoli del paese, sebbene la situazione economica sia stabile. Il paese vanta un twin surplus (ovvero bilance delle partite correnti e bilance fiscali positive) e un leggero avanzo di bilancio, nonché una crescita del PIL del 4.2%. L'inflazione "core" è diminuita fino a raggiungere il 6.1%, una percentuale relativamente bassa. In particolare, l'inflazione alimentare è diminuita nettamente.

Considerati i corsi azionari attuali, la valutazione del mercato azionario russo è conveniente sia in termini assoluti che storici. Molte società hanno registrato utili elevati nel 2011 cosicché nel 2012 saranno in grado di corrispondere dividendi elevati. Nell'ultimo anno il settore con la maggiore sovraperformance è stato quello relativo a petrolio e gas. Abbiamo individuato due motivi principali: nel 2011, il petrolio, fra le commodity, è stato uno dei pochi a registrare utili. Inoltre, molte società russe sono state in grado di incrementare le attività a monte e al contempo contenere i costi, ottenendo così margini maggiori. Un altro settore che ha evidenziato risultati positivi è stato quello dei fertilizzanti. Pertanto, il NEF - Azionario Europa Dell'Est ha privilegiato il settore petrolio/gas e quello dei fertilizzanti. Fra le società che operano in questi settori sono annoverate ad es. Gazprom, Rosneft, Surgutneftegaz o Uralkali. Al contrario, alcuni settori, ad esempio quello dei metalli e minerario, retail, media e telecomunicazioni, hanno registrato una performance inferiore al mercato. Di conseguenza, il fondo ha mantenuto principalmente una posizione sottopesata.

La Polonia occupa il 15,5% del fondo NEF - Azionario Europa Dell'Est, equivalente a una posizione sottopesata. Anche la borsa valori polacca ha registrato forti perdite nel 2011, pari al 20.8%. Il paese deve fare i conti con un deficit di bilancio del 5.5% del PIL e un tasso di inflazione piuttosto elevato. Se non altro, l'economia cresce ad un tasso positivo del 4%. In Polonia il settore più critico è quello bancario, che risente di notevoli pressioni da parte della concorrenza. Molte società controllanti come Commerzbank e UniCredit non riescono più a offrire buone condizioni di rifinanziamento alle controllate polacche, in quanto le proprie capacità finanziarie si sono deteriorate notevolmente durante la crisi dell'euro. Anche nel settore delle raffinerie abbiamo mantenuto una posizione sottopesata a seguito della diminuzione della domanda di petrolio e dei margini contenuti, una conseguenza diretta della diminuzione dello spread fra il prezzo del petrolio denominato "Ural" prodotto in Polonia e il "Brent" comune nell'Europa occidentale. Inoltre, restiamo critici sulle utility polacche che devono fare i conti con la necessità di ammodernare i propri impianti. Il governo ha altresì intenzione di impedire la vendita dei permessi di emissione di carbonio dell'UE ad altre utility europee. Le utility dell'Europa dell'est riceveranno questi permessi a titolo gratuito dal 2013 al 2020, e dunque le società, rivendendoli, potrebbero conseguire utili inaspettati.

Relazione del Manager (segue)

Nella Repubblica Ceca il fondo ha mantenuto una posizione del 4.4%, leggermente sottopesata. Il mercato azionario ceco ha perso il 25.6% lo scorso anno. L'economia cresce lentamente, ma in maniera costante e a un tasso del 2.4% nel 2011. Il livello dell'inflazione è basso, all'1.9%. Per quanto riguarda l'Ungheria, manteniamo una posizione sottopesata con una quota del 3.4%. L'indice Budapest BUX è diminuito del 20.4% lo scorso anno. Il contesto macroeconomico è incerto, in particolare perché il governo cerca di esercitare sempre maggiore influenza sugli enti pubblici come la banca centrale. Inoltre, sono state aumentate le imposte sulle società. Anche il settore bancario risente degli effetti negativi di un piano di rimborso dei prestiti imposto dal governo che consente ai cittadini ungheresi di rimborsare i prestiti in valuta estera ad un tasso di cambio fisso inferiore a quello di mercato. Moody's e Standard & Poor's hanno già declassato il rating dell'Ungheria, che è passato a "non investment grade" a novembre e dicembre dello scorso anno. Tenuto conto di questi elementi, il gestore del fondo ha deciso di ridurre tutte le posizioni sui titoli ungheresi, compresa la società farmaceutica Gedeon Richter. La società realizza circa il 50% del proprio fatturato all'estero, ma l'altra metà è generata all'interno del mercato nazionale. Inoltre, di recente, il governo ha deciso di ridurre le sovvenzioni sui farmaci.

Nei mesi a venire, continueremo a mantenere la nostra esposizione al paese. Per il 2012 il principale obiettivo sarà individuare le migliori opportunità nei settori e nelle regioni, soprattutto in previsione di un possibile rimbalzo del mercato. Tuttavia, la volatilità del mercato dovrebbe rimanere elevata nei prossimi mesi, almeno fino a quando non si scorgeranno segnali di ripresa della crisi del debito pubblico dell'eurozona.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Europa Dell'Est

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		47,887,705.51
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	45,999,788.45
<i>Prezzo d'acquisto</i>		48,695,312.76
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-2,695,524.31
Depositi bancari a vista e liquidità		994,627.86
Crediti verso broker per vendita titoli		412,049.82
Sottoscrizioni da regolare		51,218.58
Dividendi da incassare		19,272.53
Crediti verso cambio corto termine		410,748.27
Passivo		600,605.53
Tassa d'abbonamento	Nota 4	5,870.29
Rimborsi chiesti e non regolati		89,462.32
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	84,776.69
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	3,273.32
Cambio a pronti da pagare		2,842.83
Debiti verso cambio corto termine		412,049.82
Altre voci del passivo		2,330.26
Valore netto d'inventario		47,287,099.98

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Europa Dell'Est - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	12,600.936	7,274.157	2,744.484	17,130.609
Azionario Europa Dell'Est - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,211,800.185	939,513.245	872,767.691	2,278,545.739

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	47,287,099.98	59,564,161.49	46,181,831.37
Azionario Europa Dell'Est - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		17,130.609	12,600.936	18,225.649
Valore d'inventario netto della quota parte		23.69	30.37	24.13
Azionario Europa Dell'Est - Category R				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,278,545.739	2,211,800.185	2,120,275.990
Valore d'inventario netto della quota parte		20.58	26.76	21.57

NEF - Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			45,167,788.45	95.52%
Azioni			45,167,788.45	95.52%
<i>Bermuda</i>			99,057.66	0.21%
20,000	CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENTERPRISES -A-	CZK	99,057.66	0.21%
<i>Egitto</i>			242,517.21	0.51%
93,169	NATIONAL SOCIETE GENERALE BANK REG.	EGP	242,517.21	0.51%
<i>Guernesey</i>			217,219.26	0.46%
59,800	ETALON GRP GDR REPR 1SHS REG S	USD	217,219.26	0.46%
<i>Isola di Jersey</i>			225,068.84	0.48%
100,000	HIGHLAND GOLD MINING	GBP	225,068.84	0.48%
<i>Lussemburgo</i>			124,159.52	0.26%
15,000	MHP - GDR- REG S	USD	124,159.52	0.26%
<i>Paesi Bassi</i>			128,757.29	0.27%
20,000	CINEMA CITY INTERNATINAL	PLN	128,757.29	0.27%
<i>Polonia</i>			7,198,097.59	15.22%
10,000	ASSECO POLAND	PLN	108,793.18	0.23%
15,000	BSK BANK SLASKI	PLN	264,468.37	0.56%
30,000	CYFROWY POLSAT SA	PLN	90,847.91	0.19%
34,187	GLOBE TRADE CENTER SA	PLN	71,318.78	0.15%
15,000	GRUPA LOTOS SA	PLN	78,398.38	0.17%
30,000	GRUPA PEKAO SA	PLN	950,201.88	2.01%
3,400	JSW	PLN	64,140.87	0.14%
43,000	KGHM POLSKA MIEDZ SA	PLN	1,066,801.26	2.25%
90,000	NETIA SA	PLN	106,998.65	0.23%
11,000	NG2 SA	PLN	115,971.29	0.25%
100,000	PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.	PLN	464,333.78	0.98%
172,000	PKO BANK POLSKI SA	PLN	1,239,264.24	2.61%
280,000	POLISH OIL AND GAS COMPANY SA	PLN	256,258.41	0.54%
170,000	POLISH TELECOM SA	PLN	657,043.52	1.39%
82,000	POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN SA	PLN	623,553.16	1.32%
13,000	POWSZECHNY ZAKLAD UBEZPIECZEN	PLN	901,076.72	1.91%
60,000	TVN SA	PLN	138,627.19	0.29%
<i>Regno Unito</i>			551,879.62	1.17%
48,000	EVRAZ PLC	GBP	215,319.05	0.46%
9,000	IBS GROUP REG-S -GDR-	EUR	136,800.00	0.29%
18,000	KAZAKHMYN PLC	GBP	199,760.57	0.42%
<i>Repubblica Ceca</i>			2,077,453.76	4.39%
40,000	CEZ AS	CZK	1,219,218.99	2.58%
4,000	KOMERCNI BANKA AS	CZK	516,539.34	1.09%
23,000	TELEFONICA O2 CZECH REPUBLIC AS	CZK	341,695.43	0.72%
<i>Russia</i>			32,510,738.04	68.76%
200,000	AO TATNEFT	USD	762,655.54	1.61%
95,000,000	FSK EES	USD	646,108.66	1.37%
570,000	GAZPROM OAO ADR REPR 2 SHS	USD	4,705,286.34	9.95%
10,000	HOLDING COMPANY SIBCEM OJSC	USD	96,607.16	0.20%
210,000,000	INTER RAO UES - SHS	USD	178,530.03	0.38%
35,550	JSFC SISTEMA GDR REPR.SHS REG-S	USD	461,856.02	0.98%
110,000	LUKOIL HOLDINGS ADR REPR.1 SHS	USD	4,522,760.65	9.56%
40,000	MAGNIT GDR	USD	654,146.38	1.38%
972	MAGNIT SHS	USD	66,128.00	0.14%
54,450	MECHEL OJSC ADR REPR.1 SHS	USD	357,697.66	0.76%
152,483	MMC NORILSK NICKEL ADR REPR.1/10SHS	USD	1,804,246.64	3.82%
100,000	MOBILE TELESYSTEMS ADR REPR.2 SHS	USD	1,134,554.45	2.40%
9,600	MOBILE TELESYSTEMS OJSC	USD	42,334.52	0.09%
22,400	NOVATEK GDR REPR 1/100 SHS REG-S	USD	2,167,462.71	4.58%
15,000	NOVOLIPETSK STEEL - GDR - REPR SHS REG S	USD	227,683.75	0.48%
27,000	NOVOROSS PORT SHS GDR REPR SHS REG-S	USD	156,294.92	0.33%
10,000	PHARMSTANDARD-OKT SHS GDR SHS REG-S	USD	108,972.87	0.23%
40,000	POLYMETAL GDR - REPR 1 SH 1 SH REG-S	USD	498,647.50	1.05%
460,000	ROSNEFT OIL-GDR-	USD	2,346,394.62	4.96%
36,384,158	RUSHYDRO	USD	846,404.79	1.79%
2,300,000	SBERBANK	USD	4,396,468.04	9.30%
60,000	SEVERSTAL GDR REPR SHS REG-S SER -OCT06-	USD	528,170.65	1.12%
10,000	SINERGIA	USD	107,730.89	0.23%
260,000	SURGUTNEFTEGAZ JSC ADR -REPR.10SHS	USD	1,573,382.80	3.33%
2,300,000	SURGUTNEFTEGAZ PREF SHS	USD	911,894.27	1.93%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Azionario Europa Dell'Est

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
150,000	TATNEFT PREF.SHS	USD	317,853.00	0.67%
420	TRANSNEFT PREF.SHS	USD	501,508.15	1.06%
38,000	URALKALIY GDR REPR.5SHS REG-S	USD	1,057,268.72	2.24%
65,000	URALKALIY OJSC	USD	362,254.81	0.77%
15,000,000	URASILB BANK	USD	34,778.58	0.07%
335,000	VNESHTORGBANK-GDR-REPR 2000 SHS REG-S	USD	934,654.92	1.98%
	<i>Slovenia</i>		<i>180,753.70</i>	<i>0.38%</i>
20,000	GORENJE	EUR	100,000.00	0.21%
25,000	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	PLN	80,753.70	0.17%
	<i>Ungheria</i>		<i>1,612,085.96</i>	<i>3.41%</i>
120,000	MAGYAR TELEKOM PLC	HUF	197,978.26	0.42%
10,000	MOL HUNGARIAN OIL AND GAS PLC -A-	HUF	551,529.02	1.17%
45,000	OTP BANK LTD	HUF	460,328.06	0.97%
3,700	RICHTER GEDEON PLC	HUF	402,250.62	0.85%
Azioni/Quote di OICR/OIC			832,000.00	1.76%
Azioni/Quote di fondo d'investimento			832,000.00	1.76%
	<i>Lussemburgo</i>		<i>832,000.00</i>	<i>1.76%</i>
20,000	UNIEM MIDDLE EAST & NORTH AFRICA DIS	EUR	832,000.00	1.76%
Totale portafoglio titoli			45,999,788.45	97.28%

NEF - Azionario Europa Dell'Est

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		1,365,809.73
Dividendi netti	Nota 2	1,359,807.58
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	5,321.12
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	681.03
Spese		1,613,168.90
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	1,221,170.90
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	60,936.23
Tassa d'abbonamento	Nota 4	27,045.53
Spese amministrative		49,919.32
Commissioni di domiciliazione		1,672.55
Spese legali		147.81
Spese di transazioni	Nota 2	68,468.18
Spese di pubblicazione e stampa		5,024.69
Spese di banca corrispondente	Nota 2	123,597.19
Altre spese		55,186.50
Perdite nette da investimenti		-247,359.17
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	2,590,131.69
- cambi	Nota 2	-466,203.57
Utile netto realizzato		1,876,568.95
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-16,932,182.26
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-15,055,613.31
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		24,149,235.68
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		208,421.65
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		23,940,814.03
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-21,370,683.88
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category I</i>		-64,193.47
<i>Azionario Europa Dell'Est - Category R</i>		-21,306,490.41
Diminuzione del patrimonio netto		-12,277,061.51
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		59,564,161.49
Patrimonio netto a fine dell'anno		47,287,099.98

NEF
- Azionario Stati Uniti

Relazione del Manager

Review di Mercato

I mercati globali hanno fatto fatica nel 2011 a causa dell'influenza di una serie di eventi negativi, inclusi gli sconvolgimenti politici nel Medio Oriente e i devastanti terremoto e tsunami in Giappone, le conseguenze dei quali hanno compromesso le catene dell'offerta manifatturiera a livello globale. Nei mercati emergenti ci sono state preoccupazioni che le misure per combattere l'inflazione avrebbero portato ad una significativa flessione nella crescita, e soprattutto la continua crisi nei mercati dei debiti governativi europei che è peggiorata, dal momento che successivi tentativi di soluzione si sono dimostrati troppo tardivi o troppo incerti per soddisfare gli investitori e hanno messo in dubbio la solvenza di sempre più paesi e istituzioni finanziarie. I mercati azionari hanno iniziato l'anno bene, ma l'avversione al rischio è aumentata ed è culminata in un grave sell-off durante il terzo trimestre, sebbene vi siano stati segni di ripresa verso la fine dell'anno. Il mercato USA ha contribuito anche alla volatilità globale, dal momento che le rivalità politiche hanno minacciato di paralizzare il governo e le preoccupazioni sull'alto indebitamento e sulla politica fiscale lassista hanno portato un'agenzia di rating creditizio a togliere il rating AAA sui buoni del Tesoro.

Tuttavia, un effetto dell'aumento nell'avversione al rischio è stato un incremento nell'attrattiva dei mercati considerati "porti sicuri", come gli Stati Uniti. Inoltre, con l'arrivare della seconda metà dell'anno sono cresciuti i segni che continue politiche monetarie e fiscali USA eccezionalmente accomodanti stavano portando alla ripresa da una flessione estiva che avrebbe potuto essere amplificata da temporanee difficoltà nella catena dell'offerta. Inoltre, i risultati societari USA sono rimasti robusti per tutto l'anno, dal momento che i programmi di efficienza nati dalla crisi del 2008-2009 hanno continuato a trovare attuazione. Di conseguenza, mentre quasi tutti i mercati azionari globali sono scesi nel corso dell'anno, l'MSCI All Contry World Index ha terminato con una discesa del 6,86% in euro. L'S&P500 ha raggiunto un piccolo guadagno, un progresso del 2.11% in dollari USA è salito al 5.57% in euro. La leadership di mercato è rimasta fermamente a favore dei titoli difensivi, e aziende di erogazione servizi primari, beni di largo consumo, sanità e telecomunicazioni sono stati tra i settori di punta; al contrario, i servizi finanziari sono scesi pesantemente, e anche i settori di materie prime e servizi industriali hanno perso terreno.

Performance

Per l'anno terminato il 31 dicembre 2011, il mandato ha reso il -6.64% lordo e il -7.10% netto in euro rispetto al suo benchmark, l'S&P 500 Index, che ha reso il 5.57%, anch'esso in euro.

Il mandato ha attraversato un anno difficile. La nostra strategia di investimento è basata sull'individuazione di titoli dove interessanti prospettive di lungo periodo vengono sottovalutate dai mercati, spesso in conseguenza di problemi di breve periodo. Con l'avversione al rischio che influenza gli investitori, i problemi di breve periodo hanno teso ad esercitare un'influenza sproporzionata sul sentiment, e i flussi degli investimenti sono stati ampiamente confinati alle azioni e ai settori più difensivamente sicuri. Le posizioni dei servizi finanziari del mandato sono state colpite in modo particolarmente duro.

Relazione del Manager (segue)

Timori di esposizione ai problemi dei debiti governativi europei e le difficoltà di finanziamento da essi derivanti, preoccupazioni circa l'effetto dei deboli mercati del capitale sulla redditività, timori che nuove normative bancarie richiederebbero maggiori riserve di capitale e preoccupazioni sulle controversie legate alle pratiche durante il ciclo di espansione e frenata del settore immobiliare USA hanno pesato notevolmente in proporzioni diverse sulle posizioni diversificate dei servizi finanziari Morgan Stanley, Citigroup e Bank of America, anche mentre la proseguita ristrutturazione e operazioni core mostravano una performance resistente. La posizione nel gestore di attivi Artio Global Investors è sceso, dal momento che mercati deboli e rendimenti deludenti dagli investimenti hanno portato a risultati mediocri e a uscite di asset. Altrove l'attività di telefonia mobile Sprint Nextel ha avuto una scarsa seconda metà del 2011 a causa di risultati trimestrali deludenti e preoccupazioni sulla sua posizione azionaria all'interno del settore. A fine anno il mercato è diventato sempre più preoccupato circa problemi di finanziamento legati agli investimenti necessari per aggiornare la rete di Sprint per provvedere al traffico telefonico 4G carico di dati e all'acquisizione costosa di diritti per vendere smartphone Apple di nuova generazione, e il sentiment è stato ulteriormente ostacolato da una giornata dell'investitore male accolta. L'azienda di vendita di prodotti di bellezza porta a porta Avon Products ha anch'essa perso terreno, dal momento che persistenti problemi logistici hanno ostacolato le vendite in Brasile, il suo mercato chiave, e anche il business in Russia e negli Stati Uniti ha deluso ed ha portato a risultati mediocri in generale e ad una perdita di fiducia nel team di gestione. Alcune posizioni nell'energia, sono state, in certa misura, vittime del loro stesso successo, dal momento che lo sviluppo su larga scala di nuove fonti di gas naturale in America del Nord si è unito a condizioni atmosferiche relativamente miti per spingere in basso i prezzi del gas, indebolendo sia il valore della produzione esistente, che i futuri asset dati dall'esplorazione, che anche potenzialmente la domanda di ulteriore attività di esplorazione.

Il portafoglio ha goduto di una serie di forti performance nel corso dell'anno. L'azienda di consulenza Navigant Consulting ha iniziato a raccogliere i frutti di un lungo processo di controllo dei costi e migliore focalizzazione aziendale; le sue operazioni core hanno tutte dato forti risultati nel corso dell'anno. La performance è stata aiutata da problemi normativi che hanno impattato sui principali mercati al consumo, inclusi sanità ed energia, il che ha fatto aumentare la domanda di servizi di Navigant. Il venditore di abbigliamento di moda Liz Claiborne si è anch'esso positivamente distinto. Il suo piano, annunciato ad ottobre, di vendere la maggior parte dei suoi brand – incluso lo stesso marchio Liz Claiborne – al venditore JC Penney, e concentrare le risorse sulle linee Juicy Couture, Kate Spade e Lucky Brand, è stato molto ben accolto da parte degli investitori. Le posizioni dei media hanno anch'esse contribuito fortemente. News Corp, in particolare, si è scrollata di dosso la cattiva pubblicità data dallo scandalo di pirateria telefonica del Regno Unito, dal momento che la forza nelle sue reti cavo e le attività legate al settore cinematografico hanno generato forti flussi di cassa che sono stati dispiegati in riacquisti azionari aggressivi. Nel contesto di mercato avverso al rischio gli investitori hanno valutato i forti bilanci, i robusti flussi di cassa e gli attraenti e sicuri dividendi da rendimenti disponibili da aziende mature nel settore della sanità. L'azienda di biotecnologia Amgen, spinta dal costante progresso per i suoi stimolanti delle cellule sanguigne Neupogen e Neulasta e i farmaci contro l'osteoporosi Prolia e Xgeva, e Watson Pharmaceuticals, che hanno visto progressi sia per le sue attività farmaceutiche generiche che proprietarie, hanno visto entrambi rendimenti forti. La posizione del mandato nel settore delle materie prime ha anch'essa fatto meglio del benchmark grazie ad un basso peso del portafoglio e all'esposizione particolarmente bassa alle aziende metallurgiche e minerarie che hanno fatto fatica nel corso dell'anno.

Relazione del Manager (segue)

Inoltre, sebbene fattori negativi abbiano dominato i rendimenti relativi in quest'occasione, riteniamo che le prospettive di più lungo periodo delle posizioni del portafoglio che hanno fatto fatica rimangano in essere e siano significativamente sottovalutate.

Prospettive

Il 2012 è iniziato in modo forte per le azioni, sia negli Stati Uniti che a livello globale. Gli investitori sembrano stare significativamente abbassando la loro valutazione della probabilità di certi scenari economici negativi, in particolare quelli di una recessione USA, un crollo finanziario in Europa ed un brusco rallentamento della crescita nei mercati emergenti, sebbene riteniamo che alcuni rischi, quali un potenziale scontro con l'Iran e segni di un rallentamento nei rendimenti societari, permangano. Se le preoccupazioni macroeconomiche continuassero a diminuire, riteniamo che i punti forti fondamentali delle singole posizioni potrebbero diventare più importanti nei calcoli degli investitori, il che potrebbe consentire che quello che noi riteniamo essere significativo valore sottostante di lungo periodo all'interno del portafoglio diventi più pienamente riconosciuto.

Disclaimer

Questo documento è da considerarsi di interesse generale e non costituisce un consiglio legale o fiscale e nemmeno un'offerta di azioni o un invito a richiedere azioni della SICAV di diritto Lussemburghese Franklin Templeton Investment Funds ("la Sicav"). Nessuna parte di questo documento deve essere interpretata come consiglio all'investimento.

Franklin Templeton Investments ha esercitato cura e diligenza professionale nel reperimento delle informazioni contenute in questo documento. Tuttavia possono essere stati utilizzati dati da fonti di terze parti e Franklin Templeton non ha verificato, convalidato o revisionato in modo indipendente tali dati. Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione e sono soggette a variazione senza preavviso.

Qualsiasi ricerca ed analisi contenuta in questo documento è stata ottenuta da Franklin Templeton Investments per i suoi scopi ed è a voi fornita solo per inciso. Franklin Templeton Investments non sarà responsabile verso alcun utente di questo documento o verso qualsiasi soggetto o ente per l'inesattezza delle informazioni o qualsiasi errore od omissione nei suoi contenuti, indipendentemente dalla causa di tale inaccuratezza, errore, od omissione.

Pubblicato da Franklin Templeton Italia Sim - Corso Italia, 1 – 20122 Milano - Tel: +39 02 85459 1 - Fax: +39 02 85459 222.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Stati Uniti
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo			32,645,587.14
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		31,115,716.24
<i>Prezzo d'acquisto</i>			31,576,077.55
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-460,361.31
Depositi bancari a vista e liquidità			1,506,598.71
Sottoscrizioni da regolare			5,107.04
Dividendi da incassare			18,165.15
Passivo			123,643.37
Tassa d'abbonamento	Nota 4		4,002.26
Rimborsi chiesti e non regolati			58,557.97
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		55,972.07
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10		1,906.78
Cambio a pronti da pagare			1,890.58
Altre voci del passivo			1,313.71
Valore netto d'inventario			32,521,943.77

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Stati Uniti - Category I Quote parti a capitalizzazione	114,218.929	24,917.964	29,063.316	110,073.577
Azionario Stati Uniti - Category R Quote parti a capitalizzazione	5,747,882.700	2,911,432.183	2,207,350.153	6,451,964.730

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	32,521,943.77	32,028,583.31	19,563,549.01
Azionario Stati Uniti - Category I		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		110,073.577	114,218.929	166,736.459
Valore d'inventario netto della quota parte		5.72	6.21	5.03
Azionario Stati Uniti - Category R		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		6,451,964.730	5,747,882.700	4,181,998.027
Valore d'inventario netto della quota parte		4.94	5.45	4.48

NEF - Azionario Stati Uniti

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			31,115,716.24	95.68%
Azioni			31,115,716.24	95.68%
<i>Arti grafiche e case editrici</i>			<i>1,368,102.02</i>	<i>4.21%</i>
50,850	NEWS CORP -A- WHEN ISSUED	USD	701,108.28	2.16%
23,880	TIME WARNER	USD	666,993.74	2.05%
<i>Articoli per ufficio e computer</i>			<i>2,679,017.86</i>	<i>8.24%</i>
93,490	CISCO SYSTEMS INC	USD	1,306,360.00	4.02%
121,400	DELL INC	USD	1,372,657.86	4.22%
<i>Banche ed istituti finanziari</i>			<i>2,314,050.75</i>	<i>7.12%</i>
91,463	BANK OF AMERICA CORP	USD	393,024.41	1.21%
70,058	CITIGROUP	USD	1,424,550.57	4.38%
19,320	JPMORGAN CHASE CO	USD	496,475.77	1.53%
<i>Beni di consumo vari</i>			<i>2,137,497.79</i>	<i>6.57%</i>
52,920	AVON PRODUCTS INC. COM.	USD	714,516.11	2.20%
27,600	PROCTER AND GAMBLE CO	USD	1,422,981.68	4.37%
<i>Biotechologia</i>			<i>2,246,690.48</i>	<i>6.91%</i>
27,260	AMGEN INC	USD	1,352,781.98	4.17%
16,600	GILEAD SCIENCES INC	USD	525,108.59	1.61%
6,530	ONYX PHARMACEUTICALS INC	USD	221,805.01	0.68%
85,290	SAVIENT PHARMACEUTICALS INC	USD	146,994.90	0.45%
<i>Chimica</i>			<i>248,023.65</i>	<i>0.76%</i>
7,010	EI DU PONT DE NEMOURS & CO	USD	248,023.65	0.76%
<i>Commercio al dettaglio e grande distribuzione</i>			<i>611,804.00</i>	<i>1.88%</i>
18,830	HOME DEPOT INC	USD	611,804.00	1.88%
<i>Elettronica e semiconduttori</i>			<i>796,252.72</i>	<i>2.45%</i>
27,540	ARROW ELECTRONICS INC	USD	796,252.72	2.45%
<i>Holding e società finanziarie</i>			<i>6,844,336.75</i>	<i>21.04%</i>
58,787	ALLIANCE BERNSTEIN HOLDING LP	USD	594,276.19	1.83%
149,880	ARTIO GLOBAL -A-	USD	565,278.92	1.74%
118,340	GENERAL ELECTRIC CO	USD	1,638,047.30	5.03%
210,820	JANUS CAPITAL GROUP INC	USD	1,028,112.06	3.16%
121,690	MORGAN STANLEY	USD	1,422,961.36	4.37%
44,150	NOBLE CORP	USD	1,031,156.19	3.17%
23,707	TYCO ELECTRONICS LTD REG SHS	USD	564,504.73	1.74%
<i>Industria farmaceutica e cosmetica</i>			<i>3,683,236.03</i>	<i>11.33%</i>
25,290	CVS CAREMARK CORP	USD	797,067.93	2.45%
28,060	ISIS PHARMACEUTICALS	USD	156,358.76	0.48%
20,870	MEDTRONIC INC	USD	616,954.56	1.90%
30,430	MERCK AND CO	USD	886,630.34	2.73%
48,530	PFIZER INC	USD	811,646.34	2.50%
8,890	WATSON PHARMACEUTICALS	USD	414,578.10	1.27%
<i>Internet e servizi di Internet</i>			<i>1,356,092.35</i>	<i>4.17%</i>
37,840	MICROSOFT CORP	USD	759,198.08	2.33%
30,110	ORACLE CORP	USD	596,894.27	1.84%
<i>Metalli non ferrosi</i>			<i>76,879.98</i>	<i>0.24%</i>
11,500	ALCOA INC	USD	76,879.98	0.24%
<i>Petrolio</i>			<i>1,637,327.45</i>	<i>5.03%</i>
12,120	BAKER HUGHES INC	USD	455,612.33	1.40%
47,880	CHESAPEAKE ENERGY CORP	USD	824,828.19	2.53%
4,340	CHEVRON CORP	USD	356,886.93	1.10%
<i>Servizi diversi</i>			<i>986,767.91</i>	<i>3.03%</i>
111,900	NAVIGANT CONSULTING	USD	986,767.91	3.03%
<i>Tessile ed abbigliamento</i>			<i>344,292.91</i>	<i>1.06%</i>
51,620	LIZ CLAIBORNE	USD	344,292.91	1.06%
<i>Trasmissione delle informazioni</i>			<i>2,375,324.28</i>	<i>7.30%</i>
198,260	BROCADE COMMUNICATIONS SYSTEMS INC	USD	795,246.46	2.45%
626,920	SPRINT NEXTEL 1 SHS-SERIES 1	USD	1,133,776.03	3.48%
9,084	TIME WARNER CABLE (WHEN ISSUED)	USD	446,301.79	1.37%
<i>Trasporti</i>			<i>1,410,019.31</i>	<i>4.34%</i>
60,310	ARKANSAS BEST CORP	USD	898,194.37	2.76%
3,960	FEDEX CORP	USD	255,583.58	0.79%
4,530	UNITED PARCEL SERVICE INC	USD	256,241.36	0.79%
Totale portafoglio titoli			31,115,716.24	95.68%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Azionario Stati Uniti

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		345,287.44
Dividendi netti	Nota 2	343,289.63
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	1,137.08
Altri redditi		860.73
Spese		918,177.30
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	684,782.90
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	28,640.41
Tassa d'abbonamento	Nota 4	16,007.22
Spese amministrative		32,129.62
Commissioni di domiciliazione		311.17
Interessi bancari su conti correnti		68.83
Spese legali		44.20
Spese di transazioni	Nota 2	49,112.90
Spese di pubblicazione e stampa		2,986.29
Spese di banca corrispondente	Nota 2	70,284.62
Altre spese		33,809.14
Perdite nette da investimenti		-572,889.86
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	1,184,787.54
- cambi	Nota 2	-103,252.38
Utile netto realizzato		508,645.30
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-3,863,742.04
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-3,355,096.74
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		15,283,244.47
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		<i>146,235.23</i>
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		<i>15,137,009.24</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-11,434,787.27
<i>Azionario Stati Uniti - Category I</i>		<i>-180,179.87</i>
<i>Azionario Stati Uniti - Category R</i>		<i>-11,254,607.40</i>
Aumento del patrimonio netto		493,360.46
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		32,028,583.31
Patrimonio netto a fine dell'anno		32,521,943.77

NEF
- Azionario Giappone

Relazione del Manager

Il Mandato di gestione

Obiettivo

L'obiettivo del comparto è superare la performance dell'indice Topix, al netto delle commissioni di gestione, investendo almeno 2/3 degli asset in società giapponesi leader di settore e orientate alla crescita, caratterizzate da un'elevata profittabilità, bilanci in ordine e con manager di successo. Gli asset del comparto saranno investiti, nel rispetto dei limiti di rischiosità, in azioni ed altri titoli simili. Inoltre, il comparto potrebbe investire in modo più limitato (non più del 30% del patrimonio) in obbligazioni convertibili con warrant azionari in qualsiasi divisa e senza limitazioni in termini di paese d'origine della società emittente e potrebbe anche investire in azioni emesse da società con sede al di fuori del Giappone. Oltre ad effettuare investimenti diretti, il comparto può anche utilizzare opzioni e future, nel rispetto dei limiti fissati dal Prospetto. Le quote del comparto non possono essere né acquistate né detenute da investitori con domicilio/cittadinanza giapponese e non è ammessa la cessione di tali quote a tali soggetti.

Nota: Invesco Asset Management è responsabile della gestione del Comparto azionario giapponese dal 5 luglio 2010¹.

Risultati e Commento di Gestione

Risultati di portafoglio

Il portafoglio ha chiuso il 2011 sottoperformando l'indice *TOPIX Total Return* e tale risultato è da attribuire principalmente all'esposizione settoriale. In particolare, il sottopeso verso i titoli del settore energetico (luce & gas), del ferro e acciaio, dei finanziari e assicurativi hanno apportato un contributo positivo al portafoglio che, tuttavia è stato in parte eroso dal sovrappeso nei confronti delle società produttrici di apparecchi elettronici, come pure dal sottopeso nel settore informatico e delle comunicazioni.

Più nel dettaglio, società come Ricoh (produttore a livello globale di stampanti), TDK (componenti elettronici e Hard Disc Drive), Panasonic e Sony non hanno fornito i risultati attesi a causa dei timori collegati sia al rafforzamento dello Yen che dall'interruzione nelle catene di produzione, in seguito alla violenta scossa di terremoto registrata ad inizio anno. Inoltre, Nintendo e Mitsumi Electric (fornitore di componenti elettrici), che hanno un forte rapporto di collaborazione, hanno subito gli effetti del poco brillante successo derivante dal lancio di una nuova *console* di gioco portatile, la Nintendo 3DS, avvenuto peraltro poco prima del terremoto.

Dopo il terremoto, abbiamo sottopesato il posizionamento nei confronti della Tokyo Electric Power – la cui esposizione è stata successivamente liquidata - e verso la Mitsubishi Heavy Industries (produttore a livello globale di macchine e attrezzature pesanti, che fornisce anche turbine per la generare energia). Mentre, alcuni nomi del settore dei difensivi, come la farmaceutica Ono Pharmaceutical ed Astellas Pharma, nonché Sekisui Chemical, produttore di case residenziali e di altri prodotti in materiale plastico, hanno contribuito in qualche modo a compensare la *performance* negativa del portafoglio.

Risultati di mercato

Il mercato azionario giapponese ha chiuso il 2011 in territorio negativo, sottoperformando il mercato statunitense e buona parte delle piazze europee, fatta eccezione per Francia e Italia. Il periodo è stato fortemente influenzato dalla propensione al rischio degli investitori, ostacolata da una serie di eventi sfavorevoli quali la crisi del debito europeo, il terremoto/tsunami di Marzo e le inondazioni che hanno colpito la Thailandia.

¹ Il Comparto è stato gestito da Morgan Stanley fino al 4 luglio 2010.

Relazione del Manager (segue)

Analizzando il 2011, le azioni giapponesi avevano iniziato l'anno in maniera piuttosto positiva, sulla scia delle buone prospettive di crescita dell'economia americana, anche a fronte della seconda manovra di "*Quantitative Easing*" annunciata a Novembre del 2010 dalla Federal Reserve, e nonostante alcuni sconvolgimenti registrati in Medio Oriente e Cina.

Improvvisamente, quest'ottimismo è stato schiacciato dal gigantesco terremoto/tsunami che l'11 Marzo ha provocato oltre 19.000 vittime e oltre 235 miliardi di dollari di danni, compresa la chiusura dell'impianto nucleare di Fukushima e le conseguenti interruzioni delle catene di produzione industriali. Nella settimana seguente, il mercato ha reagito registrando una forte volatilità: nei due giorni successivi alla tragedia il calo è stato infatti superiore al 15%, per poi recuperare oltre il 60% delle perdite prima della fine del mese. L'intervento coordinato da parte dei G7 sui mercati valutari, mirato ad interrompere l'apprezzamento dello Yen, assieme alla manovra di allentamento monetario della Bank of Japan, ha aiutato ad attirare nuove risorse dall'estero. Tuttavia, a causa dell'indebolimento della produttività principalmente nel settore automobilistico ed elettronico, la fiducia degli investitori si è ridotta.

All'inizio dell'estate, gli stessi investitori hanno riacquisito fiducia verso i titoli azionari, supportati da alcune notizie positive, come ad es. la ripresa più rapida del previsto nelle catene produttive, nonché lievi progressi circa la crisi del debito greco. Purtroppo, questi effetti sono stati di breve durata e la crisi del debito europeo ha iniziato a diffondersi in Italia e Spagna. Successivamente è giunto anche il *downgrade* del *rating* sul credito degli Stati Uniti da parte di S&P; giudizio che ha preoccupato tutte le principali piazze mondiali. Localmente, i mercati azionari giapponesi hanno anche subito un massiccio esodo di investitori stranieri, con vendite superiori a 1.8 miliardi di Yen nel mese di Agosto e Settembre.

Nel quarto trimestre, la borsa giapponese ha registrato rendimenti piuttosto contenuti, nonostante da oltreoceano fossero arrivate notizie più rassicuranti. L'economia statunitense sembrava essere sulla strada giusta per la ripresa e la maggior parte degli indicatori economici (consumo, casa e occupazione) cominciavano a mostrare alcuni segni di miglioramento. In Cina, l'inflazione sembrava aver raggiunto il picco durante l'estate ed l'indice dei prezzi al consumo (CPI) era sceso, verso la fine dell'anno, a quasi il 4%. Per quanto riguarda il Giappone, tante aziende cominciavano ad annunciare utili in miglioramento a partire dal secondo trimestre fiscale, ma mantenendo pur sempre una visione relativamente cauta alla luce delle inondazioni che avevano colpito la Thailandia. La fiducia degli investitori non sembrava però aver colto questi segnali, in quanto ancora negativamente influenzata dalle problematiche del debito europeo.

A livello settoriale, solo una manciata di settori difensivi e domestici come ad es. gli alimentari e la vendita al dettaglio ed i prodotti in gomma hanno ottenuto rendimenti positivi, mentre la maggior parte dei finanziari, assicurativi e immobiliari, oltre agli energetici (luce & gas) hanno registrato perdite del 20%. Tokyo Electric Power, uno degli operatori dell'impianto nucleare di Fukushima ha perso il 91% del suo valore.

Attività in portafoglio

Durante l'anno abbiamo acquistato azioni della Mitsubishi Estate, una delle più grandi aziende di proprietà immobiliari, alla luce dei buoni fondamentali societari e di valorizzazioni interessanti. Abbiamo comprato altresì azioni della Sumitomo Metal Mining, una fonderia di alta classe di metalli non ferrosi, grazie a prezzi attraenti ed a prospettive di crescita a lungo termine su rame, nichel e oro. Sul fronte opposto, abbiamo venduto Tokyo Electric Power (Tepco), un operatore dell'impianto nucleare di Fukushima e le azioni della Nissha, azienda specializzata nelle stampe, a causa di dati patrimoniali in peggioramento. Abbiamo altresì venduto Mitsumi Electric in quanto le prospettive di crescita a lungo termine non risultavano essere più attraenti. L'esposizione verso la Mitsubishi Heavy Industry e la NTT sono state aumentate a spese di Nintendo, Panasonic, Ricoh e Sekisui House, quest'ultima una società immobiliare.

Relazione del Manager (segue)

Strategia & Prospettive

L'anno del Dragone è iniziato. Il Dragone, che rappresenta uno dei 12 cicli annui dello zodiaco cinese, viene considerato storicamente un anno fortunato per il mercato azionario. Basti pensare che negli ultimi 60 anni, durante gli anni del Dragone, il Nikkei 225 è cresciuto con una media del 29% annuo.

Il 2011 è stato disastroso per il Giappone, colpito da una serie di tragedie ed eventi dolorosi di storica portata. Questi eventi hanno avuto un impatto sulla popolazione e sulla capacità produttiva del paese. Inoltre, il significativo apprezzamento dello Yen ha eroso la redditività delle imprese in Giappone e più in generale l'economia domestica. Tuttavia, la maggior parte di questi eventi contrari sono stati affrontati e risolti. Le infrastrutture danneggiate, incluse quelle elettriche, sono state ripristinate. La terza tranche di 12 trilioni di Yen che sarà messa a disposizione presto per il ripristino dell'economia dovrebbe sostenere l'attuale trend positivo.

Nel frattempo, il calo di fiducia verso il debito governativo europeo, associato ad una crisi bancaria, continua a influenzare il rendimento dei mercati finanziari globali. I leader dell'EU hanno convenuto di lavorare per un'unione fiscale che porterebbe ad una soluzione definitiva dall'attuale crisi. Tuttavia, riteniamo che il raggiungimento di questo obiettivo sarà parte di un processo lungo e difficoltoso. D'altra parte, la lettura dei dati economici rilasciati nel corso degli ultimi mesi ha mostrato che l'economia statunitense rimane in ripresa moderata e costante. L'economia cinese ha apparentemente rallentato la sua corsa a causa dell'inflazione e dei prezzi degli immobili in generale calo. Il premier Wen Jiabao aveva annunciato un rallentamento delle dinamiche economiche, promettendo però che il governo avrebbe intrapreso azioni politiche per supportare l'economia del paese qualora necessario. Allo stato attuale la Cina sta chiaramente spostando la propria attenzione dall'inflazione alla crescita. A nostro avviso, finché l'economia europea non andrà in profonda recessione, i due principali partner commerciali (Stati Uniti e Cina) quest'anno saranno nelle condizioni di sostenere con molta probabilità una ripresa dell'economia giapponese.

Nel corso del quarto trimestre gli ultimi dati economici hanno mostrato che l'economia giapponese è entrata in una fase di debolezza, in gran parte dovuta ai timori di un rallentamento dell'economia globale. Nel mese di Dicembre, l'indicatore economico Tankan è sceso a -4 dal precedente +4 di Settembre e l'indice dei prezzi al consumo è scivolato sotto l'1% a -1.1%. Sul fronte opposto, le stime indicano un aumento delle vendite al dettaglio per il 4° trimestre e le aziende si aspettano una crescita della produzione del 4.8% e 3.4% in dicembre e gennaio, rispetto al mese precedente.

Ci sono sicuramente alcuni punti di vista che indicano del pessimismo intorno agli utili societari delle società giapponesi. Tuttavia, riteniamo che queste opinioni siano esagerate ed influenzate principalmente da una serie di revisioni al ribasso a causa degli eventi catastrofici che hanno colpito il paese. Anche la frode contabile all'interno della Olympus ha esacerbato il *sentiment* di scetticismo verso le società giapponesi, anche se crediamo questa sia un'eccezione piuttosto che uno standard. In realtà, le imprese del Giappone hanno cambiato il loro atteggiamento nel corso degli ultimi 10 anni attraverso la razionalizzazione delle attività non redditizie per concentrarsi maggiormente sul proprio *core business*. Non a caso il ROE aziendale giapponese ha registrato un *trend* al rialzo. Inoltre, dobbiamo riconoscere il fatto sorprendente che gli esportatori giapponesi nel complesso sono rimasti competitivi e sono stati capaci di fornire utili positivi anche se lo Yen si è apprezzato nei confronti del Dollaro statunitense per circa il 40% negli ultimi quattro anni. Tale progresso è in gran parte ignorato e non viene riflesso nelle valutazioni di mercato.

La nostra strategia non cambia, continuiamo a puntare su azioni che sono state penalizzate dalle vendite nel breve termine, per le quali prevediamo una fase di crescita sostenibile nel lungo termine.

Relazione del Manager (segue)

Documento riservato ai Clienti Professionali e/o ai Soggetti Collocatori.

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ai Clienti Professionali e/o ai Soggetti Collocatori. La pubblicazione ha carattere meramente informativo ed è rivolta ad un uso esclusivamente interno al soggetto destinatario. Non contiene offerte, inviti a offrire o messaggi promozionali, rivolti al pubblico o a clienti al dettaglio, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari. Il Total Expense Ratio (TER), i costi e gli oneri, nonché le imposte applicabili al comparto sono indicati nel prospetto semplificato del comparto. Potrebbero emergere direttamente a carico del cliente altri costi, compresi oneri fiscali, in relazione alle operazioni connesse al comparto. È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, della pubblicazione e/o dei suoi contenuti. Invesco non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio della presente documentazione, né per eventuali scelte di investimento effettuate in relazione alle informazioni in essa contenute.

Prima dell'adesione leggere il Prospetto Informativo.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Azionario Giappone

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		15,602,097.96
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	15,264,960.08
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>18,287,658.40</i>
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		<i>-3,022,698.32</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		292,728.16
Crediti verso broker per vendita titoli		30,046.51
Sottoscrizioni da regolare		1,684.78
Dividendi da incassare		12,678.43
Passivo		93,882.37
Debiti verso broker per acquisto titoli		43,402.33
Tassa d'abbonamento	Nota 4	1,814.08
Rimborsi chiesti e non regolati		19,808.70
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	25,324.59
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	901.17
Cambio a pronti da pagare		1,625.00
Altre voci del passivo		1,006.50
Valore netto d'inventario		15,508,215.59

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Azionario Giappone - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	163,008.779	19,559.931	4,929.159	177,639.551
Azionario Giappone - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,146,001.387	994,017.132	783,027.613	2,356,990.906

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	15,508,215.59	17,109,602.29	11,118,711.35
Azionario Giappone - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		177,639.551	163,008.779	68,248.059
Valore d'inventario netto della quota parte		7.01	8.37	6.92
Azionario Giappone - Category R				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,356,990.906	2,146,001.387	1,726,769.832
Valore d'inventario netto della quota parte		6.05	7.34	6.17

NEF - Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			15,264,960.08	98.43%
Azioni			15,264,960.08	98.43%
<i>Giappone</i>			<i>15,264,960.08</i>	<i>98.43%</i>
49,000	AMADA CO LTD	JPY	238,642.71	1.54%
13,800	ASTELLAS PHARMA	JPY	431,077.84	2.78%
17,900	CANON INC	JPY	609,171.66	3.94%
23,400	CASIO COMPUTER CO LTD	JPY	109,059.88	0.70%
17,000	DAI NIPPON PRINTING CO LTD	JPY	125,548.90	0.81%
58,000	DAICEL CORP	JPY	271,477.05	1.75%
33,500	DAIFUKU CO	JPY	132,395.21	0.85%
20,700	DAIICHI SANKYO CO LTD	JPY	315,251.50	2.03%
14,700	DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	309,257.49	1.99%
80,000	DENKI KAGAKU KOGYO KK	JPY	227,544.91	1.47%
5,200	EAST JAPAN RAILWAY CO	JPY	254,291.42	1.64%
9,200	FAMILYMART CO LTD	JPY	285,548.90	1.84%
6,000	FUJI MACHINE MFG CO LTD	JPY	82,275.45	0.53%
16,600	FUJIFILM HOLDINGS CORP	JPY	302,013.97	1.95%
91,000	FUJITSU LTD	JPY	363,273.45	2.34%
75,000	FURUKAWA ELECTRIC CO LTD	JPY	132,485.03	0.85%
22,300	HITACHI CAPITAL CORP	JPY	237,466.07	1.53%
10,400	HITACHI HIGH-TECHNOLOGIES	JPY	173,333.33	1.12%
100,000	HITACHI LTD	JPY	403,193.61	2.60%
9,100	HOUSE FOOD INDUSTRIAL CO LTD	JPY	131,504.99	0.85%
37,000	KANEKA CORP	JPY	151,397.21	0.98%
10,400	KURITA WATER INDUSTRIES LTD	JPY	207,584.83	1.34%
6,100	KYOCERA CORP	JPY	376,836.33	2.43%
14,000	KYUDENKO CORP	JPY	65,808.38	0.42%
12,100	LINTEC CORP	JPY	168,337.33	1.09%
11,000	MAEDA ROAD CONSTRUCTION CO LTD	JPY	88,592.81	0.57%
73,000	MARUBENI CORP	JPY	341,686.63	2.20%
62,000	MINEBEA CO LTD	JPY	199,241.52	1.28%
59,500	mitsubishi chemical holdings corp	JPY	251,776.45	1.62%
34,300	MITSUBISHI CORP	JPY	532,300.40	3.43%
26,000	MITSUBISHI ESTATE	JPY	298,403.19	1.92%
143,000	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES LTD	JPY	468,103.79	3.02%
108,000	MITSUI MINING & SMELTING CO LTD	JPY	214,491.02	1.38%
15,100	NAGASE CO LTD	JPY	126,436.13	0.82%
58,000	NEC CORP	JPY	90,299.40	0.58%
11,600	NIFCO INC	JPY	249,017.96	1.61%
2,100	NINTENDO CO LTD	JPY	222,155.69	1.43%
15,000	NIPPON MEAT PACKERS INC., OSAKA	JPY	143,113.77	0.92%
92,000	NIPPON SHEET GLASS CO LTD	JPY	132,215.57	0.85%
36,000	NIPPON STEEL CORP	JPY	68,982.04	0.44%
8,200	NIPPON TELEGRAPH AND TELEPHONE CORP	JPY	322,025.95	2.08%
68,800	NISSAN MOTOR CO LTD	JPY	475,145.71	3.06%
20,000	NISSHINBO HOLDINGS	JPY	138,522.95	0.89%
73,000	OBAYASHI CORP	JPY	249,161.68	1.61%
7,700	ONO PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	331,976.05	2.14%
35,400	PANASONIC CORP	JPY	231,053.89	1.49%
28,000	RICOH CO LTD	JPY	187,504.99	1.21%
5,000	ROHM CO LTD	JPY	179,141.72	1.16%
6,000	RYOSAN COMPANY LTD.	JPY	97,664.67	0.63%
15,000	SANKI ENGINEERING CO LTD	JPY	60,029.94	0.39%
59,000	SANWA HOLDING CORP	JPY	135,429.14	0.87%
49,000	SEKISUI CHEMICAL CO LTD	JPY	310,528.94	2.00%
9,000	SEKISUI HOUSE LTD	JPY	61,347.31	0.40%
25,600	SHIN-ETSU POLYMER	JPY	82,522.95	0.53%
16,200	SONY CORP	JPY	223,437.13	1.44%
22,000	SUMITOMO METAL MINING CO LTD	JPY	217,145.71	1.40%
19,200	SUZUKI MOTOR CORP	JPY	305,053.89	1.97%
7,600	TDK CORP	JPY	258,642.71	1.67%
84,000	TEIJIN LTD	JPY	198,682.63	1.28%
6,000	TOHO CO	JPY	82,155.69	0.53%
126,000	TOSHIBA CORP	JPY	396,107.78	2.55%
43,000	TOYO INK SC HOLDINGS - SHS	JPY	122,305.39	0.79%
8,300	TOYODA GOSEI CO LTD	JPY	101,637.72	0.66%
19,200	TOYOTA MOTOR CORP	JPY	491,497.01	3.17%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Azionario Giappone

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
46,000	TSUBAKIMOTO CHAIN CO	JPY	182,255.49	1.18%
19,700	YAMAHA CORP.	JPY	138,804.39	0.90%
15,800	YAMAHA MOTOR CO LTD	JPY	153,584.83	0.99%
Totale portafoglio titoli			15,264,960.08	98.43%

NEF - Azionario Giappone

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

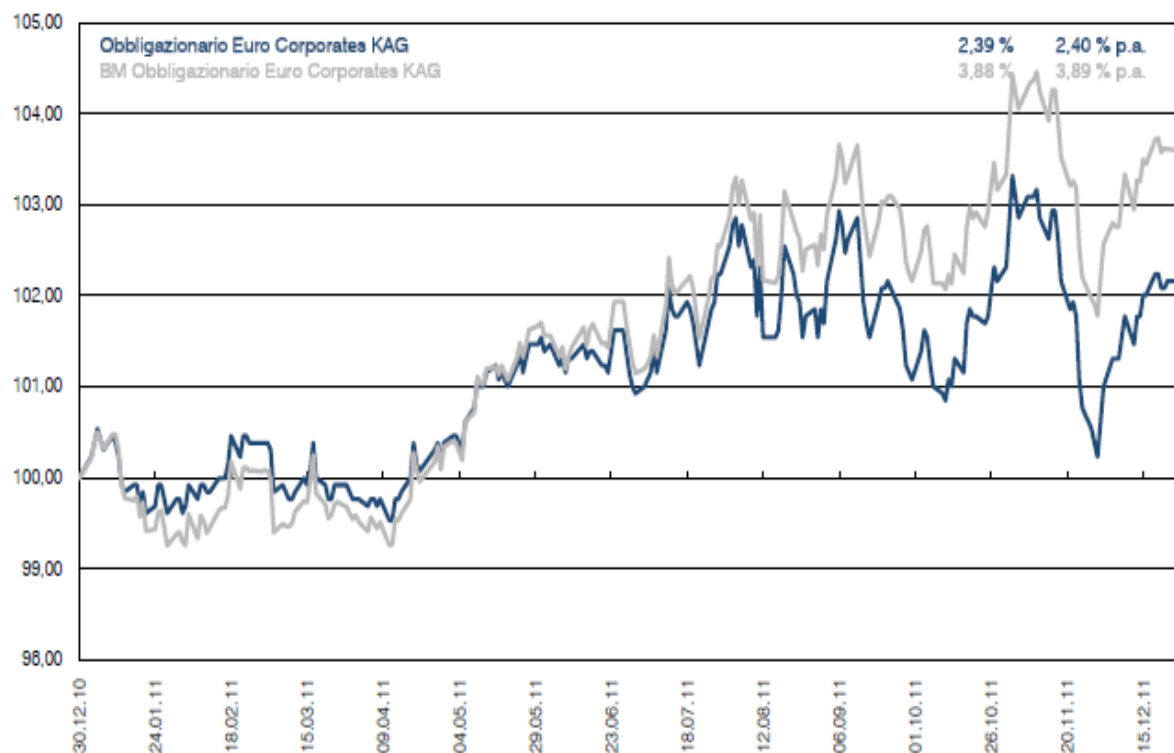
Proventi		321,104.99
Dividendi netti	Nota 2	320,553.67
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	551.32
Spese		435,475.16
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	309,224.90
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	16,765.15
Tassa d'abbonamento	Nota 4	7,098.42
Spese amministrative		26,586.45
Commissioni di domiciliazione		136.77
Spese legali		19.47
Spese di transazioni	Nota 2	19,418.19
Spese di pubblicazione e stampa		1,820.71
Spese di banca corrispondente	Nota 2	32,679.39
Altre spese		21,725.71
Perdite nette da investimenti		-114,370.17
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-1,337,079.65
- cambi	Nota 2	613,767.40
Perdita netta realizzata		-837,682.42
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-2,310,910.01
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-3,148,592.43
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		6,746,188.15
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		158,193.03
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		6,587,995.12
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,198,982.42
<i>Azionario Giappone - Category I</i>		-36,475.78
<i>Azionario Giappone - Category R</i>		-5,162,506.64
Diminuzione del patrimonio netto		-1,601,386.70
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		17,109,602.29
Patrimonio netto a fine dell'anno		15,508,215.59

NEF
- Obbligazionario Euro Corporate

Relazione del Manager

Performance

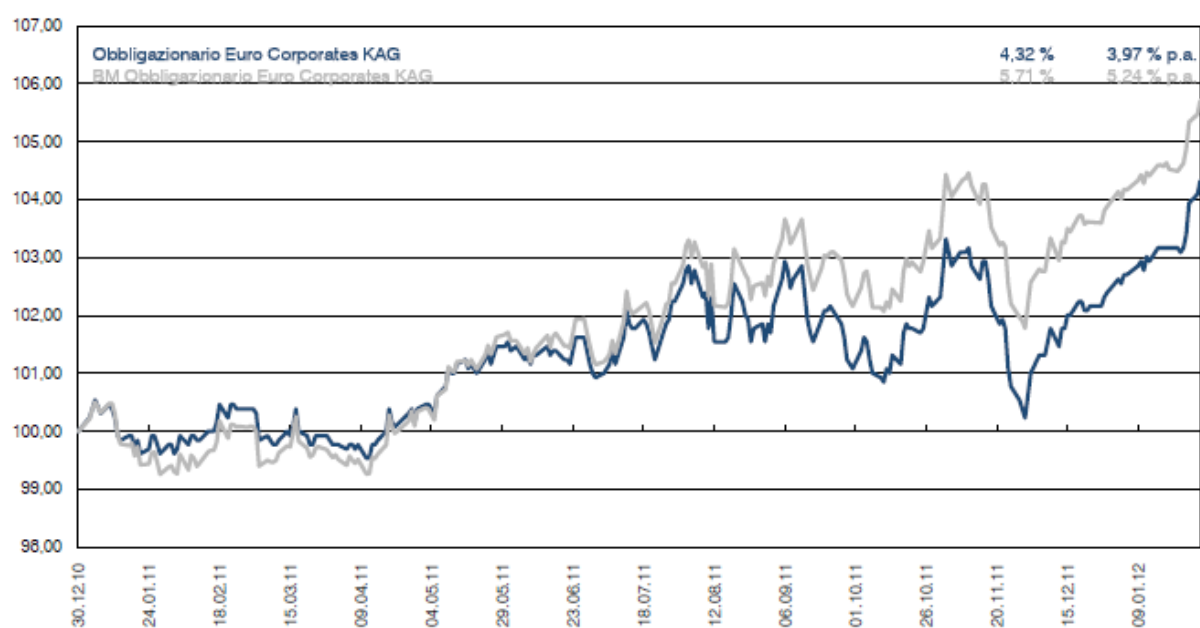
Performance 2011



Net Performance, Total Return indexed in EUR

Source: Raiffeisen Capital Management, 30.12.2010 – 29.12.2011

Performance da inizio 2011 ad oggi



Net Performance, Total Return indexed in EUR

Source: Raiffeisen Capital Management, 30.12.2010 – 31.01.2012

Relazione del Manager (segue)

Performance in evidenza

- Nonostante l'aumento dei premi di rischio, i rendimenti in discesa hanno permesso un guadagno interessante.
- Da un punto di vista relativo, l'allocazione difensiva ha portato ad una continua sovraperformance rispetto al benchmark. Uno dei motivi è stato l'allocazione geografica: Germania sovrapponderata rispetto alla Francia, sottoponderazione di tutti i paesi "periferici". I Financials sono stati fortemente ridotti dopo una buona performance nel primo trimestre.
- L'elevata quota del cash e la ponderazione cauta negli stati „periferici“ hanno permesso l'acquisto di titoli a prezzi attraenti, abbiamo preferito le nuove emissioni (di Nedgas, Telekom Italia, OMV, EVN).
- La duration ultimamente è di circa 4 anni, il fondo ha potuto partecipare in gran parte al calo dei rendimenti nella seconda metà dell'anno.

Struttura del Fondo

Settori

IBOxx Sector	BM	NEF	Diff	wght Dur BM	wght Dur NEF	Diff
Automobiles & Parts	8,8%	5,3%	-3,5%	0,25	0,18	-0,07
Basic Resources	2,3%	1,4%	-0,8%	0,08	0,05	-0,02
Chemicals	3,9%	2,8%	-1,1%	0,15	0,11	-0,04
Construction & Materials	2,8%	2,3%	-0,5%	0,11	0,12	0,02
Financials	0,0%	2,7%	2,7%	0,00	0,11	0,11
Food & Beverage	3,3%	2,8%	-0,5%	0,11	0,12	0,02
Health Care	6,3%	6,9%	0,5%	0,25	0,23	-0,02
Industrial Goods & Services	12,0%	9,5%	-2,6%	0,51	0,43	-0,09
Media	1,6%	2,4%	0,8%	0,06	0,09	0,02
Oil & Gas	8,4%	8,6%	0,2%	0,36	0,38	0,02
Personal & Household Goods	3,8%	4,9%	1,2%	0,15	0,21	0,05
Retail	3,9%	4,0%	0,1%	0,18	0,24	0,07
Technology	0,9%	0,9%	0,0%	0,03	0,04	0,01
Telecommunications	16,0%	15,5%	-0,5%	0,74	0,73	-0,01
Travel & Leisure	0,5%	0,3%	-0,2%	0,02	0,01	0,00
Utilities	25,4%	26,0%	0,6%	1,26	1,27	0,01
Pfandbriefe	0,0%	0,0%	0,0%	0,00	0,00	0,00
others	0,0%	0,0%	0,0%	0,00	0,00	0,00
Total	99,9%	96,4%	-3,5%	4,25	4,32	

Source: Bloomberg, February 2012

Top 10 Titoli

name	issuer country	sector	% in fund
4,875 % E.ON INTL FIN. MTN 09-14	Netherlands	Utilities	1,68%
3,661 % TELEFONICA EM. MTN 10-17	Spain	Communications	1,19%
3,875 % GLAXOSM.CAP. MTN 09-15	United Kingdom	Consumer, Non-cyclical	1,18%
5,625 % ROCHE HLDGS MTN 09-16	United States	Consumer, Non-cyclical	1,09%
4,75 % PFIZER INC. 09-16	United States	Consumer, Non-cyclical	1,05%
4,75 % HUTCHISON WH. 09-16	Cayman Islands	Diversified	1,00%
4,25 % REPSOL INTL FINANCE 11-16	Netherlands	Energy	0,97%
2,75 % VOLKSWAGEN LEASING GmbH 11-15	Germany	Financial	0,96%
3,25 % BMW FINANCE NV 12-19	Netherlands	Consumer, Cyclical	0,96%
3,875 % ELECTRICITE DE FRANCE 12-22	France	Utilities	0,96%

Source: Raiffeisen Capital Management, Datawarehouse, 31.01.2012

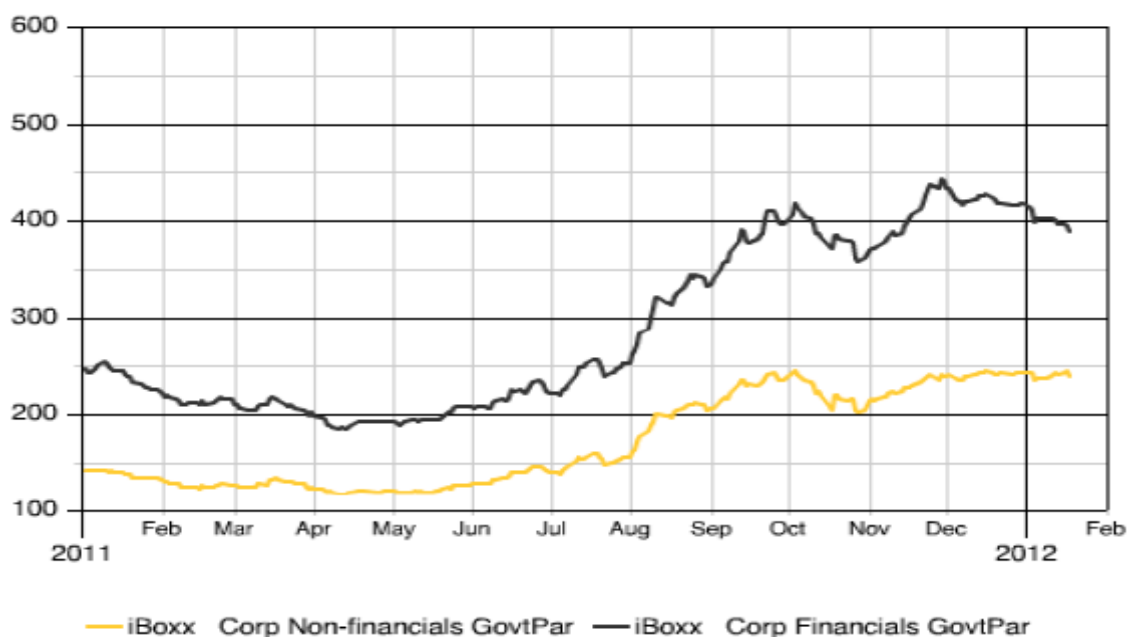
Relazione del Manager (segue)

Situazione economica: Revisione e prospettiva

- La crisi del debito pubblico ha raggiunto livelli tali da rendere impensabile un ritorno al precedente status quo. Ciò avrà gravi impatti sul sistema bancario, sulla crescita economica dei prossimi anni e sul “livello corretto di indebitamento corretto” per i prossimi anni.
- Le Obbligazioni Corporate si sono presentate come resistenti e approfittano dalla ricerca di alternative alle obbligazioni governative, che non sono più considerate come investimenti sicuri. Ciò non è valido per i financials, il cui legame coi titoli di stato è più forte.
- Il settore dei obbligazioni corporate rimane stabile, ma il rallentamento della domanda e l’aumento dei prezzi delle materie prime nei più recenti report trimestrali, non possono essere negati. Il lato positivo è che l’interesse degli azionisti scivola nuovamente in secondo piano.
- Il settore dei obbligazioni corporate rimane stabile, ma il rallentamento della domanda e l’aumento dei prezzi delle materie prime nei più recenti report trimestrali, non possono essere negati. Il lato positivo è che l’interesse degli azionisti scivola nuovamente in secondo piano.

Gli spread di credito

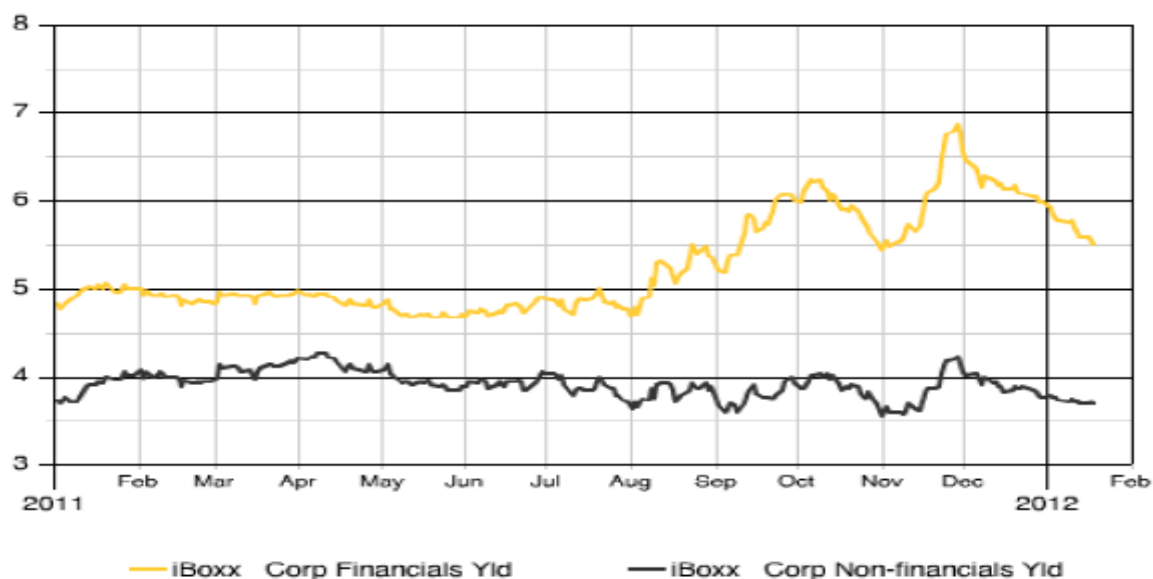
I crediti sono storicamente valutati con un prezzo interessante.



Source: IBoxx, 19.01.2012

Relazione del Manager (segue)

I Rendimenti di credito



Source: IBoxx, 19.01.2012

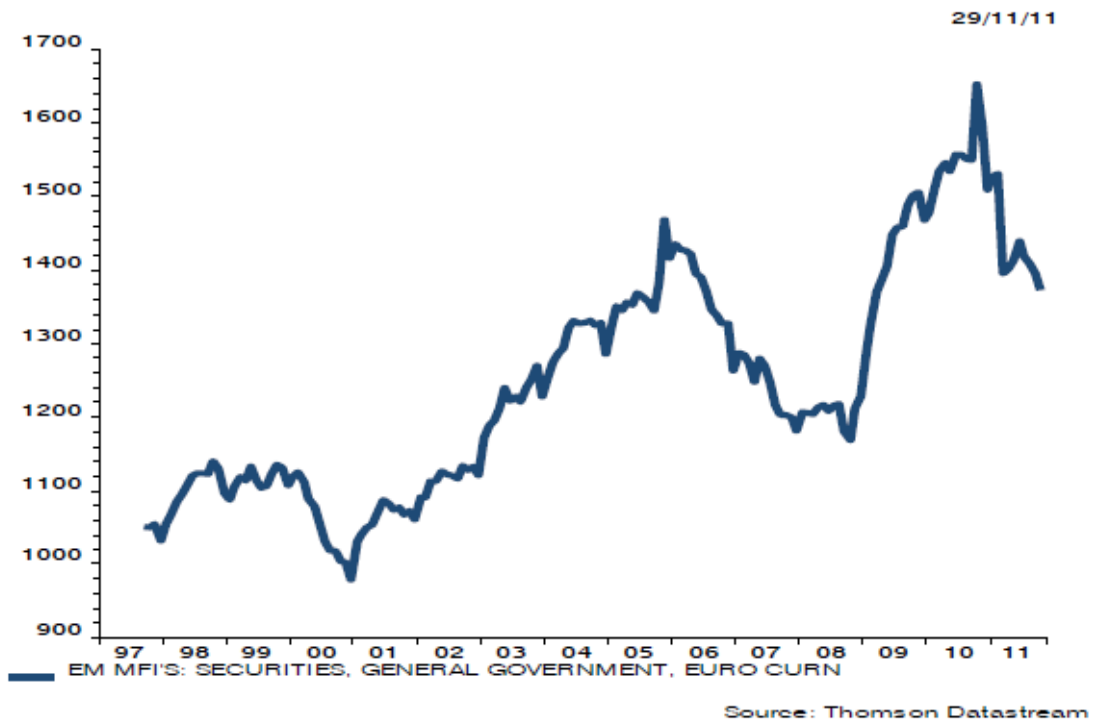
BCE deve tirare i castagni dal fuoco



Source: Datastream, 17.11.2011

Relazione del Manager (segue)

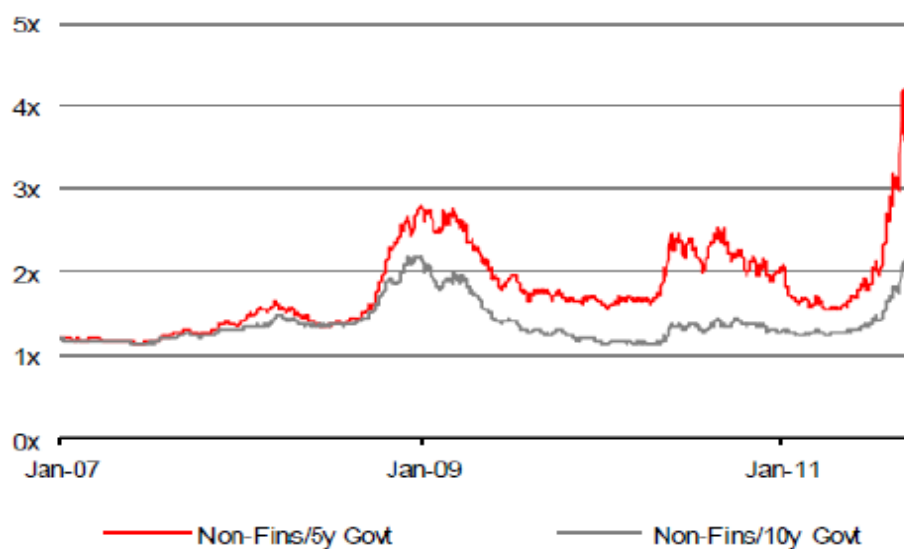
Obbligazioni di Stato detenute dalla banca



Source: Datastream, 29.11.2011

Crediti sono a basso costo vs Governo:

Corporates/government yield ratios



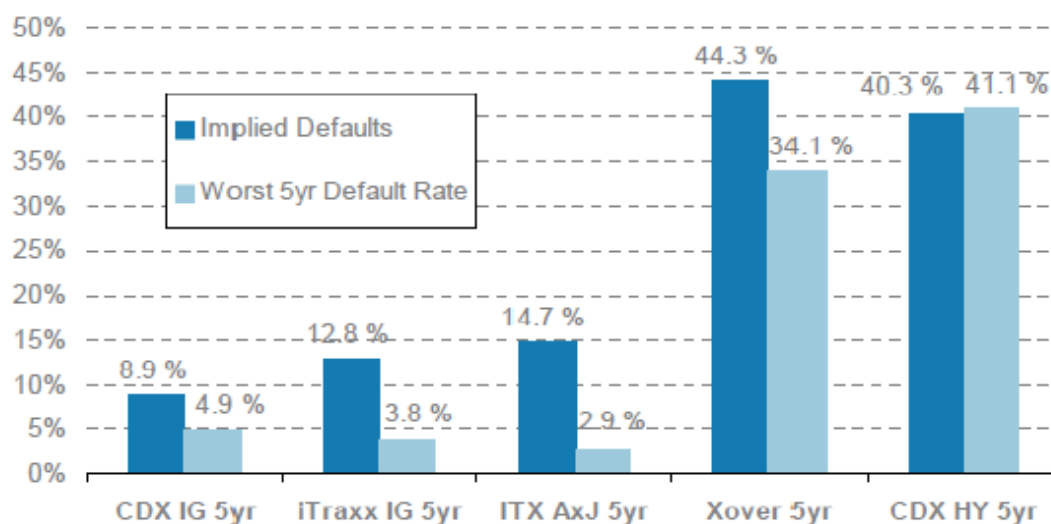
Source: SG, 28.09.2011

Relazione del Manager (segue)

Tassi predefiniti

Credit Compensating for Historical Default Risk

5yr cumulative default rate (%)



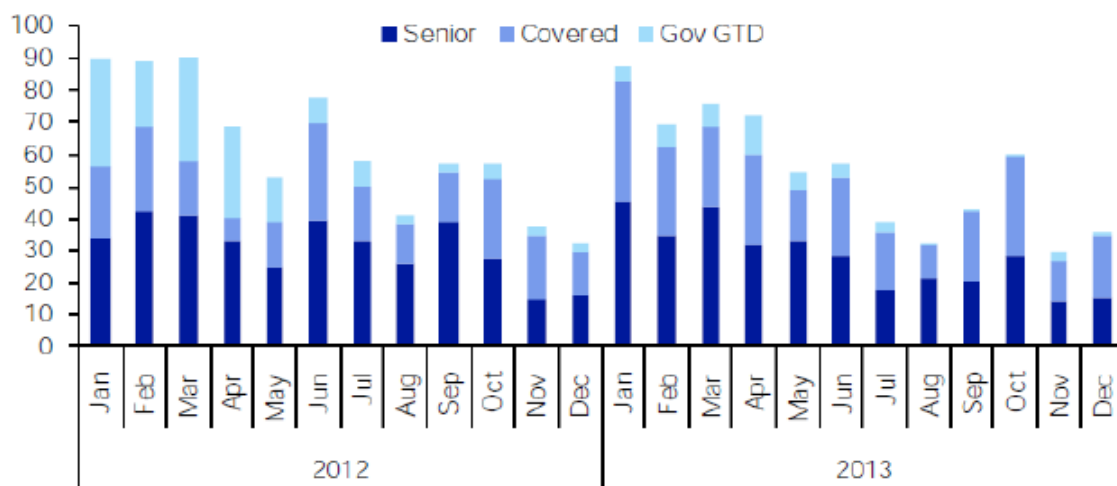
Source: Morgan Stanley Research

Note: 'Worst Case' based on history of similarly-rated portfolio, 1980-Present

Rimborsi di finanziamento

Elevati rifinanziamenti che bisogni delle banche quali saranno coperti dal EFSF-Umbrella nel lungo termine.

Figure 27: Monthly Term Funding Redemptions in 2012/13 for European Banks (€bn)



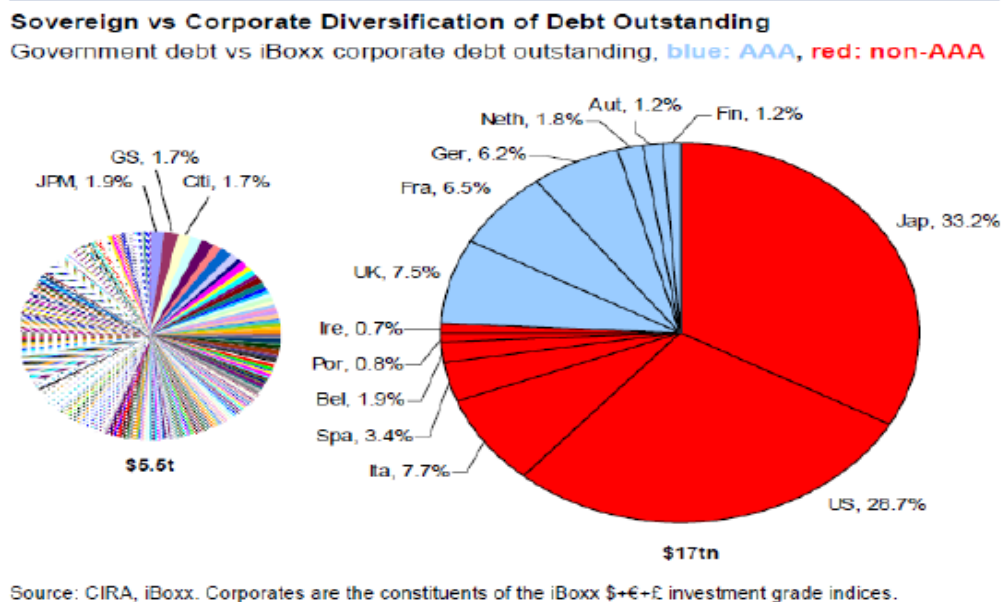
Source: Deutsche Bank, Dealogic DCM

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Relazione del Manager (segue)

Obbligazioni di Stato vs Corporates:

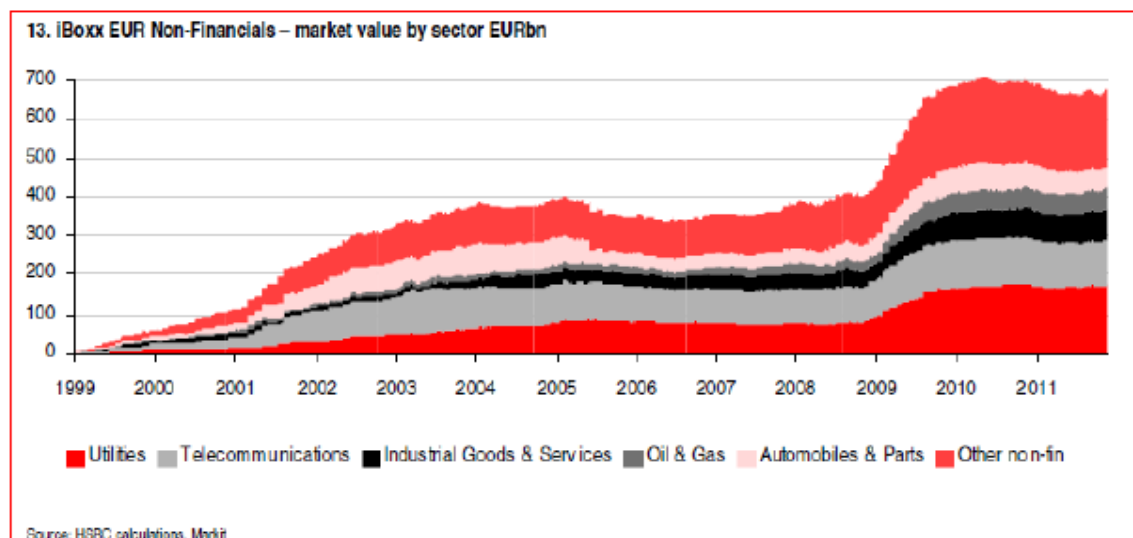
Tecnici meglio con Corporates che obbligazioni di Stato, in quanto il mercato è significativamente più piccolo e più diversificato.



Source: Citigroup

Composizione di indice

iBoxx EUR Corporates – the index has changed over time

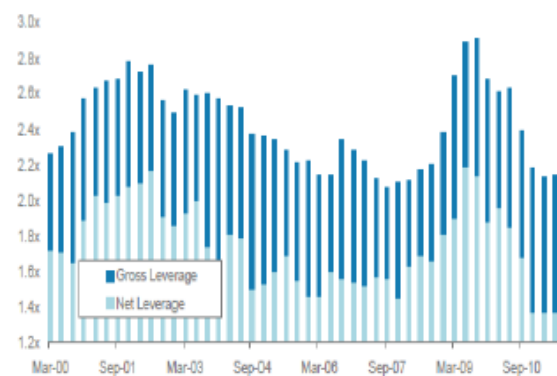


Source: HSBC

Relazione del Manager (segue)

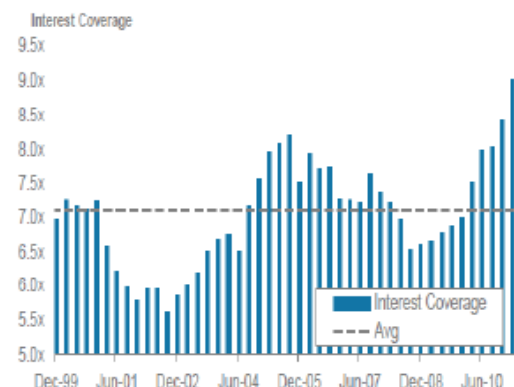
Dati fondamentali di beni:

IG Non-Financial Leverage at a 10-Year Low



Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg, company data

IG Interest Coverage Remains High

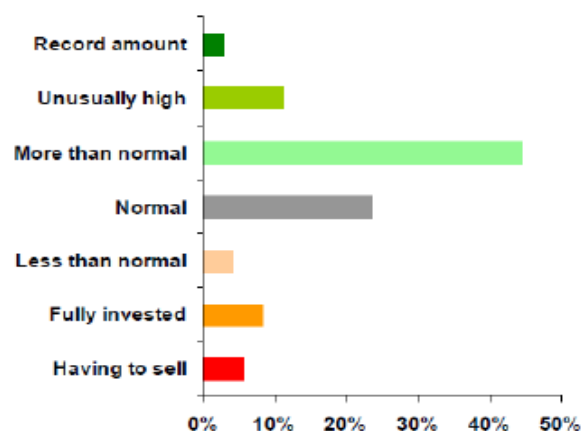


Source: Morgan Stanley Research, Bloomberg, company data

Tecnici, gli investitori sono sulla difensiva:

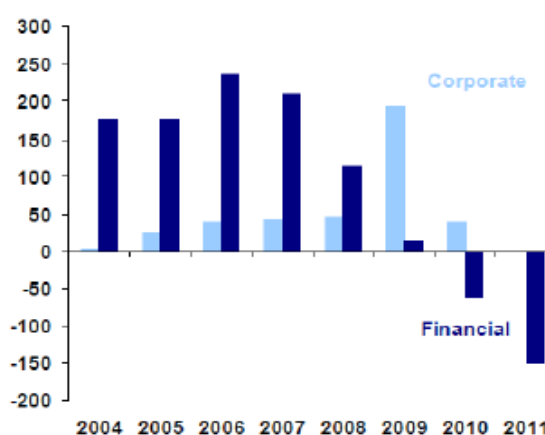
Leverage & Cash a livelli molto bassi.

How much cash in your funds? Citi Credit Survey, 18 November 2011



Source: CIRA

The IG credit market is shrinking € IG net issuance, € bn



Source: CIRA, Dealogic

Source: Citigroup

Luxembourg, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		35,630,733.44
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	32,786,498.93
<i>Prezzo d'acquisto</i>		32,272,139.06
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		514,359.87
Depositi bancari a vista e liquidità		1,839,678.98
Interessi maturati		739,486.10
Crediti verso broker per vendita titoli		200,961.02
Sottoscrizioni da regolare		64,108.41
Passivo		77,550.03
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,710.65
Rimborsi chiesti e non regolati		33,108.57
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	36,039.38
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	907.06
Cambio a pronti da pagare		2,074.94
Altre voci del passivo		1,709.43
Valore netto d'inventario		35,553,183.41

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	415,988.242	500,000.000	407,424.000	508,564.242
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,699,826.022	590,336.855	1,156,964.047	2,133,198.830

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	35,553,183.41	40,656,140.78	36,650,221.52
Obbligazionario Euro Corporate - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		508,564.242	415,988.242	641,976.542
Valore d'inventario netto della quota parte		14.42	13.94	13.33
Obbligazionario Euro Corporate - Category R				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,133,198.830	2,699,826.022	2,254,617.966
Valore d'inventario netto della quota parte		13.23	12.91	12.46

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			32,786,498.93	92.22%
Obbligazioni			31,206,921.88	87.78%
<i>Australia</i>			<i>430,574.00</i>	<i>1.21%</i>
120,000	OPTUS FINANCE EMTN 3.50 10-20 15/09A	EUR	121,281.00	0.34%
100,000	TELSTRA CORP EMTN 3.75 11-22 16/05A	EUR	101,673.50	0.29%
100,000	TELSTRA CORP LTD 3.625 10-21 15/03A	EUR	101,139.00	0.28%
100,000	TELSTRA EMTN 3.875 05-15 24/07A	EUR	106,480.50	0.30%
<i>Austria</i>			<i>490,090.10</i>	<i>1.38%</i>
100,000	KAERTNER ELEKTRIZIT. 4.50 09-14 23/06A	EUR	104,850.50	0.29%
100,000	RAIFFEISEN BANK INTL 6.625 11-21 18/05A	EUR	70,394.00	0.20%
100,000	STRABAG SE 4.75 11-18 25/05A	EUR	98,513.60	0.28%
100,000	TELEKOM FINANZ 6.375 09-16 29/01A	EUR	109,485.50	0.31%
100,000	VOESTALPINE AG 8.75 09-13 30/03A	EUR	106,846.50	0.30%
<i>Belgio</i>			<i>631,861.50</i>	<i>1.78%</i>
100,000	ANHEUSER BUSCH 4.00 11-21 02/06A	EUR	104,711.50	0.29%
100,000	ANHEUSER BUSCH INBEV 4.00 10-18 26/04A	EUR	107,064.00	0.30%
200,000	ELIA SYSTEM OP SA/NV 4.50 09-13 22/04A	EUR	207,043.00	0.59%
100,000	ELIA SYSTEM OP SA/NV 4.75 04-14 13/05A	EUR	106,063.00	0.30%
100,000	SOLVAY SA 5.00 09-15 12/06A	EUR	106,980.00	0.30%
<i>Brasile</i>			<i>97,827.50</i>	<i>0.28%</i>
100,000	TELEMAR NORTE LESTE 5.125 10-17 15/12S	EUR	97,827.50	0.28%
<i>Danimarca</i>			<i>646,651.40</i>	<i>1.82%</i>
50,000	AP MOLLER-MAERSK A/S 4.375 10-17 24/11A	EUR	51,821.00	0.15%
150,000	CARLSBERG BREWERIES 3.375 10-17 13/10A	EUR	150,925.50	0.42%
220,000	DONG ENERGY 4.00 09-16 16/12A	EUR	236,630.90	0.67%
200,000	TDC AS 3.50 11-15 23/02A	EUR	207,274.00	0.58%
<i>Finlandia</i>			<i>351,494.20</i>	<i>0.99%</i>
150,000	FORTUM OYJ 4.625 09-14 20/03A	EUR	159,948.00	0.45%
100,000	FORTUM OYJ EMTN 4.00 11-21 24/05A	EUR	105,695.00	0.30%
80,000	NOKIA CORPORATION 6.75 09-19 04/02A	EUR	85,851.20	0.24%
<i>Francia</i>			<i>6,427,987.25</i>	<i>18.08%</i>
100,000	ADP 3.875 11-22 15/02A	EUR	100,733.00	0.28%
100,000	ALSTOM 3.625 10-18 05/10A	EUR	93,867.50	0.26%
150,000	AREVA EMTN 3.50 10-21 22/03A	EUR	119,341.50	0.34%
50,000	AREVA SA EMTN 3.875 09-16 23/09A	EUR	47,603.25	0.13%
200,000	AUCHAN 3.00 11-16 02/12A	EUR	205,167.00	0.58%
50,000	AUCHAN SA EMTN 2.875 10-17 15/11A	EUR	50,662.50	0.14%
100,000	AUTO.PARIS RHIN RHONE 4.875 11-19 21/01A	EUR	98,704.00	0.28%
200,000	AUTOROUTES DU SUD FRA 4.125 10-20 13/04A	EUR	195,933.00	0.55%
200,000	BANQUE PSA FINANCE 3.50 10-14 17/01A	EUR	194,156.00	0.55%
100,000	BOUYGUES 3.641 10-19 29/10A	EUR	97,290.50	0.27%
50,000	BOUYGUES 4.50 06-13 24/05A	EUR	51,913.00	0.15%
200,000	CARREFOUR 5.25 11-18 24/10A	EUR	204,158.00	0.57%
150,000	CARREFOUR EMTN 4.00 10-20 09/04A	EUR	138,849.75	0.39%
100,000	CASINO GUICHARD 4.472 11-16 04/04A	EUR	100,998.00	0.28%
100,000	CASINO GUICHARD 4.726 11-21 26/05A	EUR	92,515.50	0.26%
50,000	CASINO GUICHARD EMTN 4.379 10-17 08/02A	EUR	49,813.25	0.14%
100,000	CASINO GUICHARD EMTN 4.875 07-14 10/04A	EUR	103,205.50	0.29%
100,000	CIE SAINT GOBAIN EMTN 3.50 11-15 30/09A	EUR	101,395.00	0.29%
100,000	CIE SAINT GOBAIN EMTN 4.00 10-18 08/10A	EUR	99,093.00	0.28%
50,000	DANONE 3.60 10-20 23/11A	EUR	52,802.00	0.15%
300,000	EDF ENERGY EMTN 4.625 10-30 26/04A	EUR	292,477.50	0.82%
100,000	EUTELSAT SA 5.00 11-19 14/01A	EUR	101,659.50	0.29%
200,000	FRANCE TELECOM 3.875 10-20 09/04A	EUR	204,037.00	0.57%
150,000	FRANCE TELECOM EMTN 3.375 10-22 16/09A	EUR	143,233.50	0.40%
100,000	FRANCE TELECOM EMTN 3.625 05-15 14/10A	EUR	104,986.50	0.30%
150,000	GDF SUEZ 2.75 10-17 18/10A	EUR	152,114.25	0.43%
300,000	GDF SUEZ 3.125 11-20 21/01A	EUR	297,559.50	0.84%
100,000	LAFARGE 6.625 10-18 29/11A	EUR	87,215.00	0.25%
150,000	LYMH MOET HENNESSY 4.375 09-14 12/05A	EUR	159,534.00	0.45%
100,000	PERNOD RICARD 4.875 10-16 18/03A	EUR	104,747.50	0.29%
50,000	PPR SA 3.75 10-15 08/04A	EUR	51,349.00	0.14%
100,000	RCI 3.25 11-14 17/01A	EUR	98,183.00	0.28%
100,000	RCI BANQUE EMTN 5.625 11-15 05/10A	EUR	100,891.50	0.28%
150,000	RTE EDF TRANSPORT 4.875 08-15 06/05A	EUR	162,879.75	0.46%
200,000	RTE EDF TRANSPORT SA 3.875 10-22 28/06A	EUR	202,394.00	0.57%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
200,000	SANOFI AVENTIS 3.50 09-13 17/05A	EUR	206,205.00	0.58%
100,000	SANOFI AVENTIS EMTN 4.50 09-16 18/05A	EUR	110,928.00	0.31%
200,000	SCHNEIDER ELECTRIC 3.75 11-18 12/07A	EUR	207,911.00	0.58%
100,000	SFR EMTN 5.00 09-14 09/07A	EUR	104,555.00	0.29%
100,000	SUEZ ENVIRONNEMENT 4.078 11-21 17/05A	EUR	103,401.50	0.29%
50,000	SUEZ ENVIRONNEMENT CO 4.875 09-14 08/04A	EUR	53,544.50	0.15%
150,000	THALES EMTN 2.75 10-16 19/10A	EUR	148,316.25	0.42%
200,000	TOTAL CAPITAL 3.50 09-14 27/02A	EUR	209,176.00	0.59%
100,000	VALEO 4.875 11-18 11/05A	EUR	97,332.00	0.27%
150,000	VEOLIA ENVIRONN. 5.25 09-14 24/04A	EUR	159,598.50	0.45%
50,000	VEOLIA ENVIRONN. 5.125 07-22 24/05A	EUR	52,440.25	0.15%
100,000	VEOLIA ENVIRONN.EMTN 4.247 10-21 06/01A	EUR	100,514.50	0.28%
100,000	VIVENDI 3.50 11-15 13/07A	EUR	101,383.50	0.29%
300,000	VIVENDI 4.875 11-18 30/11A	EUR	311,218.50	0.88%
<i>Germania</i>			<i>2,664,635.30</i>	<i>7.49%</i>
100,000	BASF SE EMTN 3.75 09-12 08/10A	EUR	102,049.50	0.29%
150,000	BETELSMANN AG EMTN 3.625 05-15 06/10A	EUR	156,539.25	0.44%
50,000	COMMERZBANK AG 6.375 11-19 22/03A	EUR	35,817.00	0.10%
200,000	DAIMLER AG EMTN 4.625 09-14 02/09A	EUR	213,449.00	0.60%
100,000	EWE AG 4.125 11-20 04/11A	EUR	104,954.00	0.30%
50,000	EWE AG 5.25 09-21 16/07A	EUR	56,119.25	0.16%
100,000	FRAPORT AG 5.25 09-19 10/09A	EUR	109,003.50	0.31%
50,000	GFK SE 5.00 11-16 14/04A	EUR	52,510.00	0.15%
300,000	KFW 2.25 10-17 21/09A	EUR	306,952.50	0.85%
150,000	MAN SE -1- 5.375 09-13 20/05A	EUR	157,554.00	0.44%
100,000	MERCK FIN SERVICES 3.375 10-15 24/03A	EUR	104,079.50	0.29%
70,000	RHEINMETALL AG 4.00 10-17 22/09A	EUR	71,045.80	0.20%
100,000	ROBERT BOSCH EMTN 3.75 09-13 12/06A	EUR	103,849.50	0.29%
50,000	RWE AG EMTN 5.75 03-33 14/02A	EUR	58,798.50	0.17%
100,000	SAP 3.50 10-17 10/04A	EUR	103,477.00	0.29%
200,000	THYSSENKRUPP AG 8.00 09-14 18/06A	EUR	219,068.00	0.62%
300,000	VOLKSWAGEN LEASING 2.25 11-14 10/11A	EUR	302,193.00	0.85%
300,000	VOLKSWAGEN LEASING 2.75 11-15 13/07A	EUR	305,602.50	0.85%
100,000	VOLKSWAGEN LEASING 3.25 11-18 10/05A	EUR	101,573.50	0.29%
<i>Irlanda</i>			<i>205,104.50</i>	<i>0.58%</i>
50,000	BORD GAIS EIREANN 5.75 09-14 16/06A	EUR	47,840.75	0.13%
50,000	CRH FINANCE EMTN 7.375 09-14 28/05A	EUR	54,676.25	0.15%
100,000	GE CAP EURO FUNDING 3.75 11-16 04/04A	EUR	102,587.50	0.30%
<i>Isola di Jersey</i>			<i>102,014.00</i>	<i>0.29%</i>
100,000	BAA FUNDING 4.125 10-18 12/10A	EUR	102,014.00	0.29%
<i>Isole Caiman</i>			<i>822,902.50</i>	<i>2.31%</i>
300,000	HUTCHISON WHAMPOA 4.75 09-16 14/11A	EUR	316,884.00	0.89%
100,000	IPIC GMTN EMTN 5.875 11-21 14/03A	EUR	96,767.00	0.27%
200,000	PETROBRAS INTL FIN 4.875 11-18 07/03A	EUR	204,822.00	0.58%
100,000	PETROBRAS INTL FIN 5.875 11-22 07/03A	EUR	101,128.00	0.28%
100,000	TWUCFH 3.25 10-16 09/11A	EUR	103,301.50	0.29%
<i>Italia</i>			<i>1,493,493.00</i>	<i>4.20%</i>
100,000	ACEA REG S 4.50 10-20 16/03A	EUR	87,565.00	0.25%
100,000	ATLANTIA SPA 3.375 10-17 18/09A	EUR	93,819.00	0.26%
100,000	ATLANTIA SPA 4.375 10-25 16/09A	EUR	86,691.50	0.24%
100,000	A2A EMTN 4.50 09-16 02/11A	EUR	95,976.00	0.27%
100,000	EDISON SPA 3.875 10-17 10/11A	EUR	88,646.00	0.25%
100,000	ENEL SOCIETA -EMTN- 5.625 07-27 21/06A	EUR	87,588.50	0.25%
50,000	ENEL SPA 5.25 04-24 20/05A	EUR	46,409.25	0.13%
300,000	ENI SPA 3.50 10-18 29/01A	EUR	295,441.50	0.83%
150,000	LOTTOMATICA 5.375 10-18 02/02A	EUR	133,797.75	0.38%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.25 05-55 17/03A	EUR	66,692.50	0.19%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.25 10-22 10/02A	EUR	82,559.50	0.23%
100,000	TELECOM ITALIA EMTN 5.375 04-19 29/01A	EUR	88,808.50	0.25%
100,000	TELECOM ITALIA SPA 7.00 11-17 20/01A	EUR	100,073.00	0.28%
150,000	TERNA SPA 4.75 11-21 15/03A	EUR	139,425.00	0.39%
<i>Lussemburgo</i>			<i>915,263.00</i>	<i>2.57%</i>
100,000	ARCELORMITTAL SA 9.375 09-16 03/06A	EUR	111,712.50	0.31%
100,000	CIBA SPECIALITY CHEM. 4.875 03-18 20/06A	EUR	112,847.50	0.32%
100,000	ENEL FINANCE INTL 4.625 11-15 24/06A	EUR	101,118.50	0.28%
100,000	FINMECCANICA FINANCE 5.25 09-22 21/01A	EUR	68,388.00	0.19%
200,000	GAZ CAPITAL 5.136 06-17 22/03A	EUR	203,082.00	0.57%
50,000	GAZ CAPITAL -GARPROM- 5.364 07-14 31/10A	EUR	51,794.75	0.15%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
50,000	HOLCIM FINANCE EMTN 4.375 04-14 09/12A	EUR	52,312.25	0.15%
100,000	NOVARTIS FIN EMTN 4.25 09-16 15/06A	EUR	110,605.50	0.31%
100,000	SES EMTN 4.75 11-21 11/03A	EUR	103,402.00	0.29%
	<i>Messico</i>		<i>312,046.00</i>	<i>0.88%</i>
100,000	AMERICA MOVIL 3.75 10-17 28/06A	EUR	104,508.00	0.30%
100,000	AMERICA MOVIL 4.125 11-19 25/10A	EUR	103,404.00	0.29%
100,000	PEMEX 5.50 09-17 09/01A	EUR	104,134.00	0.29%
	<i>Norvegia</i>		<i>491,012.50</i>	<i>1.38%</i>
150,000	STATKRAF SF 4.625 07-17 22/09A	EUR	166,773.00	0.47%
200,000	STATOILHYDRO EMTN 4.375 09-15 11/03A	EUR	217,441.00	0.61%
100,000	TELENOR ASA 4.50 06-14 28/03A	EUR	106,798.50	0.30%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>6,389,895.73</i>	<i>17.97%</i>
100,000	ADECCO INT FINANCIAL 4.75 11-18 13/04A	EUR	99,958.00	0.28%
100,000	BASF FIN EUROPE NV 5.125 09-15 09/06Q	EUR	111,295.50	0.31%
150,000	BAT HOLDINGS BV 4.00 10-20 07/07A	EUR	155,413.50	0.44%
300,000	BMW FINANCE 3.675 11-18 29/01A	EUR	313,738.50	0.88%
100,000	DEUSCHE TEL INTL FIN. 4.875 10-25 22/04A	EUR	106,295.50	0.30%
150,000	DEUTSCHE TELEKOM 4.25 10-22 13/07A	EUR	155,583.75	0.44%
250,000	DEUTSCHE TELEKOM EMTN 4.00 05-15 19/01A	EUR	262,957.50	0.74%
100,000	DEUTSCHE TELEKOM EMTN 7.50 03-33 24/01A	EUR	130,587.00	0.37%
100,000	DIAGEO CAPITAL BV 5.50 08-13 01/07A	EUR	105,934.50	0.30%
100,000	E ON INTER FINANCE 5.50 07-17 02/10A	EUR	115,534.50	0.32%
100,000	E ON INTER FINANCE 5.50 09-16 19/01A	EUR	113,536.00	0.32%
50,000	EADS FIN BV -3- 4.625 09-16 12/08A	EUR	54,505.25	0.15%
100,000	EDP FINANCE 5.875 11-16 01/02A	EUR	87,824.50	0.25%
100,000	ENBW INTL FINANCE 4.125 09-15 07/07A	EUR	107,412.50	0.30%
100,000	ENEL FINANCE INTL 4.125 11-17 12/07A	EUR	95,631.00	0.27%
200,000	ENEL FINANCE INTL 5.00 09-22 14/09A	EUR	181,598.00	0.51%
150,000	ENEL FINANCE INTL 5.75 11-18 24/10A	EUR	148,977.75	0.42%
500,000	E.ON INTL FINANCE 4.875 09-14 28/01A	EUR	533,837.50	1.50%
50,000	E.ON INTL FINANCE 5.75 08-20 07/05A	EUR	59,914.75	0.17%
200,000	HIT FINANCE 5.75 11-18 09/03A	EUR	197,709.00	0.56%
50,000	HIT FINANCE BV 4.875 06-21 27/10A	EUR	44,065.75	0.12%
100,000	INTL ENDESA EMTN 5.375 03-13 21/02A	EUR	102,364.00	0.29%
100,000	KPN 5.625 09-24 30/09A	EUR	111,674.50	0.31%
150,000	KPN EMTN 4.00 05-15 22/06A	EUR	157,848.00	0.44%
100,000	KPN NV 3.75 10-20 21/09A	EUR	100,374.50	0.28%
250,000	KPN NV KONINKLIJKE 4.75 07-14 29/05A	EUR	265,692.50	0.75%
100,000	LINDE FINANCE 3.125 11-18 12/12A	EUR	103,722.00	0.29%
200,000	LINDE FINANCE BV-EMTN- 4.75 07-17 24/04A	EUR	224,142.00	0.63%
100,000	METRO EMTN 4.25 10-17 22/02A	EUR	103,653.00	0.29%
66,000	NUON FINANCE BV 4.125 04-14 17/12A	EUR	70,694.58	0.20%
100,000	PACCAR FIN EUROPE 3.00 11-14 19/05A	EUR	101,677.70	0.29%
50,000	PORTUGAL TELECOM 5.00 09-19 04/11A	EUR	34,919.25	0.10%
300,000	REPSOL SA EMTN 4.25 11-16 12/02A	EUR	303,357.00	0.85%
100,000	RWE FINANCE BV 5.00 09-15 10/02A	EUR	109,605.00	0.31%
100,000	SCHLUMBERGER FINANCE 2.75 10-15 01/12A	EUR	103,679.00	0.29%
100,000	SHELL INTL FIN 4.50 09-16 09/02A	EUR	111,085.50	0.31%
100,000	SHELL INTL FIN REG-S 4.375 09-18 14/05A	EUR	112,451.00	0.32%
50,000	SHELL INTL FINANCE 3.00 09-13 14/05A	EUR	51,414.75	0.14%
200,000	SIEMENS FIN EMTN 5.125 09-17 20/02A	EUR	228,390.00	0.64%
100,000	SIEMENS FINANCIER NV 4.125 09-13 20/02A	EUR	103,551.00	0.29%
100,000	SUEDZUCKER INT FIN 4.125 11-18 29/03A	EUR	105,686.00	0.30%
100,000	SYNGENTA FINANCE NV 4.00 09-14 30/06A	EUR	106,294.00	0.30%
100,000	TENNET HOLDING 3.25 10-15 09/02A	EUR	104,024.00	0.29%
100,000	TENNET HOLDING B.V 3.875 11-18 21/02A	EUR	105,309.00	0.30%
50,000	TNT NV 5.375 07-17 14/11A	EUR	50,415.00	0.14%
100,000	VERBUND INT FIN EMTN 4.75 09-19 16/07A	EUR	108,891.50	0.31%
100,000	WOLTERS KLUWER 5.125 03-14 27/01A	EUR	105,618.50	0.30%
20,000	WUERTH FIN INTL 3.75 11-18 25/05A	EUR	21,052.20	0.06%
	<i>Portogallo</i>		<i>32,257.26</i>	<i>0.09%</i>
50,000	BRISA AUTO ESTRADAS 4.00 06-16 05/12A	EUR	32,257.26	0.09%
	<i>Regno Unito</i>		<i>3,565,155.49</i>	<i>10.03%</i>
200,000	ANGLIAN WATER EMTN 4.625 03-13 07/10A	EUR	210,303.00	0.59%
100,000	ANGLO AMERICAN CAPITAL 4.375 09-16 02/12A	EUR	106,947.50	0.30%
100,000	ANGLO AMERICAN CAPITAL 4.25 09-13 30/09A	EUR	104,020.00	0.29%
100,000	BAT INTL FINANCE 5.875 08-15 12/03A	EUR	111,385.50	0.31%
200,000	BG ENERGY CAP 3.00 11-18 16/11A	EUR	201,043.00	0.57%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
200,000	BG ENERGY CAP EMTN 3.375 09-13 15/07A	EUR	205,863.00	0.58%
200,000	BP CAPITAL MARKETS 3.10 10-14 07/10A	EUR	207,667.00	0.58%
150,000	BRITISH TELECOM 6.125 09-14 11/07A	EUR	164,744.25	0.46%
100,000	BRITISH TELECOM EMTN 5.25 07-14 23/06A	EUR	107,265.00	0.30%
350,000	GLAXOSMITHKLINE CAP 3.875 09-15 06/07A	EUR	376,349.75	1.07%
100,000	HSBC HOLDINGS SUB 6.00 09-10 10/06A	EUR	101,600.50	0.29%
150,000	IMPERIAL TABACCO 4.375 06-13 22/11A	EUR	155,345.25	0.44%
150,000	IMPERIAL TOBACCO EMTN 5.00 11-19 02/12A	EUR	157,665.00	0.44%
100,000	IMPERIAL TOBACCO FIN 4.50 11-18 05/07A	EUR	103,099.00	0.29%
104,000	NATIONAL GRID EMTN 4.125 06-13 21/03A	EUR	107,134.04	0.30%
100,000	NATIONAL GRID EMTN 4.375 05-20 10/03A	EUR	107,294.00	0.30%
100,000	SABMILLER PLC 4.50 09-15 20/01A	EUR	106,452.00	0.30%
70,000	SCOTT SOUTH ENERGY 6.125 08-13 29/07A	EUR	75,007.45	0.21%
150,000	TESCO 3.375 11-18 02/11A	EUR	155,494.50	0.44%
100,000	TESCO PLC-EMTN- 5.125 07-47 10/04A	EUR	113,494.00	0.32%
200,000	VODAFONE GROUP 5.00 03-18 04/06A	EUR	227,313.00	0.64%
150,000	VODAFONE GROUP PLC 3.625 05-12 29/11A	EUR	153,144.75	0.43%
200,000	WPP GROUP 4.375 06-13 05/12A	EUR	206,524.00	0.58%
	<i>Repubblica Ceca</i>		203,210.00	0.57%
100,000	CEZ 4.875 10-25 16/04A	EUR	99,834.50	0.28%
100,000	CEZ EMTN 3.625 11-16 27/05A	EUR	103,375.50	0.29%
	<i>Spagna</i>		1,495,904.00	4.21%
100,000	ABERTIS INFRASTRUCT. 4.625 09-16 14/10A	EUR	96,120.00	0.27%
50,000	GAS NATURAL CAPITAL 3.375 10-15 27/01A	EUR	48,812.50	0.14%
250,000	GAS NATURAL CAPITAL 4.125 10-18 26/01A	EUR	235,616.25	0.66%
150,000	IBERDROLA FINANZAS 4.125 10-20 23/03A	EUR	142,062.75	0.40%
100,000	IBERDROLA FINANZAS 4.75 11-16 25/01A	EUR	102,228.00	0.29%
100,000	RED ELECT FINANCE 4.75 11-18 16/02A	EUR	103,943.50	0.29%
200,000	TELEFONICA EMIS SA 3.406 10-15 24/03A	EUR	194,031.00	0.55%
400,000	TELEFONICA EMISIONES 3.661 10-17 18/09A	EUR	371,266.00	1.04%
200,000	TELEFONICA EMISIONES 4.967 11-16 03/02A	EUR	201,824.00	0.57%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		2,537,250.15	7.14%
100,000	AMGEN 4.375 11-18 05/12A	EUR	105,756.50	0.30%
200,000	AT&T INC 4.375 07-13 15/03A	EUR	206,951.00	0.59%
100,000	BRISTOL MYERS SQUIBB 4.375 06-16 15/11A	EUR	111,934.00	0.31%
100,000	CARGILL INC 4.50 04-14 29/09A	EUR	107,140.50	0.30%
150,000	DAIMLERCHRYSLER EMTN 4.375 06-13 21/03A	EUR	154,762.50	0.44%
100,000	KRAFT FOODS INC 6.25 08-15 20/03A	EUR	111,335.00	0.31%
100,000	MERCK CO INC 5.375 07-14 01/10A	EUR	110,221.00	0.31%
70,000	PEMEX PROJECT REG S 5.50 05-25 24/02A	EUR	65,416.75	0.18%
200,000	PFIZER 3.625 09-13 03/06A	EUR	206,442.00	0.58%
300,000	PFIZER INC REG-S 4.75 09-16 03/06A	EUR	334,114.50	0.95%
100,000	PHILIPS MORRIS INTL 5.875 08-15 04/09A	EUR	114,622.50	0.32%
135,000	PROCTER&GAMBLE EMTN 4.5 07-14 12/05A	EUR	145,238.40	0.41%
100,000	ROCHE HLDG INC -1- 4.625 09-13 04/03A	EUR	103,717.00	0.29%
300,000	ROCHE HLDG INC -2- 5.625 09-16 04/03A	EUR	346,093.50	0.98%
100,000	ROCHE HLDG INC -3- 6.50 09-21 04/03A	EUR	129,252.00	0.36%
100,000	VERIZON WIRELESS REGS 8.75 08-15 18/12A	EUR	125,668.00	0.35%
50,000	WAL-MART STORES INC 4.875 09-29 21/09A	EUR	58,585.00	0.16%
	<i>Svezia</i>		900,292.50	2.53%
150,000	SCA AB 3.625 11-16 26/08A	EUR	154,590.00	0.43%
100,000	TELEFONAKTIE EMTN 5.00 09-13 24/06A	EUR	104,611.00	0.29%
100,000	TELIASONERA 4.75 07-17 07/03A	EUR	111,704.00	0.31%
100,000	TELIASONERA AB -60- 5.125 09-14 13/03A	EUR	107,755.50	0.30%
250,000	VATTENFALL TREASURY 4.25 09-14 19/05A	EUR	265,976.25	0.76%
150,000	VOLVO TREASURY 5.00 07-17 31/05A	EUR	155,655.75	0.44%
	Obbligazioni a tasso variabile		1,579,577.05	4.44%
	<i>Austria</i>		133,645.25	0.38%
50,000	ERSTE BANK OEST SPAR.FL.R 06-17 19/07Q	EUR	34,542.25	0.10%
100,000	OMV AG FL.R 11-XX 29/04A	EUR	99,103.00	0.28%
	<i>Germania</i>		718,051.83	2.02%
100,000	BAYER SUB FL.R 05-XX 29/07A	EUR	99,122.50	0.28%
300,000	ENBW INTL FINANCE FL.R 11-72 02/04A	EUR	293,259.00	0.83%
100,000	HENKEL KGAA -SUB- FL.R 05-04 25/11A	EUR	99,818.08	0.28%
50,000	MUNICH RE SUB FL.R 07-XX 29/06A	EUR	39,471.25	0.11%
200,000	RWE FL.R 10-XX 28/09A	EUR	186,381.00	0.52%

Le note allegato costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Obbligazionario Euro Corporate

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Lussemburgo</i>		<i>94,214.00</i>	<i>0.26%</i>
100,000	ARCELORMITTAL FL.R 10-17 18/11A	EUR	94,214.00	0.26%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>349,337.50</i>	<i>0.98%</i>
200,000	ALLIANDER FINANCE NV FL.R 10-XX 11/11A	EUR	196,318.00	0.55%
150,000	SIEMENS FIN NV FL.R 06-66 14/09A	EUR	153,019.50	0.43%
	<i>Regno Unito</i>		<i>75,625.00</i>	<i>0.21%</i>
100,000	LLYODS TSB SUB FL.R 08-18 05/03A	EUR	75,625.00	0.21%
	<i>Stati Uniti d'America</i>		<i>208,703.47</i>	<i>0.59%</i>
100,000	CITIGROUP EMTN VAR FL.R 05-17 30/11A	EUR	80,490.97	0.23%
150,000	JP MORGAN CHASE FL.R 06-18 31/03A	EUR	128,212.50	0.36%
Totale portafoglio titoli			32,786,498.93	92.22%

NEF - Obbligazionario Euro Corporate
Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		1,470,568.13
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	1,465,796.53
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	4,758.28
Altri redditi		13.32
Spese		661,720.10
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	454,901.37
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	13,978.68
Tassa d'abbonamento	Nota 4	15,218.66
Spese amministrative		34,247.83
Commissioni di domiciliazione		306.95
Spese legali		45.81
Spese di transazioni	Nota 2	26,323.35
Spese di pubblicazione e stampa		3,197.34
Spese di banca corrispondente	Nota 2	77,181.78
Altre spese		36,318.33
Reddito netto da investimenti		808,848.03
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	201,003.15
- future	Nota 2	-90,140.00
- cambi	Nota 2	120.86
Utile netto realizzato		919,832.04
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-8,590.98
- future		-3,550.00
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		907,691.06
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		14,773,369.17
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		7,075,500.00
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		7,697,869.17
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-20,784,017.60
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category I</i>		-5,769,896.64
<i>Obbligazionario Euro Corporate - Category R</i>		-15,014,120.96
Diminuzione del patrimonio netto		-5,102,957.37
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		40,656,140.78
Patrimonio netto a fine dell'anno		35,553,183.41

NEF

- Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Relazione del Manager

Presentazione della situazione economica attuale relativo al Fondo stesso

E' stato un anno molto difficile per le strategie valutarie, data l'alta volatilità dei mercati e con le strategie sia di value sia di carry che non sono riuscite a dare i risultati attesi. Il mercato valutario è stata manipolato dagli interventi delle banche centrali. Tuttavia, i mercati non possono sovrastare gli interventi in ogni momento.

Abbiamo implementato delle strategie long / short di duration sui mercati obbligazionari "core" della zona euro, long / short sulle valute in entrambi i mercati sviluppati ed emergenti e long-only su credito e mercati obbligazionari periferici.

Andamento del Fondo

L'anno scorso, le strategie sui tassi di interesse hanno pesato per il 4.7%, le strategie valutarie per un -1.62%, dei paesi cosiddetti periferici dell'Unione europea il risultato è stato del -0.46% e delle strategie creditizie -0.16%. Abbiamo subito perdite soprattutto nel settore del credito ed nelle obbligazioni periferiche dell'Unione europea in cui abbiamo perseguito la strategia long-only per la maggior parte dell'anno. Siamo stati attivi nella negoziazione long / short sui tassi di interesse e sulle valute, abbiamo sovraperformato rispetto nostri peer nella categoria macro fixed income. Nonostante il contributo negativo delle valute, abbiamo battuto anche in questo caso i peer in questo settore. E' stato un anno molto difficile per le strategie valutarie, data l'alta volatilità dei mercati e con le strategie sia di value sia di carry che non sono riuscite a dare i risultati attesi.

Le prospettive economiche per il prossimo periodo

Al fine di ottenere un buon risultato di performance, il fondo deve assistere ad un periodo "risk off" o "risk on" più prolungato. Quest'anno, il sentiment di mercato è passato dal lo scenario "risk on" al "risk off" in un periodo di tempo molto breve, il che non è favorevole per le nostre strategie macro. Tuttavia, siamo fiduciosi che il nostro processo di investimento e le strategie siano ben preparate per un futuro movimento del mercato "risk off" / "risk on" e che le performance del fondo avranno una svolta positiva.

Luxembourg, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		82,624,733.66
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	76,148,567.05
<i>Prezzo d'acquisto</i>		70,584,186.79
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		5,564,380.26
Depositi bancari a vista e liquidità		5,033,635.52
Interessi maturati		1,042,343.64
Sottoscrizioni da regolare		400,187.45
Passivo		1,632,663.52
Debiti bancari a vista		1,025,378.80
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,024.80
Rimborsi chiesti e non regolati		144,047.35
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	316,904.29
Minusvalenze non realizzate su future	Nota 2,7	84,746.26
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	49,357.49
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	2,048.12
Cambio a pronti da pagare		4,685.23
Altre voci del passivo		3,471.18
Valore netto d'inventario		80,992,070.14

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Cedola - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	1,941,000.000	614,207.718	1,249,207.718	1,306,000.000
Cedola - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,255,635.756	3,613,890.918	2,167,391.142	4,702,135.532
Cedola - Category D				
Quote parti a distribuzione	0.000	2,619,690.265	175,605.971	2,444,084.294

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	80,992,070.14	49,392,209.51	66,824,665.75
Cedola - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		1,306,000.000	1,941,000.000	2,971,000.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.68	9.53	9.58

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	80,992,070.14	49,392,209.51	66,824,665.75
Cedola - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		4,702,135.532	3,255,635.756	4,013,236.102
Valore d'inventario netto della quota parte		9.61	9.49	9.56
Cedola - Category D				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a distribuzione				
Numero di quote parti		2,444,084.294	0.000	0.000
Valore d'inventario netto della quota parte		9.48	0.00	0.00

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			70,325,419.24	86.83%
Obbligazioni			60,447,424.23	74.63%
<i>Australia</i>			<i>10,918,093.42</i>	<i>13.48%</i>
380,000	AUSTRALIA -124- 5.75 07-21 15/05S	AUD	347,531.40	0.43%
2,492,000	AUSTRALIA 415 6.25 02-15 15/04S	AUD	2,146,718.05	2.65%
3,834,000	AUSTRALIE GVT -217- 6.00 04-17 15/02S	AUD	3,393,917.18	4.19%
500,000	BARCLAYS BANK 6.75 09-12 13/08S	AUD	394,067.83	0.49%
750,000	NEW S WALES 6.00 08-19 01/04S	AUD	652,452.25	0.81%
1,290,000	NSW TREASURY CORP 6.00 09-20 01/05S	AUD	1,118,882.10	1.38%
636,000	QUEENSLAND TREAS 16 6.00 10-16 21/04S	AUD	527,373.12	0.65%
2,137,000	TREASURY CORP OF VICT 5.75 04-16 15/11S	AUD	1,791,179.88	2.21%
588,000	WEST AUSTRALIAN TREAS.8.00 01-17 17/07S	AUD	545,971.61	0.67%
<i>Brasile</i>			<i>867,999.50</i>	<i>1.07%</i>
2,000	BRAZIL-NTN F 10.00 07-13 01/01S	BRL	867,999.50	1.07%
<i>Filippine</i>			<i>688,978.38</i>	<i>0.85%</i>
5,180,000	ASIAN DEV BANK EMTN 3.375 11-14 20/05A	NOK	688,978.38	0.85%
<i>Francia</i>			<i>639,881.30</i>	<i>0.79%</i>
400,000	DEXIA MUN AGENCY 5.125 06-12 17/01A	USD	309,359.30	0.38%
300,000	PERNOD RICARD 7.00 09-15 15/01A	EUR	330,522.00	0.41%
<i>Germania</i>			<i>11,923,367.82</i>	<i>14.72%</i>
3,000,000	ALLEMAGNE GOVT BOND 4.25 07-17 04/07A	EUR	3,528,600.00	4.36%
2,000,000	GERMANY SERIE 07 4.25 07-39 04/07A	EUR	2,734,950.00	3.38%
4,364,000	GERMANY -06- 4.00 06-16 04/07A	EUR	5,007,253.60	6.17%
4,860,000	KFW REGS 4.00 09-14 15/12A	NOK	652,564.22	0.81%
<i>Isole Caiman</i>			<i>455,452.36</i>	<i>0.56%</i>
217,000	PETROBRAS INTL FIN 5.75 09-20 20/01S	USD	179,720.57	0.22%
324,000	VALE OVERSEAS 5.625 09-19 15/09S	USD	275,731.79	0.34%
<i>Italia</i>			<i>1,234,044.50</i>	<i>1.52%</i>
700,000	ENI SPA -4- 5.875 08-14 20/01A	EUR	742,724.50	0.91%
500,000	INTESA SANPAOLO 2.625 09-12 04/12A	EUR	491,320.00	0.61%
<i>Lussemburgo</i>			<i>1,352,179.54</i>	<i>1.67%</i>
100,000	ENEL FINANCE INTL 4.625 11-15 24/06A	EUR	101,118.50	0.12%
583,000	FIAT FINANCE TRADE 9.00 09-12 30/07A	EUR	595,575.31	0.74%
266,000	FINMECCANICA FINANCE 8.125 08-13 03/12A	EUR	272,036.87	0.34%
100,000	GAZ CAPITAL REGS 8.125 09-14 31/07S	USD	83,671.45	0.10%
400,000	TI CAPITAL 6.175 09-14 18/06S	USD	299,777.41	0.37%
<i>Norvegia</i>			<i>1,009,801.75</i>	<i>1.25%</i>
7,314,000	NORWAY 6.50 02-13 15/05A	NOK	1,009,801.75	1.25%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>1,025,758.33</i>	<i>1.27%</i>
500,000	EDP FINANCE 5.375 07-12 02/11S	USD	384,145.57	0.48%
450,000	ENEL FINANCE INTL 5.70 07-08 15/01S	USD	351,480.99	0.43%
391,000	PORTUGAL TELECOM 4.375 05-17 24/03A	EUR	290,131.77	0.36%
<i>Regno Unito</i>			<i>3,382,984.20</i>	<i>4.18%</i>
400,000	FCE BANK EMTN 7.125 07-13 15/01A	EUR	409,432.00	0.51%
150,000	LADBROKES GRP FIN 7.625 10-17 05/03S	GBP	180,174.19	0.22%
278,000	LLOYDS TBS BANK REGS 4.375 10-15 12/01S	USD	208,555.86	0.26%
757,000	UK TREASURY STOCK 2.75 09-15 22/01S	GBP	968,498.71	1.20%
772,000	UNITED KINGDOM 4.25 03-36 07/03S	GBP	1,132,791.93	1.39%
385,000	UNITED KINGDOM 4.50 08-13 07/03S	GBP	483,531.51	0.60%
<i>Spagna</i>			<i>493,761.13</i>	<i>0.61%</i>
100,000	TELEFONICA EMISIONES 4.967 11-16 03/02A	EUR	100,912.00	0.12%
500,000	TELEFONICA EMISIONES 5.855 07-13 04/02S	USD	392,849.13	0.49%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>26,455,122.00</i>	<i>32.66%</i>
200,000	BANK OF AMERICA CORP 4.625 10-17 07/08A	EUR	180,458.00	0.22%
1,350,000	BIRD 7.20 05-12 10/05M	ZAR	128,663.81	0.16%
2,450,000	BIRD 7.23 05-12 10/07M	ZAR	233,735.45	0.29%
550,000	CITIGROUP INC -63- 7.375 09-14 16/06A	EUR	590,037.25	0.73%
300,000	DAIMLER FINANCE 1.875 11-14 15/09S	USD	230,642.25	0.28%
1,500,000	GOLDMAN SACHS GROUP 4.75 04-14 28/01A	EUR	1,497,517.50	1.85%
1,950,000	IBRD 9.90 08-12 10/05M	ZAR	187,763.06	0.23%
477,000	INTL FIN CORP 949 REG11.25 09-12 17/07A	TRY	196,985.06	0.24%
400,000	MERRILL LYNCH EMTN 6.75 08-13 21/05A	EUR	401,130.00	0.50%
271,000	MERRILL LYNCH -667- 5.45 08-13 05/02S	USD	211,900.04	0.26%
3,962,000	US TREASURY 4.50 06-36 15/02S	USD	4,005,557.81	4.95%
1,352,000	US TREASURY L-2015 2.50 10-15 30/04S	USD	1,115,393.16	1.38%

Le note allegare costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
1,406,000	US TREASURY NT T-2015 1.375 10-15 30/11S	USD	1,120,127.79	1.38%
5,253,000	USA TREASURY BONDS 6.875 95-25 15/08S	USD	6,251,170.07	7.72%
12,276,000	USA TREASURY NOTES 1.25 11-14 15/02S	USD	9,684,018.75	11.95%
400,000	WELLS FARGO CO 4.125 06-16 03/11A	EUR	420,022.00	0.52%
Obbligazioni a tasso variabile			9,877,995.01	12.20%
<i>Francia</i>			<i>211,209.65</i>	<i>0.26%</i>
199,000	LAFARGE SA EMTN 8.875 09-14 27/05A	EUR	211,209.65	0.26%
<i>Italia</i>			<i>8,847,500.00</i>	<i>10.93%</i>
5,000,000	ITALY CCT FL.R 05-12 01/11S	EUR	4,973,500.00	6.15%
4,000,000	ITALY CCT FL.R 06-13 01/07S	EUR	3,874,000.00	4.78%
<i>Lussemburgo</i>			<i>169,834.61</i>	<i>0.21%</i>
281,000	UNICREDIT FL.R 08-XX 27/06S	GBP	169,834.61	0.21%
<i>Spagna</i>			<i>649,450.75</i>	<i>0.80%</i>
650,000	SANTANDER INTL EMTN FL.R 07-12 30/01Q	EUR	649,450.75	0.80%
Azioni/Quote di OICR/OIC			5,823,147.81	7.19%
Azioni/Quote di fondo d'investimento			5,823,147.81	7.19%
<i>Lussemburgo</i>			<i>5,823,147.81</i>	<i>7.19%</i>
51,794	VONTOBEL FUND VAR ABS RET BD EUR -I- CAP	EUR	5,823,147.81	7.19%
Totale portafoglio titoli			76,148,567.05	94.02%

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		1,764,446.28
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	1,742,881.86
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	19,522.01
Altri redditi		2,042.41
Spese		645,370.82
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	344,009.87
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	22,248.00
Tassa d'abbonamento	Nota 4	6,354.52
Spese amministrative		51,190.25
Interessi bancari su conti correnti		10,440.60
Spese legali		112.31
Spese di transazioni	Nota 2	20,440.82
Spese di pubblicazione e stampa		4,222.20
Spese di banca corrispondente	Nota 2	133,204.65
Altre spese		53,147.60
Reddito netto da investimenti		1,119,075.46
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-52,404.81
- future su cambi	Nota 2	-4,130,944.93
- future	Nota 2	-2,201,294.60
- swaps	Nota 2	364.21
- cambi	Nota 2	111,947.35
Perdita netta realizzata		-5,153,257.32
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		5,994,489.38
- future su cambi		-316,904.29
- future		-84,181.26
- swaps		2,001.34
Aumento del patrimonio netto da operazioni di mercato		442,147.85
Dividendi distribuiti	Nota 13	-232,538.58
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		40,668,536.28
<i>Cedola - Category I</i>		5,954,825.78
<i>Cedola - Category R</i>		34,713,710.50
Sottoscrizione di quote parti a distribuzione		25,098,012.74
<i>Cedola - Category D</i>		25,098,012.74
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-32,705,602.01
<i>Cedola - Category I</i>		-11,986,769.94
<i>Cedola - Category R</i>		-20,718,832.07
Riscatto di quote parti a distribuzione		-1,670,695.65
<i>Cedola - Category D</i>		-1,670,695.65
Aumento del patrimonio netto		31,599,860.63
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		49,392,209.51
Patrimonio netto a fine dell'anno		80,992,070.14

NEF
- Flessibile

Relazione del Manager

NEF - Flessibile è un fondo d'investimento a capitale variabile ai sensi del diritto lussemburghese. Mette a disposizione una classe retail ("R") per investitori privati mentre i clienti istituzionali possono investire in una classe istituzionale ("I").

NEF - Flessibile è un fondo globale bilanciato orientato principalmente all'area europea. Viene gestito adottando l'approccio di protezione del portafoglio di Union Investment. Il fondo è autorizzato a detenere azioni e obbligazioni. Tra queste ultime figurano titoli di Stato, obbligazioni societarie, convertibili e dei mercati emergenti. L'approccio di protezione del portafoglio di Union Investment ammette una ponderazione flessibile di investimenti azionari e a reddito fisso. La composizione del portafoglio in un determinato momento dipende dal budget di rischio definito e dalle attuali valutazioni del mercato elaborate da Union Investment.

Il periodo di protezione del portafoglio corrisponde all'anno solare, inizia il 1° gennaio 2011 e termina il 31 dicembre 2011. Per il calcolo del valore di patrimonio netto (NAV) minimo, si è preso a riferimento il NAV della classe retail a fine 2010, pari a 10.17 euro. Conformemente alle disposizioni, il NAV minimo per l'anno solare 2010 deve corrispondere all'87.5 per cento del NAV a fine esercizio ed è stato quindi fissato a 8.90 euro. Il NAV minimo non è garantito.

In ottemperanza al profilo del fondo, fino al 40 per cento del suo patrimonio può essere investito in altri OICVM qualificabili come fondi d'investimento. Poiché il volume del fondo ammonta a poche decine di milioni, il gestore si è concentrato su fondi ampiamente diversificati al fine di trarre il massimo beneficio da speciali tematiche d'investimento a favore di NEF - Flessibile. Nel segmento azionario, la regione Asia Pacifico era rappresentata da UniAsia Pacific mentre quella del Nord America da UniNorth America. UniDeutschland rappresentava il terzo baricentro attraverso il quale il fondo ha sovrappesato il mercato azionario tedesco tra le borse europee.

Nel corso del 2011 la quota azionaria oscillava tra il 4 e il 50 per cento. A gennaio, il fondo aveva aperto l'anno con un'esposizione azionaria globale del 42 per cento. Nei primi due mesi del 2011 i mercati azionari internazionali segnavano una performance generalmente positiva, bruscamente interrotta a marzo con il disastro nucleare di Fukushima. Successivamente al disastro, la quota azionaria è stata abbassata leggermente al di sotto del 30 per cento. Il mese successivo, l'esposizione azionaria si è mossa attorno al 40 per cento. L'ulteriore aggravarsi della crisi di debito in Eurozona, il declassamento degli Stati Uniti d'America e l'elevato grado di incertezza circa l'andamento economico generale hanno prodotto massicce ondate di vendita sui listini azionari mondiali. L'esposizione azionaria è stata ridotta al di sotto del 5 per cento e a fine esercizio era ferma sotto il 10 per cento. Il mercato europeo ha chiuso l'anno in territorio negativo. Con riferimento all'indice Euro Stoxx 50, la performance negativa a fine anno era pari a -13.57 per cento. La performance della classe retail ben bilanciata di NEF - Flessibile ha chiuso il 2011 con una performance negativa di -8.06 per cento.

Come l'anno precedente, sul fronte del reddito fisso l'accento è rimasto sulle obbligazioni garantite dei paesi core dell'Eurozona. Oltre a questa esposizione, deteniamo partecipazioni in obbligazioni dei mercati emergenti globali (RenditePlus-Invest) nonché in titoli dei mercati emergenti europei (UniEuroAspirant). Di conseguenza, nel 2011 il NEF - Flessibile non è stato travolto dall'andamento negativo delle quotazioni dei titoli di Stato dei paesi periferici, essendosi concentrato su emittenti di elevata qualità. La duration modificata del fondo era di circa 2.1 ed è stata abbassata all'1.45 per cento a fine dicembre.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Flessibile
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		38,401,151.71
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	36,846,297.15
<i>Prezzo d'acquisto</i>		37,476,961.67
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>		-630,664.52
Opzioni acquistate a prezzo di mercato	Nota 2,9	61,350.00
<i>Opzioni acquistate a prezzo d'acquisto</i>		104,850.00
Depositi bancari a vista e liquidità		1,030,460.85
Interessi maturati		416,898.40
Sottoscrizioni da regolare		46,145.31
Passivo		160,259.30
Opzioni vendute a prezzo di mercato	Nota 2,8	3,050.00
<i>Opzioni vendute a prezzo d'acquisto</i>		9,533.00
Debiti bancari a vista		6,932.81
Tassa d'abbonamento	Nota 4	4,596.28
Rimborsi chiesti e non regolati		93,643.04
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	46,984.38
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	1,305.15
Cambio a pronti da pagare		2,250.25
Altre voci del passivo		1,497.39
Valore netto d'inventario		38,240,892.41

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Flessibile - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	10,254.017	157,448.325	16,508.154	151,194.188
Flessibile - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	4,210,533.002	999,021.477	1,284,376.503	3,925,177.976

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	38,240,892.41	42,930,633.18	28,121,323.91
Flessibile - Category I				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		151,194.188	10,254.017	13,677.631
Valore d'inventario netto della quota parte		9.83	10.56	10.33

NEF - Flessibile

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	38,240,892.41	42,930,633.18	28,121,323.91
Flessibile - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		3,925,177.976	4,210,533.002	2,784,737.795
Valore d'inventario netto della quota parte		9.36	10.17	10.05

NEF - Flessibile
Portafoglio titoli al 31/12/11
Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			33,689,260.15	88.10%
Azioni			7,718,617.51	20.18%
<i>Finlandia</i>			<i>191,700.00</i>	<i>0.50%</i>
10,000	SAMPO OYJ -A-	EUR	191,700.00	0.50%
<i>Francia</i>			<i>2,550,497.55</i>	<i>6.66%</i>
3,010	ALSTOM SA	EUR	70,524.30	0.18%
27,650	AXA SA	EUR	277,744.25	0.73%
8,500	BNP PARIBAS SA	EUR	257,975.00	0.67%
5,600	CIE DE SAINT-GOBAIN SA	EUR	166,124.00	0.43%
12,000	GDF SUEZ SA	EUR	253,440.00	0.66%
1,550	LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA	EUR	169,570.00	0.44%
6,000	SANOFI	EUR	340,500.00	0.89%
4,000	SCHNEIDER ELECTRIC SA	EUR	162,720.00	0.43%
13,000	TOTAL SA	EUR	513,500.00	1.35%
20,000	VIVENDI SA	EUR	338,400.00	0.88%
<i>Germania</i>			<i>1,642,728.80</i>	<i>4.30%</i>
2,590	ALLIANZ SE REG SHS	EUR	191,426.90	0.50%
5,000	BASF - NAMEN AKT	EUR	269,450.00	0.71%
3,400	BMW AG	EUR	175,984.00	0.46%
5,480	DEUTSCHE BANK AG REG SHS	EUR	161,303.80	0.42%
15,000	E.ON AG REG SHS	EUR	250,050.00	0.65%
5,250	SAP AG	EUR	214,462.50	0.56%
5,140	SIEMENS AG REG SHS	EUR	380,051.60	1.00%
<i>Italia</i>			<i>625,334.80</i>	<i>1.64%</i>
20,000	ENI SPA	EUR	320,200.00	0.84%
104,200	INTESA SANPAOLO SPA	EUR	134,834.80	0.35%
50,000	SNAM SPA	EUR	170,300.00	0.45%
<i>Lussemburgo</i>			<i>218,449.80</i>	<i>0.57%</i>
15,460	ARCELORMITTAL SA REG SHS	EUR	218,449.80	0.57%
<i>Norvegia</i>			<i>151,818.42</i>	<i>0.40%</i>
12,000	TELENOR AS	NOK	151,818.42	0.40%
<i>Paesi Bassi</i>			<i>626,392.00</i>	<i>1.64%</i>
36,200	ING GROEP NV	EUR	201,272.00	0.53%
16,000	UNILEVER NV	EUR	425,120.00	1.11%
<i>Spagna</i>			<i>1,118,450.00</i>	<i>2.92%</i>
48,500	BANCO SANTANDER SA REG SHS	EUR	284,695.00	0.74%
60,000	IBERDROLA SA	EUR	290,340.00	0.76%
15,000	REPSOL YPF SA	EUR	356,025.00	0.93%
14,000	TELEFONICA SA	EUR	187,390.00	0.49%
<i>Svizzera</i>			<i>593,246.14</i>	<i>1.55%</i>
7,500	NOVARTIS AG REG SHS	CHF	331,317.87	0.87%
2,000	ROCHE HOLDING AG GENUSSSCHEIN	CHF	261,928.27	0.68%
Obbligazioni			25,970,642.64	67.92%
<i>Austria</i>			<i>532,062.50</i>	<i>1.39%</i>
500,000	ERSTE GROUP BANK AG 4.25 09-16 08/06A	EUR	532,062.50	1.39%
<i>Finlandia</i>			<i>1,543,557.50</i>	<i>4.04%</i>
500,000	OP MORTGAGE BANK 3.25 11-16 01/04A	EUR	524,442.50	1.37%
1,000,000	OP MORTGAGE BK REG S 2.375 10-15 15/06A	EUR	1,019,115.00	2.67%
<i>Francia</i>			<i>6,548,695.00</i>	<i>17.12%</i>
1,000,000	BNP PARIBAS COV BD 4.125 09-14 15/01A	EUR	1,034,425.00	2.71%
1,000,000	BNPP HOME LOAN COV 2.25 09-12 01/10A	EUR	1,002,500.00	2.62%
500,000	CA COVERED BONDS 2.625 11-14 28/01A	EUR	502,340.00	1.31%
1,500,000	CIF EUROMORTGAGE 1.875 09-12 30/04A	EUR	1,500,600.00	3.92%
1,000,000	CM-CIC CB 2.75 11-14 11/02A	EUR	1,008,005.00	2.64%
1,500,000	FINANCEMENT FONCIER 2.00 09-12 17/02A	EUR	1,500,825.00	3.92%
<i>Germania</i>			<i>9,149,450.00</i>	<i>23.94%</i>
1,000,000	DEUTSCHE POSTBANK AG 3.125 09-14 10/07A	EUR	1,043,210.00	2.73%
1,500,000	EUROHYPO AG 3.00 06-12 18/01A	EUR	1,504,200.00	3.93%
2,500,000	KREDIT WIEDERAUFBAU 1.875 10-15 16/11A	EUR	2,553,187.50	6.69%
1,500,000	LDBK BADEN-WUERTT 16 1.75 11-14 17/01A	EUR	1,514,190.00	3.96%
500,000	WEST IMMOBILIEN BK 3.00 09-12 12/12A	EUR	506,212.50	1.32%
2,000,000	WESTLB AG 4.75 07-12 20/06A	EUR	2,028,450.00	5.31%
<i>Italia</i>			<i>491,065.14</i>	<i>1.28%</i>
500,000	ITALY BOT (12 MESI) 11-12 15/02U	EUR	491,065.14	1.28%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Flessibile
Portafoglio titoli al 31/12/11
Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Lussemburgo</i>		<i>1,564,687.50</i>	<i>4.09%</i>
1,500,000	EUROP.INVEST.BK -INTL-3.625 03-13 15/10A	EUR	1,564,687.50	4.09%
	<i>Norvegia</i>		<i>1,029,245.00</i>	<i>2.69%</i>
1,000,000	DNB NOR BOLIGKR 2.75 10-15 20/04A	EUR	1,029,245.00	2.69%
	<i>Paesi Bassi</i>		<i>1,341,957.50</i>	<i>3.51%</i>
1,300,000	ING BANK NV 3.00 09-14 30/09A	EUR	1,341,957.50	3.51%
	<i>Regno Unito</i>		<i>725,497.50</i>	<i>1.90%</i>
700,000	UBS LONDON EMTN 3.00 09-14 06/10A	EUR	725,497.50	1.90%
	<i>Spagna</i>		<i>1,000,600.00</i>	<i>2.62%</i>
1,000,000	ESPAGNE 2.75 09-12 30/04A	EUR	1,000,600.00	2.62%
	<i>Svezia</i>		<i>2,043,825.00</i>	<i>5.34%</i>
1,000,000	STADSHYPOTEK 2.75 10-15 30/04A	EUR	1,031,775.00	2.69%
1,000,000	SWEDBANK 2.50 10-13 21/01A	EUR	1,012,050.00	2.65%
Azioni/Quote di OICR/OIC			3,157,037.00	8.26%
	Azioni/Quote di fondo d'investimento		3,157,037.00	8.26%
	<i>Germania</i>		<i>520,546.00</i>	<i>1.36%</i>
3,000	UNIDEUTSCHLAND XS CAP	EUR	170,070.00	0.44%
2,800	UNINORDAMERIKA -I- CAP	EUR	350,476.00	0.92%
	<i>Lussemburgo</i>		<i>2,636,491.00</i>	<i>6.90%</i>
3,300	UNIASIAPACIFIC -I- CAP	EUR	291,324.00	0.76%
2,500	UNIAM GLOBAL FCP -I- CAP	EUR	168,725.00	0.44%
200	UNIINSTITUTIONAL EURO LIQUIDITY FCP	EUR	2,000,532.00	5.24%
7,000	UNIMID&SMALLCAPS EUROPA FCP -A- DIS	EUR	175,910.00	0.46%
Strumenti derivati			58,300.00	0.15%
	Warrant, Diritti		58,300.00	0.15%
	<i>Germania</i>		<i>58,300.00</i>	<i>0.15%</i>
-50	DJ EURO STOXX 50 JAN 2000 23.01.12 PUT	EUR	-3,050.00	-0.01%
150	DJ EURO STOXX 50 JAN 2250 23.01.12 PUT	EUR	61,350.00	0.16%
Totale portafoglio titoli			36,904,597.15	96.51%

NEF - Flessibile

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		1,172,457.93
Dividendi netti	Nota 2	542,195.57
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	619,622.67
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	7,164.25
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	2,241.74
Altri redditi		1,233.70
Spese		887,394.52
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	613,958.36
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	20,554.82
Tassa d'abbonamento	Nota 4	18,495.31
Spese amministrative		38,228.50
Commissioni di domiciliazione		477.89
Spese legali		135.80
Spese di transazioni	Nota 2	66,019.21
Spese di pubblicazione e stampa		3,737.56
Spese di banca corrispondente	Nota 2	89,556.60
Altre spese		36,230.47
Reddito netto da investimenti		285,063.41
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-947,698.31
- opzioni	Nota 2	-113,631.50
- future	Nota 2	-830,990.00
- cambi	Nota 2	-4,754.69
Perdita netta realizzata		-1,612,011.09
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-1,852,022.28
- opzioni		-87,104.50
- future		76,000.00
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-3,475,137.87
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		11,506,742.83
<i>Flessibile - Category I</i>		1,631,526.73
<i>Flessibile - Category R</i>		9,875,216.10
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-12,721,345.73
<i>Flessibile - Category I</i>		-167,304.15
<i>Flessibile - Category R</i>		-12,554,041.58
Diminuzione del patrimonio netto		-4,689,740.77
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		42,930,633.18
Patrimonio netto a fine dell'anno		38,240,892.41

NEF
- Immobiliare

Relazione del Manager

Riassunto di mercato

Nel corso del 2011 le oscillazioni registrate dal mercato possono essere ricondotte, in maniera pressoché esaustiva, alle principali vicende macroeconomiche che si sono susseguite nel corso dell'anno. L'attenzione dei mercati per buona parte dell'anno è stata monopolizzata da elementi quali il ritmo dell'attività economica negli Stati Uniti, la capacità della Cina di gestire un'operazione di *soft* piuttosto che di *hard landing* e soprattutto l'evoluzione della situazione di crisi nella zona Euro. Nel corso del 2011 la paura di un collasso nella zona Euro ha rappresentato il principale fattore di rischio per il settore immobiliare, così come per tutte le principali attività d'investimento. Il risultato è stato un clima di profonda incertezza, un incremento nell'avversione al rischio da parte degli investitori e un brusco declino dei volumi di negoziazione. Sino al mese agosto il settore ha trovato uno stabile supporto alle *performance* grazie al concorso di alcuni fattori, come le crescenti prospettive di ripresa del segmento immobiliare, una riduzione della domanda e un incremento dei *dividend yield* in alcuni mercati. Poi, negli ultimi mesi dell'anno, brusche vendite hanno travolto quasi tutte le *asset class*.

Nell'ultima metà del 2011 i mercati immobiliari hanno avuto un comportamento molto divergente rispetto al primo semestre dell'anno: la volatilità ha subito un forte incremento e diversi mercati, specialmente in Asia e in Europa, hanno vissuto un periodo non troppo dissimile dalla crisi finanziaria che ha travolto i mercati nel 2008. Sul finire dell'anno, nonostante il continuo clima di pessimismo amplificato dai *media*, un attento osservatore avrebbe colto il migliore scenario d'investimento degli ultimi anni, grazie alla qualità dei beni immobiliari, alle realistiche assunzioni relative ai rendimenti e all'elevato livello di capitalizzazione sia di proprietari che di operatori nel segmento Real Estate.

Europa

Il principale fattore di rischio che ha gravato sugli investitori nel corso del 2011 è rappresentato dalla situazione di stallo che ha dominato nell'Eurozona. In questo contesto, nonostante alcuni mercati abbiano comprensibilmente sofferto, altri hanno dimostrato una inaspettata elasticità.

Nonostante il Regno Unito abbia generato nel corso dell'anno una crescita economica sostanzialmente contenuta, il mercato immobiliare londinese, fortemente indipendente dall'economia domestica, è riuscito comunque ad attrarre ingenti investimenti. Lo stimolo alla crescita per il mercato londinese in generale, e quello residenziale in particolare, continua a essere la solida domanda internazionale. All'interno del segmento immobiliare a uso commerciale, il basso numero di camere disponibili, congiuntamente alla costante domanda di beni immobiliari, ha spinto il prezzo degli affitti all'interno dell'area londinese su livelli molto prossimi ai picchi raggiunti negli scorsi anni. Il fenomeno non è stato tuttavia generalizzato ma ha interessato solo alcuni sottomercati: ad esempio, gli affitti nell'area di West End registrano livelli che li pongono al primo posto tra tutti i rispettivi mercati europei.

Anche nell'area parigina il settore immobiliare a uso ufficio continua a evidenziare una domanda crescente, nonostante i problemi che coinvolgono il settore bancario francese e i rischi di un declassamento dei titoli governativi transalpini.

I fondi comuni d'investimento immobiliare (REITs) britannici si trovano oggi nell'invidiabile posizione di riuscire a ottenere liquidità a condizioni migliori rispetto agli omologhi del *private equity*, e questo dovrebbe consentire loro di riuscire a incrementare ulteriormente la propria quota di mercato.

Nel corso degli ultimi mesi del 2011 il mercato tedesco ha iniziato a mostrare segni di debolezza, nonostante nel mese di dicembre il sondaggio sul livello di fiducia (IFO) sia risultato migliore delle attese e in costante crescita rispetto ai livelli minimi registrati a Settembre. Per quanto concerne il settore immobiliare, sono da evidenziare sviluppi nel mercato dei fondi aperti tedeschi, segmento che, a causa d'inadeguatezze strutturali, per diversi anni ha mostrato segni di sofferenza.

Relazione del Manager (segue)

USA

Al termine del 2010 avevamo affermato che un aumento nella crescita degli utili nel settore immobiliare statunitense, associato a un incremento dell'attività di finanziamento e a un potenziamento dell'efficienza operativa, avrebbe potuto spingere verso la crescita le società operativamente flessibili e gestite da un *team* di comprovata competenza. Difatti, il 2011 è stato un anno di crescita e i REIT statunitensi hanno registrato rendimenti a doppia cifra. Questo segmento ha, infatti, archiviato il terzo anno consecutivo di sovraperformance rispetto ai mercati azionari maggiormente sviluppati, grazie ad alcune caratteristiche specifiche: gli US-REIT sono veicoli d'investimento focalizzati esclusivamente sul territorio statunitense e, nonostante alcuni problemi abbiano colpito anche il continente americano, il paese nel corso del 2011 ha comunque potuto beneficiare dello *status* di "porto sicuro". Negli Stati Uniti il proseguimento di una politica monetaria di tipo espansivo, la crescente trasparenza sul proprio operato da parte della *Federal Reserve* e i generosi dividendi erogati dai REITs hanno rappresentato gli elementi chiave per gli investitori nel corso del 2011. A livello societario, la stabilità dei bilanci aziendali e la generale flessibilità finanziaria hanno continuato a rafforzarsi nel corso del 2011 e, considerando che le società statunitensi potranno ancora trarre vantaggio da bassi tassi d'interesse, il 2012 potrebbe rivelarsi un altro anno particolarmente interessante.

Nonostante il mercato americano vanti una crescita solo modesta nel 2011, a oggi i REIT statunitensi possono essere considerati un porto sicuro e con un rendimento del 4% offrono una discreta fonte di reddito.

Asia

Nel corso del 2011 l'andamento dei prezzi è stato negativamente amplificato da una situazione di stallo e da modici volumi. Ciò è stato evidente a livello globale e in nessun paese è stato tanto pronunciato quanto in Cina e Hong Kong. Il livello medio d'indebitamento delle società immobiliari asiatiche è stato pari a circa il 20%, ovvero inferiore, in media, rispetto a Europa e Stati Uniti e i corsi azionari hanno quotato in media con uno sconto pari al 50% del NAV. Nonostante gli investimenti si siano concentrati prevalentemente verso economie che hanno dimostrato una solida crescita, il divario di valore tra i fondamentali delle società immobiliari e il rispettivo corso azionario è stato ampio quanto nel 2008. Nel 2009 furono necessari tra i sei e i nove mesi (dal minimo) per recuperare il divario accumulato e, assumendo un'imminente risoluzione dei problemi macroeconomici, non ci sorprenderebbe riscontrare un avvicinamento verso livelli di sconto più ragionevoli rispetto al NAV. Le recenti operazioni attuate dalle autorità cinesi, che nel mese di novembre hanno ridotto dello 0.5% il coefficiente di riserva obbligatorio (RRR) gravante sul sistema bancario, segnano un'inversione di tendenza rispetto alla precedente politica monetaria di tipo restrittivo, supportando ulteriore la nostra *view* positiva. In Cina il segmento immobiliare a uso ufficio, uscito illeso dai tentativi del governo di attenuarne la crescita, ha potuto beneficiare nel corso dell'anno di una crescente domanda, in particolar modo nell'area di Pechino. Nonostante non ci aspettiamo un'evoluzione positiva paragonabile a quella del 2008, esiste un forte potenziale per un recupero nei corsi azionari.

Nel corso dell'ultimo anno, il continente asiatico è stato svantaggiato dal ritiro di capitali operato dalle banche europee per rafforzare i propri bilanci, ma nel prossimo futuro prevediamo che i capitali riaffluiranno nella regione, con conseguente recupero nelle valutazioni. Segnali incoraggianti sono stati osservati sin dalle prime settimane del 2012, e a nostro avviso il *trend* positivo proseguirà nel corso di tutto l'anno.

Relazione del Manager (segue)

Prospettive: punti chiave

- L'attuale universo d'investimento, in termini di qualità di beni immobiliari, realistiche assunzioni di rendimento e congrua capitalizzazione di proprietari e operatori, può essere considerato il migliore degli ultimi anni.
- I mercati stanno vivendo un periodo di generale carenza di offerta di prodotti, nonostante la domanda d'immobili da parte di operatori del *private equity* e istituzioni rimanga ampia.
- Le società immobiliari hanno gestito i loro capitali molto più efficacemente di quanto non abbiano fatto nel 2008, risultando oggi adeguatamente finanziate per poter trarre vantaggio da eventuali opportunità di mercato.
- L'attuale scenario macroeconomico volgerà nel corso dei prossimi sei mesi verso una risoluzione, consentendo ai titoli immobiliari di ri-prezzarsi su livelli di sconto più adeguati in rapporto al NAV.
- Una quota di rischio continuerà a persistere. Continuiamo a essere ottimisti, pur consapevoli che l'evoluzione degli eventi macroeconomici costituisce una parte importante del rischio delle nostre previsioni.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Immobiliare
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		22,580,665.82
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	21,644,625.20
<i>Prezzo d'acquisto</i>		19,677,342.43
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		1,967,282.77
Depositi bancari a vista e liquidità		379,261.99
Crediti verso broker per vendita titoli		254,816.41
Sottoscrizioni da regolare		10,950.00
Dividendi da incassare		66,454.80
Crediti verso cambio corto termine		224,557.42
Passivo		1,071,072.69
Tassa d'abbonamento	Nota 4	2,485.36
Rimborsi chiesti e non regolati		31,182.34
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6	777,413.67
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	31,127.64
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	728.72
Cambio a pronti da pagare		1,625.00
Debiti verso cambio corto termine		225,268.97
Altre voci del passivo		1,240.99
Valore netto d'inventario		21,509,593.13

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Immobiliare - Category I				
Quote parti a capitalizzazione	352,073.779	32,332.685	0.000	384,406.464
Immobiliare - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	3,139,923.569	1,646,518.990	964,728.199	3,821,714.360

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	21,509,593.13	19,495,482.32	11,357,901.31
Immobiliare - Category I	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		384,406.464	352,073.779	232,232.510
Valore d'inventario netto della quota parte		5.29	5.73	5.08

NEF - Immobiliare

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	21,509,593.13	19,495,482.32	11,357,901.31
Immobiliare - Category R				
		EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		3,821,714.360	3,139,923.569	2,049,592.903
Valore d'inventario netto della quota parte		5.10	5.57	4.97

NEF - Immobiliare
Portafoglio titoli al 31/12/11
Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Valori mobiliari quotati in una borsa valori ufficiale e/o negoziati in altri mercati regolamentati			21,644,625.20	100.63%
Azioni			21,644,625.20	100.63%
<i>Australia</i>			<i>749,655.73</i>	<i>3.49%</i>
97,261	CFS RETAIL PROPERTY TRUST	AUD	128,809.86	0.60%
100,000	GPT GROUP STAPLED SECURITY	AUD	241,295.29	1.12%
151,380	STOCKLAND	AUD	379,550.58	1.77%
<i>Bermuda</i>			<i>1,282,542.55</i>	<i>5.96%</i>
130,000	HONG KONG LAND HOLDINGS LTD	USD	456,140.35	2.12%
181,298	KERRY PROPERTIES	HKD	463,571.64	2.15%
272,150	SHANGRI - LA ASIA LTD	HKD	362,830.56	1.69%
<i>Canada</i>			<i>908,484.97</i>	<i>4.22%</i>
12,000	BOARDWALK REAL ESTATE INVT TRUST UNIT	CAD	458,024.97	2.13%
22,523	RIOCAN REIT (UNITS)	CAD	450,460.00	2.09%
<i>Cina</i>			<i>140,503.43</i>	<i>0.65%</i>
230,000	GUANGZHOU R&F PROPERTIES COMPANY LTD -H-	HKD	140,503.43	0.65%
<i>Francia</i>			<i>1,073,929.28</i>	<i>4.99%</i>
6,050	ICADE SA	EUR	367,779.50	1.71%
3,207	KLEPIERRE SA	EUR	70,682.28	0.33%
4,575	UNIBAIL-RODMCO SE	EUR	635,467.50	2.95%
<i>Giappone</i>			<i>2,032,415.17</i>	<i>9.45%</i>
34,000	AEON MALL CO LTD	JPY	554,451.10	2.58%
60,000	DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	JPY	549,700.60	2.56%
36,000	MITSUBISHI ESTATE	JPY	413,173.65	1.92%
46,000	MITSUMI FUDOSAN CO LTD	JPY	515,089.82	2.39%
<i>Hong Kong</i>			<i>1,909,743.37</i>	<i>8.88%</i>
403,696	CHINA OVERSEAS LAND INVESTMENT LTD -RC-	HKD	521,338.58	2.42%
217,400	HANG LUNG PROPERTIES LTD	HKD	478,016.12	2.22%
217,583	HYSAN DEVELOPMENT	HKD	552,021.34	2.57%
37,000	SUN HUNG KAI PROPERTIES LTD	HKD	358,367.33	1.67%
<i>Isole Caiman</i>			<i>642,260.47</i>	<i>2.99%</i>
92,000	CHINA RESOURCES LAND LTD -RC-	HKD	114,233.41	0.53%
310,000	LIFESTYLE INTERNATIONAL	HKD	528,027.06	2.46%
<i>Italia</i>			<i>69,882.75</i>	<i>0.32%</i>
94,500	IGD-IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZIONE SPA	EUR	69,882.75	0.32%
<i>Regno Unito</i>			<i>1,734,474.95</i>	<i>8.06%</i>
26,000	DERWENT LONDON PLC	GBP	485,574.05	2.25%
81,865	GREAT PORTLAND EST	GBP	316,561.65	1.47%
55,000	HAMMERSON PLC	GBP	237,040.58	1.10%
62,400	LAND SECURITIES GROUP PLC REIT	GBP	474,742.01	2.21%
39,433	SHAFTESBURY	GBP	220,556.66	1.03%
<i>Singapore</i>			<i>902,735.31</i>	<i>4.20%</i>
275,050	CAPITALAND LTD	SGD	361,412.99	1.68%
80,000	CITY DEVELOPMENT	SGD	423,330.76	1.97%
210,000	WING TAI HOLDINGS LTD	SGD	117,991.56	0.55%
<i>Spagna</i>			<i>252,618.02</i>	<i>1.17%</i>
64,857	MELIA HOTELS	EUR	252,618.02	1.17%
<i>Stati Uniti d'America</i>			<i>9,734,809.18</i>	<i>45.27%</i>
12,300	AMERICAN CAMPUS COMMUNITIES INC	USD	398,877.81	1.85%
11,000	BOSTON PROPERTIES INC	USD	846,742.41	3.94%
23,600	DDR	USD	221,973.88	1.03%
17,300	DOUGLAS EMMETT	USD	243,876.65	1.13%
9,200	ESSEX PROPERTY TRUST	USD	999,066.39	4.65%
6,900	FED RLTY INV TR / SHS.OF BENEF.INTEREST	USD	483,943.89	2.25%
14,100	HCP	USD	451,474.61	2.10%
11,900	HEALTH CARE REIT	USD	501,512.48	2.33%
19,800	HOST HOTELS & RESORTS - SHS	USD	226,019.01	1.05%
35,193	PROLOGIS	USD	777,624.14	3.62%
6,200	PUBLIC STORAGE INC	USD	644,293.99	3.00%
15,551	SIMON PROPERTY GROUP INC	USD	1,549,691.58	7.21%
6,100	SL GREEN REALTY CORPORATION	USD	314,169.56	1.46%
9,500	STARWOOD HOTELS AND RESORTS	USD	352,202.64	1.64%
8,400	TAUBMAN CENTERS	USD	403,153.26	1.87%
25,100	UDR	USD	486,907.80	2.26%
11,404	VENTAS INC	USD	485,897.30	2.26%
5,848	VORNADO REALTY TRUST SHS OF BENEF.INT	USD	347,381.78	1.62%

Le note allegate costituiscono parte integrante del presente bilancio

NEF - Immobiliare
Portafoglio titoli al 31/12/11
Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
	<i>Svezia</i>		<i>210,570.02</i>	<i>0.98%</i>
22,000	CASTELLUM	SEK	210,570.02	0.98%
Totale portafoglio titoli			21,644,625.20	100.63%

NEF - Immobiliare

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		521,531.57
Dividendi netti	Nota 2	514,501.39
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	2,014.84
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	488.35
Altri redditi		4,526.99
Spese		550,410.08
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	383,564.03
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	12,950.25
Tassa d'abbonamento	Nota 4	10,100.68
Spese amministrative		27,253.38
Commissioni di domiciliazione		196.12
Spese legali		80.05
Spese di transazioni	Nota 2	40,572.29
Spese di pubblicazione e stampa		2,196.75
Spese di banca corrispondente	Nota 2	47,536.76
Altre spese		25,959.77
Perdite nette da investimenti		-28,878.51
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	607,798.64
- future su cambi	Nota 2	-314,326.37
- cambi	Nota 2	-52,491.03
Utile netto realizzato		212,102.73
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-1,803,063.41
- future su cambi		-494,519.09
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-2,085,479.77
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		9,456,269.59
<i>Immobiliare - Category I</i>		185,375.78
<i>Immobiliare - Category R</i>		9,270,893.81
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,356,679.01
<i>Immobiliare - Category R</i>		-5,356,679.01
Aumento del patrimonio netto		2,014,110.81
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		19,495,482.32
Patrimonio netto a fine dell'anno		21,509,593.13

NEF
- Raiffeisen Return

Relazione del Manager

Revisione

2011 ha rivelato solo poche opportunità d'investimento positive per gli investitori. La maggior parte dei mercati azionari ha chiuso l'anno in maniera significativa in ribasso, spesso anche a due cifre. Sui mercati obbligazionari solo "rifugi sicuri" come i Bund tedeschi o titoli del Tesoro statunitensi hanno registrato progressi, mentre le obbligazioni di stato emessi da paesi fortemente indebitati come l'Italia e la Spagna sono rimasti sotto pressione. L'euro si è deprezzato notevolmente, in particolare contro USD, AUD, CAD e JPY. L'oro, dopo aver vissuto un anno di volatilità eccessiva, ha terminato l'anno 2011 su un livello alto.

I mercati azionari internazionali sono stati particolarmente turbolenti nel mese di agosto dello scorso anno. Sullo sfondo delle forti cadute dei prezzi è la crisi del debito sovrano in Europa. Solo il mercato azionario americano è riuscito a chiudere l'anno in maniera positiva. Misurato in termini di euro, il Dow Jones è aumentato del 9.06% ed è stato il più forte mercato azionario occidentale. I mercati emergenti sono stati presi a pugni. La maggior parte del denaro investito è stata spostata nei mercati obbligazionari internazionali. In particolare, gli inflation protected bonds statunitensi hanno beneficiato di questa tendenza. Nel complesso, dopo il 2008, anche 2011 è stato un anno molto turbolento, con forti oscillazioni sui mercati dei capitali internazionali.

Prospettiva

2012 potrebbe stare sotto un segno molto diverso. Tuttavia, una condizione necessaria di questo è che dev'essere trovata una soluzione praticabile per la crisi del debito della zona euro per riportare calma e stabilità. Solo allora un'intensificazione degli attuali rischi sistemici, e quindi anche una recessione imminente può essere evitata.

Questo scenario positivo si verifica quando riusciamo a stabilire una politica europea uniforme. L'obiettivo è quello di costruire i "Stati Uniti d'Europa" e non particolarismo. La BCE assume un ruolo centrale. Al momento, solo la BCE ha la capacità di stendersi contro una possibile escalation sui mercati dei capitali del rifinanziamento degli stati europei. I recenti segnali però sono incoraggianti. I mercati dei capitali hanno già iniziato a scontare un "Draghi put". Molti eccessivi premi sui rischi sui vari mercati potrebbero presto calare considerevolmente.

Azioni

I mercati azionari nel 2012 sembrano di essere disposti a focalizzare meno i "vecchi" problemi. Perciò i mercati azionari potrebbero registrare una performance migliore nel 2012, spinti dalla reflazione monetaria, dei tassi bassi e di un'economia globale più robusta.

Obbligazioni

I mercati obbligazionari potrebbero oscillare di nuovo nel 2012, almeno nei casi di esagerazione di rischio. "Rifugi sicuri" come i titoli di Stato della Germania e degli Stati Uniti possono quindi subire delle correzioni, mentre titoli da paesi PIIGS potrebbero recuperare notevolmente.

Materie prime e oro

Queste affermazioni si applicano analogicamente nel settore delle materie prime. La maggior parte delle azioni delle materie prime sembra di subire una certa stabilizzazione e di anticipare una ripresa. Il prezzo del petrolio dovrebbe presentarsi più solido nel 2012.

Il settore dei metalli preziosi ha reagito positivamente al recente cambio della strategia della BCE. Il prezzo dell'oro è riuscito a recuperare molto ed è di nuovo quotando (in €) vicino al livello massimo precedente. Oro dovrebbe continuare a registrare dei progressi nel 2012, in particolare quando prezzato in Euro.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Raiffeisen Return
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo		29,144,117.24
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2	20,042,751.96
<i>Prezzo d'acquisto</i>		<i>19,972,198.44</i>
<i>Plusvalenze latenti sul portafoglio titoli</i>		<i>70,553.52</i>
Depositi bancari a vista e liquidità		3,486,776.49
Depositi vincolati		5,600,401.11
Interessi maturati		14,187.68
Passivo		33,603.34
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,521.14
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	26,685.04
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10	628.49
Cambio a pronti da pagare		1,718.65
Altre voci del passivo		1,050.02
Valore netto d'inventario		29,110,513.90

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Raiffeisen Return - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	2,963,341.823	499,124.513	544,766.300	2,917,700.036

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	29,110,513.90	32,404,374.78	19,068,591.78
Raiffeisen Return - Category R				
	EUR	EUR	EUR	EUR
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		2,917,700.036	2,963,341.823	1,831,141.905
Valore d'inventario netto della quota parte		9.98	10.94	10.41

NEF - Raiffeisen Return

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Altri valori mobiliari			2,939,489.96	10.10%
Warrant, Diritti			2,939,489.96	10.10%
	<i>Regno Unito</i>		<i>2,939,489.96</i>	<i>10.10%</i>
29,830	BARCLAYS BANK PLC 10.02.20 WAR	EUR	2,939,489.96	10.10%
Azioni/Quote di OICR/OIC			17,103,262.00	58.75%
Azioni/Quote di fondo d'investimento			17,103,262.00	58.75%
	<i>Germania</i>		<i>8,758,818.00</i>	<i>30.09%</i>
30,000	ISHARES EB REXX GOVERNEMENT DEU 1.5-2.5	EUR	2,988,900.00	10.27%
63,000	ISHARES EB.REXX MONEY MARKET (DE) DIS	EUR	5,769,918.00	19.82%
	<i>Lussemburgo</i>		<i>8,344,444.00</i>	<i>28.66%</i>
834	ASSENAGON CREDIT FCP BASIS -I- DIS	EUR	941,419.20	3.23%
42,000	DB X-TRACKERS2 EONIA TTL RET ETF -1C-CAP	EUR	5,864,224.80	20.14%
10,000	DB X-TRCK2 IBOXX EUR DEU 1-3 TTL RET-1D-	EUR	1,538,800.00	5.29%
Totale portafoglio titoli			20,042,751.96	68.85%

NEF - Raiffeisen Return

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		315,517.47
Dividendi netti	Nota 2	279,314.01
Cedole nette da obbligazioni	Nota 2	2,311.64
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	5,274.16
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	14,187.68
Altri proventi finanziari	Nota 2,11	371.94
Altri redditi		14,058.04
Spese		553,714.76
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	390,349.81
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	10,479.41
Tassa d'abbonamento	Nota 4	11,933.76
Spese amministrative		29,230.77
Commissioni di domiciliazione		324.33
Interessi bancari su conti correnti		1,911.49
Spese legali		44.53
Spese di transazioni	Nota 2	7,231.34
Spese di pubblicazione e stampa		3,292.88
Spese di banca corrispondente	Nota 2	71,219.72
Altre spese		27,696.72
Perdite nette da investimenti		-238,197.29
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-2,490,341.92
- future	Nota 2	194,587.51
- cambi	Nota 2	-63,767.17
Perdita netta realizzata		-2,597,718.87
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-599,803.32
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-3,197,522.19
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		5,471,414.77
<i>Raiffeisen Return - Category R</i>		5,471,414.77
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-5,567,753.46
<i>Raiffeisen Return - Category R</i>		-5,567,753.46
Diminuzione del patrimonio netto		-3,293,860.88
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		32,404,374.78
Patrimonio netto a fine dell'anno		29,110,513.90

NEF
- Raiffeisen Vario

Relazione del Manager

Revisione

2011 ha rivelato solo poche opportunità d'investimento positive per gli investitori. La maggior parte dei mercati azionari ha chiuso l'anno in maniera significativa in ribasso, spesso anche a due cifre. Sui mercati obbligazionari solo "rifugi sicuri" come i Bund tedeschi o titoli del Tesoro statunitensi hanno registrato progressi, mentre le obbligazioni di stato emessi da paesi fortemente indebitati come l'Italia e la Spagna sono rimasti sotto pressione. L'euro si è deprezzato notevolmente, in particolare contro USD, AUD, CAD e JPY. L'oro, dopo aver vissuto un anno di volatilità eccessiva, ha terminato l'anno 2011 su un livello alto.

I mercati azionari internazionali sono stati particolarmente turbolenti nel mese di agosto dello scorso anno. Sullo sfondo delle forti cadute dei prezzi è la crisi del debito sovrano in Europa. Solo il mercato azionario americano è riuscito a chiudere l'anno in maniera positiva. Misurato in termini di euro, il Dow Jones è aumentato del 9.06% ed è stato il più forte mercato azionario occidentale. I mercati emergenti sono stati presi a pugni. La maggior parte del denaro investito è stata spostata nei mercati obbligazionari internazionali. In particolare, gli inflation protected bonds statunitensi hanno beneficiato di questa tendenza. Nel complesso, dopo il 2008, anche 2011 è stato un anno molto turbolento, con forti oscillazioni sui mercati dei capitali internazionali.

Prospettiva

2012 potrebbe stare sotto un segno molto diverso. Tuttavia, una condizione necessaria di questo è che dev'essere trovata una soluzione praticabile per la crisi del debito della zona euro per riportare calma e stabilità. Solo allora un'intensificazione degli attuali rischi sistemici, e quindi anche una recessione imminente può essere evitata.

Questo scenario positivo si verifica quando riusciamo a stabilire una politica europea uniforme. L'obiettivo è quello di costruire i "Stati Uniti d'Europa" e non particolarismo. La BCE assume un ruolo centrale. Al momento, solo la BCE ha la capacità di stendersi contro una possibile escalation sui mercati dei capitali del rifinanziamento degli stati europei. I recenti segnali però sono incoraggianti. I mercati dei capitali hanno già iniziato a scontare un "Draghi put". Molti eccessivi premi sui rischi sui vari mercati potrebbero presto calare considerevolmente.

Azioni

I mercati azionari nel 2012 sembrano di essere disposti a focalizzare meno i "vecchi" problemi. Perciò i mercati azionari potrebbero registrare una performance migliore nel 2012, spinti dalla reflazione monetaria, dei tassi bassi e di un'economia globale più robusta.

Obbligazioni

I mercati obbligazionari potrebbero oscillare di nuovo nel 2012, almeno nei casi di esagerazione di rischio. "Rifugi sicuri" come i titoli di Stato della Germania e degli Stati Uniti possono quindi subire delle correzioni, mentre titoli da paesi PIIGS potrebbero recuperare notevolmente.

Materie prime e oro

Queste affermazioni si applicano analogicamente nel settore delle materie prime. La maggior parte delle azioni delle materie prime sembra di subire una certa stabilizzazione e di anticipare una ripresa. Il prezzo del petrolio dovrebbe presentarsi più solida nel 2012.

Il settore dei metalli preziosi ha reagito positivamente al recente cambio della strategia della BCE. Il prezzo dell'oro è riuscito a recuperare molto ed è di nuovo quotando (in €) vicino al livello massimo precedente. Oro dovrebbe continuare a registrare dei progressi nel 2012, in particolare quando prezzato in Euro.

Lussemburgo, 31 dicembre 2011.

Nota: Le informazioni contenute nella presente relazione sono di carattere storico-statistico e non necessariamente indicative della performance futura.

NEF - Raiffeisen Vario
Prospetti finanziari al 31/12/11

Stato patrimoniale al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Attivo			9,639,524.22
Portafoglio titoli a prezzo di mercato	Nota 2		8,327,377.05
<i>Prezzo d'acquisto</i>			9,024,415.56
<i>Minusvalenze non realizzate del portafoglio titoli</i>			-697,038.51
Depositi bancari a vista e liquidità			8,716.27
Depositi vincolati			1,300,137.22
Interessi maturati			3,293.68
Passivo			132,436.49
Tassa d'abbonamento	Nota 4		1,125.35
Rimborsi chiesti e non regolati			102,143.39
Minusvalenze non realizzate su future su cambi	Nota 2,6		15,434.26
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5		11,278.75
Spese della banca depositaria e amministrative	Nota 10		206.22
Cambio a pronti da pagare			1,625.00
Altre voci del passivo			623.52
Valore netto d'inventario			9,507,087.73

Modifica del numero di quote parti in circolazione dal 01/01/11 al 31/12/11

	Quote parti circolanti al 01/01/11	Quote parti sottoscritte	Quote parti riscattate	Quote parti circolanti al 31/12/11
Raiffeisen Vario - Category R				
Quote parti a capitalizzazione	1,111,262.199	99,185.289	154,123.419	1,056,324.069

Dati principali relativi agli ultimi 3 esercizi

	<i>Esercizio chiuso al</i>	31/12/11	31/12/10	31/12/09
Patrimonio netto	EUR	9,507,087.73	10,833,553.31	11,104,595.51
Raiffeisen Vario - Category R				
	EUR	EUR	EUR	
Quote parti a capitalizzazione				
Numero di quote parti		1,056,324.069	1,111,262.199	1,220,033.085
Valore d'inventario netto della quota parte		9.00	9.75	9.10

NEF - Raiffeisen Vario

Portafoglio titoli al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Quantità	Denominazione	Unità di conto	Quotazione	% patrim. netto
Azioni/Quote di OICR/OIC			8,327,377.05	87.59%
Azioni/Quote di fondo d'investimento			8,327,377.05	87.59%
<i>Germania</i>			<i>3,239,368.85</i>	<i>34.07%</i>
11,300	ISHARES EB REXX GOVERNMENT DEU 2.5-5.5	EUR	1,298,822.00	13.66%
18,882	ISHARES EB.REXX MONEY MARKET (DE) DIS	EUR	1,729,326.85	18.19%
17,900	MORGAN STANLEY P2 VALUE	EUR	211,220.00	2.22%
<i>Lussemburgo</i>			<i>5,088,008.20</i>	<i>53.52%</i>
372	ALLIANZ PIMCO CORPORATE BD EU -I- DIS	EUR	402,117.12	4.23%
3,806	AXA IMFIIS US SHORT DUR HY -I- CAP EUR	EUR	504,256.94	5.30%
12,367	DB X-TRACKERS2 EONIA TTL RET ETF -IC-CAP	EUR	1,726,734.95	18.17%
9,905	DB X-TRCK2 IBOXX EUR DEU 1-3 TTL RET-ID-	EUR	1,524,181.40	16.03%
6,246	JPMORGAN EME MKT INV GRD BD-A-	USD	513,428.05	5.40%
3,126	TIBERIUS INTERBOND -I- DIS	EUR	417,289.74	4.39%
Totale portafoglio titoli			8,327,377.05	87.59%

NEF - Raiffeisen Vario

Conto economico e variazioni patrimoniali dal 01/01/11 al 31/12/11

Valori espressi in EUR

Proventi		151,926.16
Dividendi netti	Nota 2	146,568.18
Interessi bancari su conti correnti	Nota 2	488.12
Interessi bancari su conti bancari	Nota 2	3,430.90
Altri redditi		1,438.96
Spese		215,885.11
Commissioni di gestione e consulenza	Nota 5	145,205.78
Commissioni della banca depositaria e sub-depositaria	Nota 10	3,200.00
Tassa d'abbonamento	Nota 4	3,264.56
Spese amministrative		22,967.98
Commissioni di domiciliazione		98.30
Interessi bancari su conti correnti		1,233.52
Spese legali		13.53
Spese di transazioni	Nota 2	5,799.42
Spese di pubblicazione e stampa		1,438.10
Spese di banca corrispondente	Nota 2	22,342.53
Altre spese		10,321.39
Perdite nette da investimenti		-63,958.95
Utile netto realizzato / perdita netta realizzata su:		
- negoziazione di titoli	Nota 2	-753,867.25
- opzioni	Nota 2	620,625.00
- future su cambi	Nota 2	-8,703.50
- cambi	Nota 2	-137,443.82
Perdita netta realizzata		-343,348.52
Variazioni nette delle plusvalenze / minusvalenze latenti su:		
- investimenti		-461,592.93
- future su cambi		-15,434.26
Diminuzione del patrimonio netto da operazioni di mercato		-820,375.71
Sottoscrizione di quote parti a capitalizzazione		956,301.88
<i>Raiffeisen Vario - Category R</i>		<i>956,301.88</i>
Riscatto di quote parti a capitalizzazione		-1,462,391.75
<i>Raiffeisen Vario - Category R</i>		<i>-1,462,391.75</i>
Diminuzione del patrimonio netto		-1,326,465.58
Patrimonio netto all'inizio dell'anno		10,833,553.31
Patrimonio netto a fine dell'anno		9,507,087.73

NEF

Note ai prospetti finanziari

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

1. STRUTTURA

NEF (il "Fondo") è un fondo comune di investimento con le caratteristiche di un "Fonds Commun de Placement" costituito in Lussemburgo 18 ottobre 1999 ai sensi della parte I della Legge 20 dicembre 2002 sugli organismi collettivi di investimento.

Il Fondo è gestito da una Società di Gestione. La Società di Gestione (NORD EST ASSET MANAGEMENT S.A.) è iscritta al Registro di Commercio del Lussemburgo al n. B 697 050 e ha sede al n° 5 di Allée Scheffer, Lussemburgo L-2520.

Il Fondo è stato nell'ambito di applicazione della parte I della legge lussemburghese del 20 dicembre 2002 sugli organismi di investimento collettivi e successive modifiche (la "Legge sugli OIC") fino al 30 giugno 2011 è della parte I della legge del 17 dicembre 2010 a partire del 1 luglio 2011.

Con effetto dal 1 ° luglio 2011, il Fondo, come conseguenza della abrogazione della direttiva CEE 85/611, qualifica come un "Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari" secondo la direttiva CE 2009/65 del 13 Luglio 2009 ed essere soggetto alla legge lussemburghese del 17 dicembre 2010, relativa agli organismi di investimento collettivo.

Il Fondo ha una struttura ad ombrello. Alla data del 31 dicembre 2011, erano stati attivati quindici comparti:

<u>Comparti</u>	<u>Valuta</u>	<u>Data di lancio</u>
NEF - Azionario Globale	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Azionario Euro	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Azionario Paesi Emergenti	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Obbligazionario Globale	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Obbligazionario Euro	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro	EUR	11 ottobre 1999
NEF - Obbligazionario Convertibile	EUR	19 gennaio 2002
NEF - Azionario Europa Dell'Est	EUR	22 aprile 2002
NEF - Azionario Stati Uniti	EUR	22 aprile 2002
NEF - Azionario Giappone	EUR	22 aprile 2002
NEF - Obbligazionario Euro Corporate	EUR	19 gennaio 2002
NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)	EUR	7 maggio 2007
NEF - Flessibile	EUR	7 maggio 2007
NEF - Immobiliare	EUR	7 maggio 2007
NEF - Raiffeisen Return	EUR	20 giugno 2008
NEF - Raiffeisen Vario	EUR	20 giugno 2008

I "Category D" e "Category R" sono disponibile ad ogni tipo d'investitore.

La "Category I" è solo disponibile per gli Investitori Istituzionali ("Institutional Investors").

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.

Al 12 aprile 2011, il Consiglio di Amministrazione della Società di Gestione ha deciso di cambiare il nome del comparto NEF - Monetario Euro in NEF - Cedola.

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

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.

Alla data del 31 dicembre 2011 sono stati applicati i seguenti tassi di cambio:

1EUR =	1.2723	AUD	1EUR =	1498.69	KRW
	2.4159	BRL		18.0512	MXN
	1.3215	CAD		4.1055	MYR
	1.2156	CHF		7.754	NOK
	2 509.00	COP		4.458	PLN
	25.787	CZK		8.912	SEK
	7.80259	EGP		1.6819	SGD
	0.8356	GBP		40.991	THB
	10.051	HKD		2.4432	TRY
	314.58	HUF		39.1828	TWD
	11 731.47	IDR		1.2939	USD
	68.713	INR		10.483	ZAR
	100.2	JPY			

b) Utili e perdite realizzati su titoli

Gli utili e le perdite realizzati dalla vendita di investimenti sono stati determinati sulla base del costo medio dei titoli venduti.

c) Operazioni a termine in cambi

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

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

d) Cedole e dividendi

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

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011**2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI (segue)****e) Valutazione del portafoglio**

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

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

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

f) Valutazione dei contratti futures

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

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

g) Provento su prestito a titolo

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

h) Opzioni

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

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

i) Swaps

Gli IRS (Interest Rate Swap) saranno valutati in base alla differenza tra il valore attualizzato dell'insieme dei flussi futuri pagati dalla società alla controparte alla data di valorizzazione, al tasso "zero coupon swap", corrispondente alla scadenza di detti flussi e il valore attualizzato dell'insieme dei flussi futuri pagati dalla controparte alla Società, alla data di valorizzazione, al tasso "zero coupon swap", corrispondente alla scadenza di detti flussi. Le plus o minus valenza non realizzata sono registrati nel prospetto del patrimonio netto.

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011**2. RIEPILOGO DEI PRINCIPALI METODI CONTABILI (segue)****i) Swaps (segue)**

Un Credit Default Swap ("CDS") è un accordo bilaterale tra due parti nel quale la controparte (l'acquirente della protezione) corrisponde una commissione periodica a fronte di un pagamento contingente da parte del soggetto che fornisce la protezione nel caso si verifichi un credit event in relazione a qualunque emissione di credito di riferimento. Quando la differenza tra la perdita dovuta a un credit event e la commissione periodica è positiva, l'acquirente della protezione riceve un pagamento in contanti corrispondente a tale differenza. Quando detta differenza è negativa, il pagamento in contanti è generalmente riscosso dal soggetto che fornisce la protezione. Le plus o minus valenza non realizzata sono registrati nel prospetto del patrimonio netto.

j) Presentazione dei titoli in portafoglio

I titoli sono presentati come segue :

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

k) Abbreviazioni

XX: Obbligazioni perpetue
U: Obbligazioni zero coupon
CV: Convertible
A: annuale
S: semestrale
T: trimestrale
M: mensile

l) Spese di transazione

Le spese di transazione includono prevalentemente le commissioni richieste dagli intermediari e dalla Banca depositaria per le transazioni (acquistare o vendere) dei titoli in portafoglio, dei contratti a termine su divise e dei contratti futures.

m) Spese di banca corrispondente

Spese di banca corrispondente includono gli onorari e delle spese addebitate dalla banca corrispondente in Italia, come concordato con la Società di Gestione.

3. DETERMINAZIONE DEL VALORE ATTIVO NETTO DELLE QUOTE

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

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

4. TASSAZIONE

Il Fondo è registrato in Lussemburgo e, è quindi esento di imposta ad eccezione della "taxe d'abonnement". Secondo la legislazione e gli usi attualmente in vigore in Lussemburgo, la categoria di quote riservate agli investitori istituzionali sono soggetti ad tasso annuo di sottoscrizione pari allo 0.01%, quelli riservati agli investitori al dettaglio sono soggetti a una tasso di sottoscrizione dello 0.01%. L'imposta è calcolata e liquidata trimestralmente sulla base del valore delle attività nette del Fondo alla fine di ogni trimestre.

5. COMMISSIONI DI GESTIONE

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

Al 31 dicembre 2011 erano in essere i seguenti commissioni:

Sotto-fondo	Spese di gestione		
	Category R	Category I	Category D
NEF - Azionario Globale	1.90%	0.75%	-
NEF - Azionario Euro	1.70%	0.65%	-
NEF - Azionario Paesi Emergenti	2.10%	0.85%	-
NEF - Obbligazionario Globale	1.40%	0.50%	-
NEF - Obbligazionario Euro	1.20%	0.45%	-
NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti	1.80%	0.65%	-
NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro	0.70%	0.30%	-
NEF - Obbligazionario Convertibile	1.70%	0.60%	-
NEF - Azionario Europa Dell'Est	2.10%	0.65%	-
NEF - Azionario Stati Uniti	2.10%	0.65%	-
NEF - Azionario Giappone	2.10%	0.65%	-
NEF - Obbligazionario Euro Corporate	1.40%	0.50%	-
NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)	0.80%	0.40%	0.80%
NEF - Flessibile	1.50%	0.50%	-
NEF - Immobiliare	1.80%	1.10%	-
NEF - Raiffeisen Return	1.20%	0.50%	-
NEF - Raiffeisen Vario	1.40%	0.50%	-

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI

Al 31 dicembre 2011, gli operazioni a termine in cambi sono i seguenti:

NEF - Azionario Globale

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
SGD	2,818,560.00	EUR	1,600,000.00	20/01/2012	75,552.64
CAD	7,250,000.00	EUR	5,186,350.96	20/01/2012	297,327.24
EUR	1,105,786.95	CAD	1,500,000.00	20/01/2012	-28,751.30
SGD	2,720,960.00	EUR	1,600,000.00	23/03/2012	16,657.35
EUR	1,600,000.00	SGD	2,720,800.00	20/01/2012	-17,427.90
CAD	5,750,000.00	EUR	4,246,676.51	23/03/2012	93,899.28
EUR	4,253,273.17	CAD	5,750,000.00	20/01/2012	-95,783.14
				TOTAL	341,474.17

NEF - Obbligazionario Globale

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
DKK	1,500,000.00	EUR	201,857.44	06/01/2012	-88.58
MXN	36,800,000.00	USD	2,705,395.98	06/01/2012	-52,795.85
PLN	9,100,000.00	EUR	2,021,177.50	09/01/2012	18,858.44
EUR	3,373,655.85	CAD	4,600,000.00	10/01/2012	-106,562.61
EUR	758,649.36	AUD	1,000,000.00	10/01/2012	-26,654.99
EUR	749,389.68	NZD	1,300,000.00	10/01/2012	-26,920.63
NOK	14,400,000.00	EUR	1,865,176.74	11/01/2012	-8,671.62
SEK	6,900,000.00	EUR	759,101.21	11/01/2012	14,766.92
TRY	1,100,000.00	USD	579,645.38	12/01/2012	1,324.31
EUR	2,199,985.17	CHF	2,700,000.00	13/01/2012	-21,350.37
GBP	800,000.00	EUR	953,309.29	13/01/2012	4,278.87
EUR	608,404.81	AUD	800,000.00	10/01/2012	-19,837.35
JPY	445,000,000.00	EUR	4,386,388.59	20/01/2012	55,386.69
HUF	343,400,000.00	EUR	1,137,579.17	19/01/2012	-47,904.25
USD	13,500,000.00	EUR	10,361,413.79	23/01/2012	70,815.87
				TOTAL	-145,355.15

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	47,000,000.00	USD	61,561,963.00	18/01/2012	-574,039.80
				TOTAL	-574,039.80

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI (segue)

NEF - Obbligazionario Convertibile

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	251,663.64	BRL	624,000.00	19/03/2012	-2,407.62
EUR	540,252.27	AUD	700,000.00	30/03/2012	-4,318.87
EUR	1,636,296.02	JPY	165,000,000.00	30/03/2012	-11,803.38
EUR	457,584.31	SGD	770,000.00	30/03/2012	108.82
EUR	738,217.43	CHF	900,000.00	30/03/2012	-2,894.81
EUR	715,346.81	GBP	600,000.00	30/03/2012	-1,783.55
EUR	10,023,377.60	USD	13,000,000.00	30/03/2012	-15,680.80
				TOTAL	-38,780.21

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
USD	5,389,221.56	BRL	9,000,000.00	21/03/2012	508,495.10
USD	3,383,885.28	INR	164,000,000.10	21/03/2012	267,517.67
CHF	2,900,000.00	EUR	2,420,701.17	21/03/2012	-32,927.53
EUR	2,526,325.46	GBP	2,200,000.00	21/03/2012	-103,846.15
EUR	416,816.29	NOK	3,250,000.00	21/03/2012	-869.09
JPY	529,305,000.00	AUD	7,000,000.00	21/03/2012	-164,693.51
AUD	1,000,000.00	EUR	726,110.95	21/03/2012	53,110.03
AUD	5,000,000.00	EUR	3,687,587.58	21/03/2012	207,986.55
EUR	11,165,355.92	AUD	14,900,000.00	21/03/2012	-441,813.92
AUD	14,000,000.00	JPY	1,097,901,000.00	21/03/2012	-62,738.72
USD	1,908,088.83	SEK	13,000,000.01	21/03/2012	21,207.67
TRY	8,500,000.01	EUR	3,356,897.44	21/03/2012	58,438.50
NOK	15,000,000.04	EUR	1,920,590.01	21/03/2012	7,199.75
MXN	48,000,000.09	EUR	2,622,172.77	21/03/2012	18,524.98
BRL	11,000,000.00	USD	6,050,605.06	21/03/2012	-200,234.35
ZAR	25,500,000.00	EUR	2,332,580.20	22/03/2012	70,006.96
HUF	520,000,000.22	USD	2,304,964.54	21/03/2012	-142,790.40
EUR	2,505,682.53	ZAR	28,000,000.00	22/03/2012	-133,165.40
USD	6,920,547.85	BRL	13,000,000.00	21/03/2012	55,819.41
BRL	2,000,000.00	EUR	812,314.69	21/03/2012	1,561.06
BRL	11,000,000.00	USD	6,048,941.44	21/03/2012	-198,927.39
EUR	2,004,271.40	CHF	2,440,000.00	21/03/2012	-4,723.50
JPY	539,689,500.00	AUD	7,000,000.00	21/03/2012	-61,055.79
AUD	14,000,000.00	JPY	1,095,521,000.00	21/03/2012	-38,986.22
				TOTAL	-316,904.29

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI (segue)

NEF - Immobiliare

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	3,141,504.61	USD	4,360,000.00	27/01/2012	-227,664.29
EUR	1,130,770.87	HKD	12,200,000.00	27/01/2012	-82,940.82
EUR	498,564.04	GBP	434,000.00	27/01/2012	-20,820.31
EUR	287,792.36	CAD	403,600.01	27/01/2012	-17,420.91
EUR	241,478.32	AUD	328,000.00	27/01/2012	-15,588.00
EUR	736,026.14	JPY	77,717,000.00	27/01/2012	-39,748.42
EUR	348,244.62	SGD	615,000.00	27/01/2012	-17,332.52
EUR	69,233.29	SEK	632,999.97	27/01/2012	-1,693.61
EUR	139,886.23	HKD	1,500,000.00	27/01/2012	-9,340.54
EUR	228,211.26	USD	315,000.00	27/01/2012	-15,203.27
EUR	65,123.85	GBP	56,000.00	27/01/2012	-1,893.18
EUR	26,874.04	SGD	47,000.00	27/01/2012	-1,064.32
USD	105,000.00	EUR	77,656.98	27/01/2012	3,480.41
EUR	3,377,928.89	USD	4,570,000.00	24/02/2012	-152,695.64
EUR	255,222.12	AUD	347,000.00	24/02/2012	-15,913.53
EUR	14,020.07	AUD	19,000.00	27/01/2012	-870.86
EUR	22,617.59	CAD	31,400.00	27/01/2012	-1,127.79
EUR	581,733.57	GBP	500,000.00	24/02/2012	-16,346.48
EUR	313,062.25	CAD	435,000.00	24/02/2012	-15,623.35
EUR	11,641.44	GBP	10,000.00	27/01/2012	-325.89
EUR	1,255,257.94	HKD	13,220,000.05	24/02/2012	-59,765.57
HKD	480,000.00	EUR	45,599.20	27/01/2012	2,151.20
JPY	970,000.00	EUR	9,346.99	27/01/2012	333.61
EUR	739,551.92	JPY	76,747,000.00	24/02/2012	-26,709.03
EUR	374,692.52	SGD	655,000.00	24/02/2012	-14,556.40
SGD	7,000.00	EUR	4,006.41	27/01/2012	154.60
EUR	68,152.17	SEK	626,999.96	24/02/2012	-2,001.35
SEK	6,000.00	EUR	653.31	27/01/2012	18.96
HKD	820,000.00	EUR	78,641.99	27/01/2012	2,931.61
HKD	820,000.00	EUR	78,631.43	24/02/2012	2,933.97
GBP	34,000.00	EUR	39,548.68	27/01/2012	1,139.80
GBP	34,000.00	EUR	39,525.69	24/02/2012	1,142.79
SGD	46,000.00	EUR	26,290.22	27/01/2012	1,053.56
SGD	46,000.00	EUR	26,293.23	24/02/2012	1,042.73
SEK	37,000.00	EUR	4,012.54	27/01/2012	133.13
SEK	37,000.00	EUR	4,013.23	24/02/2012	126.27
CAD	30,000.00	EUR	21,503.83	27/01/2012	1,182.10
CAD	30,000.00	EUR	21,513.09	24/02/2012	1,153.22
USD	357,000.00	EUR	267,115.60	27/01/2012	8,751.53
USD	357,000.00	EUR	267,015.71	24/02/2012	8,785.49
EUR	3,396,891.03	USD	4,436,000.00	27/03/2012	-28,893.83
EUR	170,815.78	USD	223,000.00	24/02/2012	-1,463.98
EUR	170,868.13	USD	223,000.00	27/01/2012	-1,452.46
EUR	1,169,521.56	HKD	11,880,000.01	27/03/2012	-11,955.86
HKD	520,000.00	EUR	51,230.52	24/02/2012	493.88
HKD	520,000.00	EUR	51,235.57	27/01/2012	494.03

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

6. OPERAZIONI A TERMINE IN CAMBI (segue)

NEF - Immobiliare

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	558,820.00	GBP	466,000.00	27/03/2012	1,814.61
EUR	679,438.06	JPY	69,160,000.00	27/03/2012	-11,332.37
JPY	7,587,000.00	EUR	74,543.13	24/02/2012	1,175.13
JPY	7,587,000.00	EUR	74,521.17	27/01/2012	1,197.09
EUR	306,080.16	SGD	517,000.00	27/03/2012	-1,088.27
SGD	92,000.00	EUR	54,499.14	24/02/2012	172.78
SGD	92,000.00	EUR	54,512.06	27/01/2012	175.50
EUR	67,065.74	SEK	605,000.04	27/03/2012	-515.88
EUR	1,665.09	SEK	14,999.96	24/02/2012	-13.12
EUR	1,667.69	SEK	15,000.04	27/01/2012	-13.01
EUR	311,028.04	CAD	416,000.00	27/03/2012	-2,950.51
EUR	8,232.92	CAD	11,000.00	24/02/2012	-78.17
EUR	8,240.32	CAD	11,000.00	27/01/2012	-77.90
EUR	255,937.28	AUD	333,000.00	27/03/2012	-3,226.62
AUD	14,000.00	EUR	10,806.64	24/02/2012	128.62
AUD	14,000.00	EUR	10,842.63	27/01/2012	127.77
				TOTAL	-777,413.67

NEF - Raiffeisen Vario

Importo		Vendite		Scadenza	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
EUR	486,891.39	USD	650,000.00	13/01/2012	-15,434.26
				TOTAL	-15,434.26

7. OPERAZIONI IN FUTURE

Al 31 dicembre 2011, il Fondo registrava le seguenti posizioni:

NEF - Azionario Globale

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
7	DAX INDEX GERMANY	EUR	03/2012	1,032,500.00	21,512.50
15	S&P 500 EMINI INDEX	USD	03/2012	726,002.78	19,852.77
				TOTAL	41,365.27

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

7. OPERAZIONI IN FUTURE (segue)

NEF - Obbligazionario Globale

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-24	EURO BOBL FUTURE	EUR	03/2012	-3,002,640.00	-45,840.00
28	EURO BUND FUTURE	EUR	03/2012	3,893,120.00	128,240.00
-85	EURO SCHATZ FUTURE	EUR	03/2012	-9,378,900.00	-28,475.00
-17	LONG GILT FUTURE-LIF	GBP	03/2012	-2,380,162.82	-73,853.71
16	US 10 YEARS NOTE	USD	03/2012	1,621,454.52	18,355.36
-22	US 2 YEARS NOTE- CBT	USD	03/2012	-3,749,927.54	-1,859.69
-44	US 5 YEARS NOTE-CBT	USD	03/2012	-4,191,470.55	-27,151.44
-13	US TREASURY BOND	USD	03/2012	-1,454,952.08	-15,070.72
TOTAL				-18,643,478.47	-45,655.20

NEF - Obbligazionario Euro

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-39	EURO BOBL FUTURE	EUR	03/2012	-4,879,290.00	-75,660.00
-4	EURO BUND FUTURE	EUR	03/2012	-556,160.00	-14,780.00
TOTAL				-5,435,450.00	-90,440.00

NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-71	US TREASURY BOND	USD	03/2012	-7,946,276.76	-166,707.73
TOTAL				-7,946,276.76	-166,707.73

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
140	EURO SCHATZ FUTURE	EUR	03/2012	15,447,600.00	44,295.00
TOTAL				15,447,600.00	44,295.00

NEF - Obbligazionario Convertibile

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-2	DJ EURO STOXX 50	EUR	03/2012	-46,160.00	-1,040.00
TOTAL				-46,160.00	-1,040.00

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

7. OPERAZIONI IN FUTURE (segue)

NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)

Numeri di contratti Acquisti/Vendite	Descrizione	Valuta	Data di scadenza	Importo (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-5	AUSTR 10YR BOND	AUD	03/2012	-3,014,851.21	-1,095.97
-14	EURO BUND FUTURE	EUR	03/2012	-1,946,560.00	-14,790.00
17	LONG GILT FUTURE-LIF	GBP	03/2012	2,380,162.82	26,780.80
-36	US TREASURY BOND	USD	03/2012	-4,029,098.08	-95,641.09
TOTAL				-6,610,346.47	-84,746.26

8. OPZIONI VENDUTE

Al 31 dicembre 2011, delle opzioni sono i seguenti:

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Numero di opzioni (vendute)	Descrizione	Data di scadenza	Valuta	Importo (EUR)	Valore di mercato (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-34	EURIBOR 3 MONTH / PUT	03/2012	EUR	-8,298,125.00	4,249.92	4,249.92
TOTAL				-8,298,125.00	4,249.92	4,249.92

NEF - Flessibile

Numero di opzioni (vendute)	Descrizione	Data di scadenza	Valuta	Importo (EUR)	Valore di mercato (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
-50	DJ EURO STOXX 50/ PUT	01/2012	EUR	-1,000,000.00	-3,050.00	6,483.00
TOTAL				-1,000,000.00	-3,050.00	6,483.00

9. POSIZIONI LONGHI

Al 31 dicembre 2011, delle opzioni sono i seguenti:

NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro

Numero di opzioni acquisti	Descrizione	Data di scadenza	Valuta	Importo (EUR)	Valore di mercato (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
34	EURIBOR 3 MONTH/ PUT	03/2012	EUR	N/A	-8,287.50	-8,287.50
TOTAL				N/A	-8,287.50	-8,287.50

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

9. POSIZIONI LONGHI (segue)

NEF - Obbligazionario Convertibile

Numero di opzioni acquisti	Descrizione	Data di scadenza	Valuta	Importo (EUR)	Valore di mercato (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
10	ANGLO AMERICAN/	03/2012	GBP	N/A	8,799.23	510.94
10	DJ EURO STOXX 50/ CALL	03/2012	EUR	N/A	13,170.00	3,490.00
TOTAL				N/A	21,969.23	4,000.94

NEF - Flessibile

Numero di opzioni acquisti	Descrizione	Data di scadenza	Valuta	Importo (EUR)	Valore di mercato (EUR)	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
150	DJ EURO STOXX/ PUT	01/2012	EUR	N/A	61,350.00	-43,500.00
TOTAL				N/A	61,350.00	-43,500.00

10. SPESE DELLA BANCA DEPOSITARIA

Le spese della banca depositaria vengono pagate dal Fund sulla base della procedura commerciale vigente in Lussemburgo. Dette spese vengono calcolate sugli attivi netti medi mensili dei sotto-fondos e devono essere pagate mensilmente.

11. PRONTO CONTRO TERMINE

Il 31 dicembre 2011 il Fondo ha concluso di mutuo, con garanzia totale rappresentata da titoli, con primari istituti finanziari come meglio descritto nel prospetto, come segue :

Comparto	Valuta	Valore di mercato (EUR)	% di investimenti
NEF - Azionario Globale	EUR	2,934,634.23	12.07%
NEF - Azionario Euro	EUR	26,699,324.76	28.38%
NEF - Obbligazionario Globale	EUR	985,183.50	2.54%
NEF - Azionario Europa Dell'Est	EUR	155,827.34	0.34%
NEF - Azionario Stati Uniti	EUR	4,519,166.86	14.52%
NEF - Flessibile	EUR	1,045,877.70	2.83%
NEF - Immobiliare	EUR	214,225.00	0.99%

NEF

Note ai prospetti finanziari al 31 dicembre 2011

12. SWAPS

Al 31 dicembre 2011, il fondo era impegnato nel seguente contratto di *Credit Default Swap*:

NEF - Obbligazionario Globale

Controparte	Nominale	Valuta	Data di scadenza	Acquisto/ Vendita	Sottostante	Plus o minus valenza non realizzata (EUR)
BNP PARIBAS LONDON BRANCH	1,000,000.00	EUR	20/12/2016	Acquisto	ITRAXX XOVER S16 V1 5Y MKT	87,559.85
TOTAL						87,559.85

13. DIVIDENDI

Il Fondo ha distribuito i seguenti dividendi nel corso dell'esercizio in esame:

Comparto	Valuta	Data di pagamento	Dividendo Unitario (EUR)
NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)	EUR	20/07/2011	0.02
		19/08/2011	0.02
		20/09/2011	0.02
		20/10/2011	0.02
		18/11/2011	0.02
		20/12/2011	0.02

14. SOFT COMMISSIONS

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

15. 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.

NEF

Informazione complementare (non-certificata)

DIRETTIVA EUROPEA SUI REDDITI DA RISPARMIO 2003/48

I comparti seguenti sono nel campo di applicazione della legge per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 gennaio 2011 al 31 dicembre 2011:

- NEF - Obbligazionario Globale
- NEF - Obbligazionario Euro
- NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti
- NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro
- NEF - Obbligazionario Convertibile
- NEF - Obbligazionario Euro Corporate
- NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro)
- NEF - Flessibile
- NEF - Raiffeisen Return
- NEF - Raiffeisen Vario

I comparti seguenti non sono nel campo di applicazione della legge per quanto riguarda la realizzazione di plusvalenze e i redditi distribuiti per il periodo che va dal 1 gennaio 2011 al 31 dicembre 2011:

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

METODO DI CALCOLO DELL' ESPOSIZIONE GLOBALE

Approccio fondato sugli impegni ("Commitment approach")

I seguenti comparti usano l'approccio fondato sugli impegni per monitorare e misurare l'esposizione globale:

- NEF - Azionario Globale
- NEF - Azionario Euro
- NEF - Azionario Paesi Emergenti
- NEF - Obbligazionario Euro
- NEF - Obbligazionario Paesi Emergenti
- NEF - Obbligazionario Breve Termine Euro
- NEF - Obbligazionario Convertibile
- NEF - Azionario Europa Dell'Est
- NEF - Azionario Stati Uniti
- NEF - Azionario Giappone
- NEF - Obbligazionario Euro Corporate
- NEF - Flessibile
- NEF - Immobiliare
- NEF - Raiffeisen Return
- NEF - Raiffeisen Vario

NEF

Informazione complementare (non-certificata)

METODO DI CALCOLO DELL' ESPOSIZIONE GLOBALE (segue)

Approccio del valore a rischio assoluto ("VaR approach")

Il comparto NEF - Obbligazionario Globale usa il valore a rischio assoluto (VaR) per monitorare e misurare l'esposizione globale. Il limite è fissato al 20%

L'utilizzo dei limiti del VaR durante l'esercizio è stato il seguente:

- Utilizzo minimo: 4%
- Utilizzo massimo: 9%
- Utilizzo medio: 6%

I dati del VaR sono stati calcolati in base alle seguenti informazioni inserite:

- Modello impiegato: Historical Simulations
- Livello di fiducia: 99%
- Durata dell'investimento: 20 giorni
- Durata storico (dati): 1 anno

La somma media di nozionale degli strumenti finanziari derivati utilizzati nel corso dell'esercizio è stata del 137%.

	Livello d'indebitamento
Minimo	89.91%
Massimo	189.47%
Medio	136.58%

Il comparto NEF - Cedola (in precedenza NEF - Monetario Euro) usa il valore a rischio assoluto (VaR) per monitorare e misurare l'esposizione globale. Il limite è fissato al 20%

L'utilizzo dei limiti del VaR durante l'esercizio è stato il seguente:

- Utilizzo minimo: 2%
- Utilizzo massimo: 4%
- Utilizzo medio: 3%

I dati del VaR sono stati calcolati in base alle seguenti informazioni inserite:

- Modello impiegato: Historical Simulations
- Livello di fiducia: 99%
- Durata dell'investimento: 20 giorni
- Durata storico (dati): 1 anno

La somma media di nozionale degli strumenti finanziari derivati utilizzati nel corso dell'esercizio è stata del 65%.

	Livello d'indebitamento
Minimo	13.97%
Massimo	164.20%
Medio	64.77%