



# **RELAZIONE SEMESTRALE DI GESTIONE DEI FONDI AL 30 GIUGNO 2011**

**SOPRARNO GLOBAL MACRO  
SOPRARNO AZIONI GLOBALE  
SOPRARNO RELATIVE VALUE  
SOPRARNO RITORNO ASSOLUTO  
SOPRARNO INFLAZIONE +1,5%  
SOPRARNO PRONTI TERMINE  
ESSE STOCK**

**SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO**  
50125 Firenze - Piazza Santa Maria Soprarno, 1 - Tel. 055/26333.1  
Capitale Sociale 2.000.000 Euro interamente versato - CF e P.IVA n.05665230487  
Iscritta al R.E.A. di Firenze al n. 564813 - Iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio al n.236  
Autorizzazione della Banca d'Italia del 15/01/2007

**BANCA DEPOSITARIA: State Street Bank S.p.A., con sede legale a Milano, Via Ferrante Aporti, 10**

Pagina lasciata intenzionalmente bianca

**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO GLOBAL MACRO**

## Fondo Soprarno Global Macro NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE

Il fondo è nato il 19 luglio 2007.

La tipologia del fondo ha permesso alla Società di applicare una politica di *asset allocation* globale sui diversi mercati.

La strategia di investimento, derivante dall'applicazione di un modello quantitativo, ha privilegiato la componente obbligazionaria europea. Riguardo al mercato azionario il modello quantitativo ha evidenziato una marcata sopravvalutazione di quello europeo (Dax tedesco e Ibex spagnolo principalmente, seguiti da DJeurostoxx50 e Cac40) una leggera sopravvalutazione di quello statunitense (S&P500) ed una leggera sottovalutazione di quello giapponese (Nikkei 225) acuitasi dopo il calo delle quotazioni a seguito del terremoto occorso a inizio marzo. Pertanto, per l'esposizione azionaria si è privilegiato l'investimento in società statunitensi in primo luogo e giapponesi in secondo, in parte coperte da vendite tramite derivati degli indici azionari europei più sopravvalutati (DAX e Ibex appunto).

Sono state inserite in portafoglio azioni di società europee con bassi multipli e buona posizione finanziaria netta del tutto coperte da vendite di indice, realizzata anche tramite derivati.

In generale le scelte di *stock picking* in tutte e tre le aree hanno privilegiato azioni con alto *cash flow*, poco leverage e stabilità dei margini.

Nel corso del primo semestre del 2011, non sono state apportate modifiche di rilievo alle posizioni in essere a fine 2011 dato che il principale fattore esogeno di rischio, ossia la situazione debitoria dei paesi periferici europei, non è stata ancora affrontata in maniera netta e decisa, mentre il principale fattore endogeno, ossia la crescita del PIL mondiale, non ha mostrato segni di accelerazione ma neanche ha fornito segnali chiari e in senso opposto. La posizione lunga di *Bund* è stata progressivamente ridotta, dato l'allargamento dei tassi tra paesi core e periferici in ambito euro, a favore di titoli a breve termine (scadenza 12/18 mesi).

Relativamente alla componente valutaria, pur ritenendo l'euro sopravvalutato sia rispetto al dollaro che allo yen, esiste il rischio di un ulteriore forte apprezzamento nel caso in cui l'evoluzione della crisi dei periferici portasse alla uscita dalla valuta unica di uno o più paesi. Data la *policy* della Sgr, tendenzialmente propensa a non assumere rischi valutari, al fine di non aumentare la quota di rischio del fondo, sono state acquistate opzioni mentre l'esposizione derivante dall'acquisto di attività in divisa è stata quasi completamente neutralizzata tramite copertura a termine.

Per il secondo semestre del 2011, crediamo verrà mantenuto l'impianto di investimento in essere a meno che evoluzioni esogene sopra accennate, favoriscano un environment di investimento completamente diverso. In europa si continuerà a privilegiare l'investimento obbligazionario nella parte lunga della curva nei momenti di debolezza dei corsi obbligazionari dei paesi *core*.

Per i titoli in divisa non euro, si prevede di mantenere una copertura del rischio di cambio per non aumentare la rischiosità del fondo. In considerazione della sottovalutazione del dollaro e dello yen rispetto all'euro, verrà tendenzialmente privilegiato l'acquisto di divisa tramite strutture di derivati piuttosto che tramite acquisto diretto.

Saranno inoltre utilizzate posizioni in derivati a copertura dei rischi, a difesa del patrimonio e/o per una efficiente gestione del fondo stesso.

Nel primo semestre 2011 il risultato di gestione negativo deriva dalla impostazione strategica globale e dalle politiche di investimento, conseguenti allo stile di gestione.

In particolare hanno pesato negativamente:

- per la componente obbligazionaria, il rialzo dei tassi di interesse monetari
- per la componente azionaria, la forza relativa mostrata dagli indici azionari tedesco e spagnolo rispetto ai titoli selezionati così come rispetto a S&P500 e Nikkei 225.
- per la componente valutaria, il rialzo dell'euro che, pur essendo il fondo tendenzialmente coperto ha visto l'effetto negativo derivato sia dalla posizione residuale esistente sia per il combinato derivante dal rafforzamento dello Yen, calo delle azioni giapponesi, immediatamente dopo il terremoto.

In particolare hanno pesato positivamente:

- l'allargamento dello *spread* a 10 anni tra Italia e Germania

#### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

Il calcolo del *tracking error* non è applicabile in quanto il fondo non ha un *benchmark* di riferimento.

#### **Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- **la categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle **aree geografiche di riferimento**, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 2. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa il 100%;
- **il rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

La Società adotta il metodo del **VaR (*Value at Risk*)** per il controllo del rischio dei fondi gestiti attivi.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un intervallo di confidenza (grado di probabilità) pari al 99% ed un *holding period* pari ad un mese.

Il controllo del rischio sul fondo avviene attraverso il contenimento del *tracking error* negativo mensile al di sotto del 2,5%.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprarno Global Macro</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>68.313.615</b>	<b>87,72%</b>	<b>68.347.789</b>	<b>85,33%</b>
<b>A1.</b> Titoli di debito	<b>4.295.282</b>	<b>5,52%</b>	<b>12.127.310</b>	<b>15,14%</b>
<b>A1.1</b> titoli di Stato	4.295.282	5,52%	12.127.310	15,14%
<b>A1.2</b> altri	0	0,00%	0	0,00%
<b>A2.</b> Titoli di capitale	64.018.333	82,20%	56.220.479	70,19%
<b>A3.</b> Parti di OICR	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1.</b> Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2.</b> Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3.</b> Parti di OICR	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>6.513.395</b>	<b>8,36%</b>	<b>6.335.705</b>	<b>7,91%</b>
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia	3.906.042	5,02%	3.924.315	4,90%
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	1.797.388	2,31%	1.721.819	2,15%
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	809.965	1,04%	689.571	0,86%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1.</b> Avista		0,00%		0,00%
<b>D2.</b> Altri		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>276.164</b>	<b>0,35%</b>	<b>4.408.182</b>	<b>5,50%</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	193.832	0,25%	4.407.373	5,50%
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	121.874.727	156,49%	59.639.066	74,46%
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-121.792.395	-156,39%	-59.638.257	-74,46%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>2.775.977</b>	<b>3,56%</b>	<b>1.003.443</b>	<b>1,25%</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	56.621	0,07%	260.435	0,33%
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	437.980	0,56%	364.190	0,45%
<b>G3.</b> Altre	2.281.376	2,93%	378.818	0,47%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>77.879.151</b>	<b>100,00%</b>	<b>80.095.119</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>2.003.840</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>2.472.929</b>	<b>1.838.660</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	1.735.200	1.564.810
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	737.729	273.850
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>109.725</b>	<b>366.160</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	109.725	366.160
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>683.221</b>	<b>1.587.331</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	109.229	113.725
<b>N2.</b> Debiti di imposta	2.392	538.231
<b>N3.</b> Altre	571.600	935.375
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>5.269.715</b>	<b>3.792.151</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>49.315.720</b>	<b>43.334.156</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>23.293.716</b>	<b>32.968.813</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>10.121.265,216</b>	<b>8.541.232,850</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>4.706.301,970</b>	<b>6.412.537,905</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>4,872</b>	<b>5,074</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>4,949</b>	<b>5,141</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	2.447.092,935
<b>Quote emesse Classe B</b>	195.666,990
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	867.060,569
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	1.901.902,925

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	BTP_2,35%_15ST2035IL	1.772.981	2,28%
2	FOREST_LABS_Inc	1.581.031	2,03%
3	OAT_3,75%_25OT2019	1.087.853	1,40%
4	Intel_Corporation	1.032.028	1,33%
5	SHIN-ETSU_CHEMICAL	990.159	1,27%
6	PUB_SERV_ENTERP	941.960	1,21%
7	Koninhljke_Dsm_Nv	935.827	1,20%
8	Apache_Corp	930.569	1,19%
9	Northrop_Grumman_Co	921.036	1,18%
10	GILEAD_SCIENCES	878.598	1,13%
11	NIDEC_Corp	870.400	1,12%
12	Smith_&_Nephew_Plc	857.710	1,10%
13	Tessenderlo_Chemie_N	836.024	1,07%
14	ITT_Industries	835.858	1,07%
15	OM_Group_Inc	794.495	1,02%
16	MAKITA_Corp	750.813	0,96%
17	ENI_SpA	743.899	0,96%
18	ROHM_COMPANY_LTD	723.342	0,93%
19	Nexen_Inc_NY	707.552	0,91%
20	StatOilHydro_Asa	698.129	0,90%
21	L-3_COMM_HLDGS	688.261	0,88%
22	MINERALS_TECH	671.477	0,86%
23	Johnson_&_Johnson	667.363	0,86%
24	Constellation_Energy	666.592	0,86%
25	Eurasian_Natural_Res	665.429	0,85%
26	Domtar_corp	663.558	0,85%
27	NGB_6,5%_15MG2013	646.563	0,83%
28	Freeport-MC_CO-B	627.897	0,81%
29	Nippon_Kayaku_Co_Ltd	589.471	0,76%
30	CISCO_SYSTEM_Inc	588.737	0,76%
31	FUJI_PHOTO_FILM_CO	580.413	0,75%
32	KAO_Corporation	557.222	0,72%
33	Sanofi	552.182	0,71%
34	NITTO_DENK_Corp	542.000	0,70%
35	MARVELL_Tech_GRP	540.113	0,69%
36	KONAMI	539.850	0,69%
37	INPEX_Corporation	534.710	0,69%
38	UST_2,625%_15NV20	532.805	0,68%
39	Drax_Group_Plc	529.859	0,68%
40	Synaptics_Inc	528.585	0,68%
41	Bouygues_SA	525.965	0,68%
42	Ipsen	517.818	0,66%
43	IMPAX_LABS_Inc	516.896	0,66%
44	Fujitsu_Ltd	512.172	0,66%
45	Research_in_Motion_L	509.012	0,65%
46	H._Lundbeck_A/S	508.461	0,65%
47	Nokia_Oyj_(FH)	499.657	0,64%
48	Microsoft_Corp	494.707	0,64%
49	ZIMMER_HOLDING	492.158	0,63%
50	TAKEDA_CHEMICAL_INDU	492.138	0,63%
51	Tamron_Co_Ltd	488.495	0,63%
52	Eli_Lilly_&_Company	485.841	0,62%
53	Dolby_Laboratories	480.477	0,62%
54	COMPUTER_SCIENCES	476.437	0,61%
55	Atos_Origin_SA	454.274	0,58%
56	Hewlett-Packard_Co	443.257	0,57%
57	SANKYO_Co_Ltd_GUNMA	442.133	0,57%
58	TOKYO_GAS_Co_Ltd	440.284	0,57%
59	NEXT_PLC	433.804	0,56%
60	Ciments_Francais_SA	427.663	0,55%
61	Chesapeake_Energy_Co	426.667	0,55%
62	Philips_Elect_NL	423.092	0,54%
63	QLOGIC_Corp	416.533	0,53%
64	Devon_Energy_Corp	414.416	0,53%
65	Cookson_Group_Plc	404.148	0,52%
66	Charter_Intl_Plc	398.918	0,51%
67	Orion_Ojy-Class_B	396.982	0,51%
68	Huber_&_Suhner_AG	390.109	0,50%
69	JFE_Holdings_Inc	388.662	0,50%



**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO AZIONI GLOBALE**

## Fondo Soprarno Azioni Globale NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE

Il fondo è nato il 19 luglio 2007.

La tipologia del fondo ha permesso alla Società di applicare una politica di *asset allocation* globale sui diversi mercati azionari.

La strategia di investimento, derivante dall'applicazione di un modello quantitativo, ha privilegiato la componente obbligazionaria europea. Riguardo al mercato azionario il modello quantitativo ha evidenziato una marcata sopravvalutazione di quello europeo (Dax tedesco e Ibex spagnolo principalmente, seguiti da DJeurostoxx50 e Cac40) una leggera sopravvalutazione di quello statunitense (S&P500) ed una leggera sottovalutazione di quello giapponese (Nikkei 225) acuitasi dopo il calo delle quotazioni a seguito del terremoto occorso a inizio marzo. Pertanto, per l'esposizione azionaria si è privilegiato l'investimento in società statunitensi in primo luogo e giapponesi in secondo, in parte coperte da vendite tramite derivati degli indici azionari europei più sopravvalutati (DAX e Ibex appunto).

Sono state inserite in portafoglio azioni di società europee con bassi multipli e buona posizione finanziaria netta del tutto coperte da vendite di indice, realizzata anche tramite derivati.

In generale le scelte di *stock picking* in tutte e tre le aree hanno privilegiato azioni con alto *cash flow*, poco leverage e stabilità dei margini.

Nel corso del primo semestre del 2011, non sono state apportate modifiche di rilievo alle posizioni in essere a fine 2011 dato che il principale fattore esogeno di rischio, ossia la situazione debitoria dei paesi periferici europei, non è stata ancora affrontata in maniera netta e decisa, mentre il principale fattore endogeno, ossia la crescita del PIL mondiale, non ha mostrato segni di accelerazione ma neanche ha fornito segnali chiari e in senso opposto. La posizione lunga di *Bund* è stata progressivamente ridotta, dato l'allargamento dei tassi tra paesi core e periferici in ambito euro, a favore di titoli a breve termine (scadenza 12/18 mesi).

Relativamente alla componente valutaria, pur ritenendo l'euro sopravvalutato sia rispetto al dollaro che allo yen, esiste il rischio di un ulteriore forte apprezzamento nel caso in cui l'evoluzione della crisi dei periferici portasse alla uscita dalla valuta unica di uno o più paesi. Data la *policy* della Sgr, tendenzialmente propensa a non assumere rischi valutari, al fine di non aumentare la quota di rischio del fondo, sono state acquistate opzioni mentre l'esposizione derivante dall'acquisto di attività in divisa è stata quasi completamente neutralizzata tramite copertura a termine.

Per il secondo semestre del 2011, crediamo verrà mantenuto l'impianto di investimento in essere a meno che evoluzione esogene sopra accennate, favoriscano un environment di investimento completamente diverso.

Per i titoli in divisa non euro, si prevede di mantenere una copertura del rischio di cambio per non aumentare la rischiosità del fondo. In considerazione della sottovalutazione del dollaro e dello yen rispetto all'euro, verrà tendenzialmente privilegiato l'acquisto di divisa tramite strutture di derivati piuttosto che tramite acquisto diretto.

Saranno inoltre utilizzate posizioni in derivati a copertura dei rischi, a difesa del patrimonio e/o per una efficiente gestione del fondo stesso.

Nel primo semestre 2011 il risultato di gestione, moderatamente positivo, deriva dalla impostazione strategica.

In particolare hanno pesato negativamente:

- per la componente azionaria, la forza relativa mostrata dall'indice azionario tedesco e spagnolo rispetto ai titoli selezionati così come rispetto a S&P500 e Nikkei 225.
- per la componente valutaria, il rialzo dell'euro che, pur essendo il fondo tendenzialmente coperto ha visto l'effetto negativo derivato sia dalla posizione residuale esistente sia per il combinato derivante dal rafforzamento dello Yen, calo delle azioni giapponesi, immediatamente dopo il terremoto.

In particolare hanno pesato positivamente:

- l'allargamento dello *spread* a 10 anni tra Italia e Germania.

### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

Il calcolo del *tracking error* non è applicabile in quanto il fondo ha adottato un *benchmark* solo dal 1 luglio 2010

### **Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- la **categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle **aree geografiche di riferimento**, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 2. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa il 100%;
- il **rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

Il controllo del rischio sul fondo avviene attraverso il contenimento del *tracking error* negativo mensile al di sotto del 2,5%.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprarno Azioni Globale</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>20.684.159</b>	<b>85,70%</b>	<b>23.089.009</b>	<b>86,05%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>455.909</b>	<b>1,89%</b>	<b>1.527.465</b>	<b>5,69%</b>
<b>A1.1 titoli di Stato</b>	455.909	1,89%	1.527.465	5,69%
<b>A1.2 altri</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	20.228.250	83,81%	21.561.544	80,36%
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>852.107</b>	<b>3,53%</b>	<b>1.324.345</b>	<b>4,94%</b>
<b>C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia</b>	405.729	1,68%	549.157	2,05%
<b>C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati</b>	250.121	1,04%	611.338	2,28%
<b>C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati</b>	196.257	0,81%	163.850	0,61%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1. A vista</b>		0,00%		0,00%
<b>D2. Altri</b>		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.866.012</b>	<b>7,73%</b>	<b>1.240.099</b>	<b>4,62%</b>
<b>F1. Liquidità disponibile</b>	1.834.363	7,60%	2.817.260	10,50%
<b>F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare</b>	47.544.388	196,99%	25.590.805	95,37%
<b>F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare</b>	<b>-47.512.739</b>	<b>-196,86%</b>	<b>-27.167.966</b>	<b>-101,25%</b>
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>732.893</b>	<b>3,04%</b>	<b>1.178.988</b>	<b>4,39%</b>
<b>G1. Ratei attivi</b>	7.949	0,03%	75.195	0,28%
<b>G2. Risparmio di imposta</b>	0	0,00%	954.825	3,56%
<b>G3. Altre</b>	724.944	3,00%	148.968	0,56%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>24.135.171</b>	<b>100,00%</b>	<b>26.832.441</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>423.192</b>	<b>579.590</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	261.324	556.059
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	161.868	23.531
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>18.020</b>	<b>440.292</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	18.020	440.292
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>309.199</b>	<b>695.961</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	33.123	43.301
<b>N2.</b> Debiti di imposta	50.148	337.362
<b>N3.</b> Altre	225.928	315.298
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>750.411</b>	<b>1.715.843</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>19.060.767</b>	<b>19.461.595</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>4.323.994</b>	<b>5.655.004</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>4.643.930,596</b>	<b>4.800.595,857</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>1.045.298,139</b>	<b>1.387.461,756</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>4,104</b>	<b>4,054</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>4,137</b>	<b>4,076</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	1.583.029,165
<b>Quote emesse Classe B</b>	404.257,025
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	1.739.694,426
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	746.420,642

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	BTP_2,35%_15ST2035IL	455.909	1,89%
2	Apache_Corp	394.425	1,63%
3	Constellation_Energy	392.391	1,63%
4	FOREST_LABS_Inc	390.460	1,62%
5	L-3_COMM_HLDGS	353.358	1,46%
6	Intel_Corporation	316.155	1,31%
7	ENI_SpA	310.461	1,29%
8	Koninhljke_Dsm_Nv	307.914	1,28%
9	GILEAD_SCIENCES	300.984	1,25%
10	ZIMMER_HOLDING	287.293	1,19%
11	Eli_Lilly_&Company	273.536	1,13%
12	COMPUTER_SCIENCES	266.059	1,10%
13	Northrop_Grumman_Co	253.351	1,05%
14	FirstEnergy_Corp	251.557	1,04%
15	Drax_Group_Plc	243.229	1,01%
16	Smith_&Nephew_Plc	242.555	1,00%
17	QLOGIC_Corp	241.945	1,00%
18	Fujitsu_Ltd	240.327	1,00%
19	Domtar_corp	228.067	0,94%
20	StatoilHydro_Asa	220.226	0,91%
21	Delhaize_Group	208.610	0,86%
22	The_Children's_Place	203.934	0,84%
23	SHIN-ETSU_CHEMICAL	203.204	0,84%
24	Nippon_Kayaku_Co_Ltd	189.213	0,78%
25	Lonza_Group_AG-Reg	189.153	0,78%
26	MARVELL_Tech_GRP	187.104	0,78%
27	MINERALS_TECH	185.528	0,77%
28	IMPAX_LABS_Inc	184.988	0,77%
29	CISCO_SYSTEM_Inc	183.447	0,76%
30	Belgacom_SA	182.003	0,75%
31	OM_Group_Inc	179.538	0,74%
32	PUB_SERV_ENTERP	179.426	0,74%
33	ITT_Industries	177.977	0,74%
34	NITTO_DENK_Corp	174.839	0,72%
35	Logica_Plc	174.792	0,72%
36	Dolby_Laboratories	172.743	0,72%
37	Clariant_AG	169.473	0,70%
38	MINEBEA_Co_Ltd	165.290	0,68%
39	Nokia_Oyj_(FH)	158.149	0,66%
40	FUJI_PHOTO_FILM_CO	150.477	0,62%
41	Chesapeake_Energy_Co	149.446	0,62%
42	RWE_AG_(DE)	148.352	0,61%
43	NEXT_PLC	146.061	0,61%
44	Fred_Olsen_Energy_AS	145.290	0,60%
45	INPEX_Corporation	142.589	0,59%
46	Orion_Ojy-Class_B	141.982	0,59%
47	Charter_Intl_Plc	141.455	0,59%
48	Peugeot_SA	141.385	0,59%
49	Cookson_Group_Plc	140.155	0,58%
50	ROHM_COMPANY_LTD	138.344	0,57%
51	NISSAN_Motor_Co_Ltd	137.617	0,57%
52	Newmarket_Corp	135.240	0,56%
53	Research_in_Motion_L	131.644	0,55%
54	Ibiden_Co_Ltd	131.445	0,54%
55	TOKYO_GAS_Co_Ltd	131.148	0,54%
56	Toho_Gas_Co_Ltd	130.968	0,54%
57	AstraZeneca_Plc_LN	130.512	0,54%
58	Kamigumi_co__Ltd	129.204	0,54%
59	KONAMI	127.215	0,53%
60	Freeport-MC_CO-B	127.007	0,53%
61	ENTEGRIS_Inc	125.861	0,52%
62	Rio_Tinto_Plc	124.881	0,52%
63	Nexen_Inc_NY	122.985	0,51%
64	URS_Corporation	120.572	0,50%
65	TOTAL_SYS_SERVS	120.263	0,50%
66	Applied_Materials_In	120.126	0,50%
67	RadioShack_Corp	119.489	0,50%

**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO RELATIVE VALUE**

## Fondo Soprarno Relative Value NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE

Il fondo è nato il 19 luglio 2007.

La tipologia del fondo, *market neutral*, prevede la selezione dei titoli azionari più sottovalutati a livello globale, così come risultanti dai modelli quantitativi della società ed una contestuale assunzione di posizioni corte sui rispettivi indici di riferimento. Nel corso del semestre abbiamo mantenuto gli *spread* titoli acquistati verso indici venduti nelle tre aree geografiche Usa, Giappone ed Europa, investendo in *spread* principalmente sulle aree Usa ed Europa più o meno con lo stesso peso percentuale, in misura minore su Giappone. L'investimento nella componente azionaria è stato mediamente pari al 90% nel semestre, mentre la parte residua è stata investita principalmente in titoli a breve scadenza, in misura marginale (dato l'allargamento dei tassi tra paesi core e periferici in ambito euro) tramite posizione lunga sul *Bund* 10 anni e/o T-Note 10 anni, ed una posizione corta sul BTP 10 anni.

Relativamente alla componente valutaria, pur ritenendo l'euro sopravvalutato sia rispetto al dollaro che allo yen, esiste il rischio di un ulteriore forte apprezzamento nel caso in cui l'evoluzione della crisi dei periferici portasse alla uscita dalla valuta unica di uno o più paesi. Data la *policy* della Sgr, tendenzialmente propensa a non assumere rischi valutari, al fine di non aumentare la quota di rischio del fondo, sono state acquistate opzioni mentre l'esposizione derivante dall'acquisto di attività in divisa è stata quasi completamente neutralizzata tramite copertura a termine.

Per il secondo semestre del 2011, considerando la sottovalutazione delle azioni giapponesi e le migliori opportunità per quelle statunitensi, rispetto ai rispettivi mercati obbligazionari e rispetto al mercato azionario europeo verrà privilegiato l'investimento in società statunitensi, a seguire in società giapponesi e società europee caratterizzate sempre da bassi multipli e buona posizione finanziaria netta, sempre in *spread* con gli indici di riferimento.

Per i titoli in divisa non euro, si prevede di mantenere una copertura del rischio di cambio per non aumentare la rischiosità del fondo. In considerazione della sottovalutazione del dollaro e dello yen rispetto all'euro, verrà tendenzialmente privilegiato l'acquisto di divisa tramite strutture di derivati piuttosto che tramite acquisto diretto.

Saranno inoltre utilizzate posizioni in derivati a copertura dei rischi, a difesa del patrimonio e/o per una efficiente gestione del fondo stesso.

Nel primo semestre del 2011 il risultato di gestione negativo deriva dalla impostazione strategica globale e dalle politiche di investimento.

In particolare hanno pesato negativamente:

- per la componente obbligazionaria, il rialzo dei tassi di interesse monetari
- per la componente azionaria, la forza relativa mostrata dagli indici azionari tedesco e spagnolo rispetto ai titoli selezionati così come rispetto a S&P500 e Nikkei 225.
- per la componente valutaria, il rialzo dell'euro che, pur essendo il fondo tendenzialmente coperto ha visto l'effetto negativo derivato sia dalla posizione residuale esistente sia per il combinato derivante dal rafforzamento dello Yen, calo delle azioni giapponesi, immediatamente dopo il terremoto.



In particolare hanno pesato positivamente:

- l'allargamento dello *spread* a 10 anni tra Italia e Germania.

#### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

Il calcolo del *tracking error* non è applicabile in quanto il fondo non ha un *benchmark* di riferimento.

#### **Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine dicembre 2007:

- la categoria di **emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle **aree geografiche di riferimento**, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 2. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa il 100%;
- il **rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

La Società adotta il metodo del **VaR (*Value at Risk*)** per il controllo del rischio dei fondi gestiti attivi.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un intervallo di confidenza (grado di probabilità) pari al 99% ed un *holding period* pari ad un mese.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprarno Relative Value</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>16.205.661</b>	<b>86,86%</b>	<b>17.436.340</b>	<b>86,17%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>2.397.488</b>	<b>11,85%</b>
<b>A1.1 titoli di Stato</b>	0	0,00%	2.397.488	11,85%
<b>A1.2 altri</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	16.205.661	86,86%	15.038.852	74,32%
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.441.652</b>	<b>7,73%</b>	<b>1.890.535</b>	<b>9,34%</b>
<b>C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia</b>	1.040.411	5,58%	1.306.869	6,46%
<b>C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati</b>	218.803	1,17%	463.747	2,29%
<b>C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati</b>	182.438	0,98%	119.919	0,59%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1. A vista</b>		0,00%		0,00%
<b>D2. Altri</b>		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>397.229</b>	<b>2,13%</b>	<b>726.712</b>	<b>3,59%</b>
<b>F1. Liquidità disponibile</b>	39.702	0,21%	752.869	3,72%
<b>F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare</b>	25.404.925	136,17%	12.847.017	63,49%
<b>F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare</b>	<b>-25.047.398</b>	<b>-134,26%</b>	<b>-12.873.174</b>	<b>-63,62%</b>
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>611.801</b>	<b>3,28%</b>	<b>182.148</b>	<b>0,90%</b>
<b>G1. Ratei attivi</b>	6.824	0,04%	65.533	0,32%
<b>G2. Risparmio di imposta</b>	172.188	0,92%	0	0,00%
<b>G3. Altre</b>	432.789	2,32%	116.615	0,58%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>18.656.343</b>	<b>100,00%</b>	<b>20.235.735</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>411.285</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>362.288</b>	<b>454.927</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	201.679	428.225
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	160.609	26.702
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>72.191</b>	<b>76.304</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	72.191	76.304
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>182.012</b>	<b>294.588</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	27.085	32.473
<b>N2.</b> Debiti di imposta	1.862	101.643
<b>N3.</b> Altre	153.065	160.472
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>1.027.776</b>	<b>825.819</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>14.063.132</b>	<b>14.389.529</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>3.565.436</b>	<b>5.020.387</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>2.662.029,440</b>	<b>2.644.110,589</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>665.070,416</b>	<b>910.635,968</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>5,283</b>	<b>5,442</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>5,361</b>	<b>5,513</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	518.703,873
<b>Quote emesse Classe B</b>	9.128.735,044
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	500.785,022
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	9.374.300,596

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	Koninklijke_Dsm_Nv	360.278	1,93%
2	ENI_Spa	327.831	1,76%
3	Smith_ & Nephew_Plc	310.230	1,66%
4	FOREST_LABS_Inc	288.932	1,55%
5	Eurasian_Natural_Res	281.844	1,51%
6	Delhaize_Group	279.697	1,50%
7	StatoilHydro_Asa	276.796	1,48%
8	Drax_Group_Plc	274.413	1,47%
9	Intel_Corporation	261.725	1,40%
10	Tessenderlo_Chemie_N	242.515	1,30%
11	Apache_Corp	235.203	1,26%
12	Constellation_Energy	220.359	1,18%
13	GILEAD_SCIENCES	219.757	1,18%
14	PUB_SERV_ENTERP	219.625	1,18%
15	MARVELL_Tech_GRP	210.498	1,13%
16	Logica_Plc	195.945	1,05%
17	ZIMMER_HOLDING	193.059	1,03%
18	Cookson_Group_Plc	190.301	1,02%
19	Orion_Ojy-Class_B	188.362	1,01%
20	Vetropack_H_Ag	188.327	1,01%
21	Domtar_corp	186.779	1,00%
22	L-3_COMM_HLDGS	178.494	0,96%
23	Vivendi_SA	176.985	0,95%
24	Sanofi	171.864	0,92%
25	Charter_Intl_Plc	167.605	0,90%
26	Ciments_Francais_SA	166.394	0,89%
27	Freeport-MC_CO-B	163.608	0,88%
28	Novartis_AG-Reg	162.124	0,87%
29	Ipsen	160.947	0,86%
30	CISCO_SYSTEM_Inc	155.744	0,83%
31	Dolby_Laboratories	155.703	0,83%
32	Belgacom_SA	151.751	0,81%
33	Rio_Tinto_Plc	149.260	0,80%
34	IMPAX_LABS_Inc	145.412	0,78%
35	Nokia_Oyj_(FH)	144.381	0,77%
36	Lonza_Group_AG-Reg	143.363	0,77%
37	Xstrata_Plc_LN	142.081	0,76%
38	The_Gap_Inc.	142.077	0,76%
39	Orkla_ASA	141.104	0,76%
40	Clariant_AG	140.185	0,75%
41	OM_Group_Inc	136.798	0,73%
42	Eli_Lilly_ & Company	136.716	0,73%
43	MINERALS_TECH	136.680	0,73%
44	ITT_Industries	134.349	0,72%
45	COMPUTER_SCIENCES	134.080	0,72%
46	Northrop_Grumman_Co	133.153	0,71%
47	Bouygues_SA	131.870	0,71%
48	AMER_EAGLE_OUTF	131.752	0,71%
49	RadioShack_Corp	125.889	0,67%
50	Chesapeake_Energy_Co	120.071	0,64%
51	Total_SA_(FP)	119.640	0,64%
52	FirstEnergy_Corp	117.607	0,63%
53	QLOGIC_Corp	117.200	0,63%
54	Hewlett-Packard_Co	110.814	0,59%
55	SHIN-ETSU_CHEMICAL	107.144	0,57%
56	H_Lundbeck_A/S	100.767	0,54%
57	Fred_Olsen_Energy_AS	100.453	0,54%
58	ASML_Holding_N.V.	100.076	0,54%
59	Public_Power_Corp	99.294	0,53%
60	NEXT_PLC	98.920	0,53%
61	Freenet_N	98.788	0,53%
62	RWE_AG_(DE)	98.646	0,53%
63	Agfa_Gevaert_NV	98.221	0,53%
64	Telekom_Austria_AG	97.592	0,52%
65	BENCHMARK_ELECTR	97.210	0,52%
66	Koninklijke_Ahold_NV	96.274	0,52%
67	Philips_Elect_NL	95.634	0,51%
68	Atos_Origin_SA	95.452	0,51%
69	URS_Corporation	95.343	0,51%
70	AP_Moeller-Maersk-B	95.159	0,51%
71	Hoganas_-B-	95.145	0,51%
72	Applied_Materials_In	95.012	0,51%
73	TOTAL_SYS_SERVS	94.873	0,51%
74	Sligro_Food_Group_N.	94.161	0,50%
75	Peugeot_SA	94.154	0,50%
76	WELLPOINT_Inc	93.741	0,50%
77	PG&E_Corp	93.058	0,50%

**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO RITORNO ASSOLUTO**

## Fondo Soprarno Ritorno Assoluto NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE

Il fondo è nato il 19 luglio 2007.

La strategia di investimento, derivante dall'applicazione di un modello quantitativo, ha privilegiato la componente obbligazionaria europea. Riguardo al mercato azionario il modello quantitativo ha evidenziato una marcata sopravvalutazione di quello europeo (Dax tedesco e Ibex spagnolo principalmente, seguiti da DJ eurostoxx50 e Cac40) una leggera sopravvalutazione di quello statunitense (S&P500) ed una leggera sottovalutazione di quello giapponese (Nikkei 225) acuitasi dopo il calo delle quotazioni a seguito del terremoto occorso a inizio marzo. Pertanto, per l'esposizione azionaria si è privilegiato l'investimento in società statunitensi in primo luogo e giapponesi in secondo, in parte coperte da vendite tramite derivati degli indici azionari europei più sopravvalutati (Dax e Ibex appunto).

Sono state inserite in portafoglio azioni di società europee con bassi multipli e buona posizione finanziaria netta del tutto coperte da vendite di indice, realizzata anche tramite derivati.

In generale le scelte di *stock picking* in tutte e tre le aree hanno privilegiato azioni con alto *cash flow*, poco leverage e stabilità dei margini.

Nel corso del primo semestre del 2011, non sono state apportate modifiche di rilievo alle posizioni in essere a fine 2011 dato che il principale fattore esogeno di rischio, ossia la situazione debitoria dei paesi periferici europei, non è stata ancora affrontata in maniera netta e decisa, mentre il principale fattore endogeno, ossia la crescita del PIL mondiale, non ha mostrato segni di accelerazione ma neanche ha fornito segnali chiari e in senso opposto. La posizione lunga di *Bund* è stata progressivamente ridotta, dato l'allargamento dei tassi tra paesi core e periferici in ambito euro, a favore di titoli a breve termine (scadenza 12/18 mesi).

Relativamente alla componente valutaria, pur ritenendo l'euro sopravvalutato sia rispetto al dollaro che allo yen, esiste il rischio di un ulteriore forte apprezzamenti nel caso in cui l'evoluzione della crisi dei periferici portasse alla uscita dalla valuta unica di uno o più paesi. Data la *policy* della Sgr, tendenzialmente propensa a non assumere rischi valutari, al fine di non aumentare la quota di rischio del fondo, sono state acquistate opzioni mentre l'esposizione derivante dall'acquisto di attività in divisa è stata quasi completamente neutralizzata tramite copertura a termine.

Per il secondo semestre del 2011, crediamo verrà mantenuto l'impianto di investimento in essere a meno che evoluzione esogene sopra accennate, favoriscano un environment di investimento completamente diverso. In europa si continuerà a privilegiare l'investimento obbligazionario nella parte lunga della curva nei momenti di debolezza dei corsi obbligazionari dei paesi *core*.

Per i titoli in divisa non euro, si prevede di mantenere una copertura del rischio di cambio per non aumentare la rischiosità del fondo. In considerazione della sottovalutazione del dollaro e dello yen rispetto all'euro, verrà tendenzialmente privilegiato l'acquisto di divisa tramite strutture di derivati piuttosto che tramite acquisto diretto.

Saranno inoltre utilizzate posizioni in derivati a copertura dei rischi, a difesa del patrimonio e/o per una efficiente gestione del fondo stesso.

Nel primo semestre 2011 il risultato di gestione negativo deriva dalla impostazione strategica globale e dalle politiche di investimento, conseguenti allo stile di gestione.

In particolare hanno pesato negativamente:

- per la componente obbligazionaria, il rialzo dei tassi di interesse monetari
- per la componente azionaria, la forza relativa mostrata dagli indici azionari tedesco e spagnolo rispetto ai titoli selezionati così come rispetto a S&P500 e Nikkei 225.
- per la componente valutaria, il rialzo dell'euro che, pur essendo il fondo tendenzialmente coperto ha visto l'effetto negativo derivato sia dalla posizione residuale esistente sia per il combinato derivante dal rafforzamento dello Yen, calo delle azioni giapponesi, immediatamente dopo il terremoto.

In particolare hanno pesato positivamente:

- l'allargamento dello *spread* a 10 anni tra Italia e Germania.

#### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

Il calcolo del *tracking error* non è applicabile in quanto il fondo non ha un *benchmark* di riferimento.

#### **Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- la **categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle **aree geografiche di riferimento**, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 1.70. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa l'70%;
- il **rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

La Società adotta il metodo del **VaR (*Value at Risk*)** per il controllo del rischio dei fondi gestiti attivi.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un intervallo di confidenza (grado di probabilità) pari al 99% ed un *holding period* pari ad un mese.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprarno Ritorno Assoluto</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>16.977.837</b>	<b>85,98%</b>	<b>19.129.899</b>	<b>87,94%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>8.101.847</b>	<b>41,03%</b>	<b>11.566.998</b>	<b>53,18%</b>
<b>A1.1</b> titoli di Stato	4.232.318	21,43%	11.566.998	53,18%
<b>A1.2</b> altri	3.869.529	19,60%	0	0,00%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	8.875.990	44,95%	7.562.901	34,77%
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.307.251</b>	<b>6,62%</b>	<b>1.096.055</b>	<b>5,04%</b>
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia	554.116	2,81%	648.188	2,98%
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	521.833	2,64%	325.938	1,50%
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	231.302	1,17%	121.929	0,56%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1.</b> A vista		0,00%		0,00%
<b>D2.</b> Altri		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>550.710</b>	<b>2,79%</b>	<b>1.147.477</b>	<b>5,28%</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	537.132	2,72%	1.121.068	5,15%
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	27.501.985	139,27%	8.778.959	40,36%
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-27.488.407	-139,20%	-8.752.550	-40,24%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>911.201</b>	<b>4,61%</b>	<b>378.787</b>	<b>1,74%</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	140.296	0,71%	273.407	1,26%
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	62.993	0,32%	46.642	0,21%
<b>G3.</b> Altre	707.912	3,58%	58.738	0,27%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>19.746.999</b>	<b>100,00%</b>	<b>21.752.218</b>	<b>100,00%</b>



PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>700.857</b>	<b>338.512</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	499.608	290.281
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	201.249	48.231
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>2.031</b>	<b>305.808</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	2.031	305.808
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>208.826</b>	<b>270.791</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	27.039	30.832
<b>N2.</b> Debiti di imposta	893	126.920
<b>N3.</b> Altre	180.894	113.039
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>911.714</b>	<b>915.111</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>15.496.101</b>	<b>17.438.490</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>3.339.184</b>	<b>3.398.616</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>2.998.096,701</b>	<b>3.305.912,678</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>639.921,312</b>	<b>639.921,312</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>5,169</b>	<b>5,275</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>5,218</b>	<b>5,311</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	1.076.258,357
<b>Quote emesse Classe B</b>	0,000
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	1.384.074,334
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	0,000

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	Obl_2,25%_11AP2014	2.027.900	10,27%
2	EIB_3,625%_15OT2013	2.019.323	10,23%
3	EIB_3,375%_08ST2014	1.850.207	9,37%
4	DBR_3,25%_04GE2020	514.850	2,61%
5	OAT_3,75%_25AP2021	462.555	2,34%
6	BTP_2,35%_15ST2035IL	405.253	2,05%
7	NGB_6,5%_15MG2013	213.228	1,08%
8	OAT_4%_25OT2014	211.480	1,07%
9	FOREST_LABS_Inc	193.393	0,98%
10	Intel_Corporation	170.880	0,87%
11	Apache_Corp	156.233	0,79%
12	Constellation_Energy	144.586	0,73%
13	MARVELL_Tech_GRP	143.380	0,73%
14	PUB_SERV_ENTERP	142.389	0,72%
15	GILEAD_SCIENCES	138.530	0,70%
16	ZIMMER_HOLDING	124.406	0,63%
17	L-3_COMM_HLDGS	122.223	0,62%
18	Domtar_corp	117.638	0,60%
19	Koninhlijke_Dsm_Nv	115.915	0,59%
20	Freeport-MC_CO-B	115.111	0,58%
21	Dolby_Laboratories	111.196	0,56%
22	CISCO_SYSTEM_Inc	107.141	0,54%
23	ENI_SpA	105.689	0,54%
24	OAT_4%_25AP2013	104.130	0,53%
25	OAT_4,75%_25OT2012	104.120	0,53%
26	SHIN-ETSU_CHEMICAL	103.449	0,52%
27	OAT_5%_25AP2012	102.850	0,52%
28	Fujitsu_Ltd	98.495	0,50%
29	MINERALS_TECH	97.006	0,49%
30	Northrop_Grumman_Co	95.726	0,48%
31	The_Gap_Inc.	95.616	0,48%
32	Smith_&_Nephew_Plc	92.837	0,47%
33	IMPAX_LABS_Inc	91.740	0,46%
34	OM_Group_Inc	91.386	0,46%
35	StatoilHydro_Asa	90.862	0,46%
36	ITT_Industries	89.702	0,45%
37	Eurasian_Natural_Res	89.229	0,45%
38	Delhaize_Group	88.924	0,45%
39	AMER_EAGLE_OUTF	86.276	0,44%
40	Eli_Lilly_&_Company	86.210	0,44%
41	OAT_5%_25OT2011	85.952	0,44%
42	FirstEnergy_Corp	85.227	0,43%
43	Drax_Group_Plc	84.572	0,43%
44	COMPUTER_SCIENCES	84.572	0,43%
45	FUJI_PHOTO_FILM_CO	83.837	0,42%
46	Tessenderlo_Chemie_N	81.730	0,41%
47	Hewlett-Packard_Co	78.074	0,40%
48	RadioShack_Corp	76.804	0,39%
49	NIDEC_Corp	76.800	0,39%
50	Chesapeake_Energy_Co	75.699	0,38%

**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO INFLAZIONE +1,5%**

**Fondo Soprarno Inflazione +1,5%**  
**NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE**

Il fondo è nato il 13 agosto 2007.

La strategia di investimento, derivante dall'applicazione di un modello quantitativo, ha privilegiato la componente obbligazionaria europea. Riguardo al mercato azionario il modello quantitativo ha evidenziato una marcata sopravvalutazione di quello europeo (Dax tedesco e Ibex spagnolo principalmente, seguiti da DJ eurostoxx50 e Cac40) una leggera sopravvalutazione di quello statunitense (S&P500) ed una leggera sottovalutazione di quello giapponese (Nikkei 225) acuitasi dopo il calo delle quotazioni a seguito del terremoto occorso a inizio marzo. Pertanto, per l'esposizione azionaria si è privilegiato l'investimento in società statunitensi in primo luogo e giapponesi in secondo, in parte coperte da vendite tramite derivati degli indici azionari europei più sopravvalutati (Dax e Ibex appunto).

Sono state inserite in portafoglio azioni di società europee con bassi multipli e buona posizione finanziaria netta del tutto coperte da vendite di indice, realizzata anche tramite derivati.

In generale le scelte di *stock picking* in tutte e tre le aree hanno privilegiato azioni con alto *cash flow*, poco leverage e stabilità dei margini.

Nel corso del primo semestre del 2011, non sono state apportate modifiche di rilievo alle posizioni in essere a fine 2011 dato che il principale fattore esogeno di rischio, ossia la situazione debitoria dei paesi periferici europei, non è stata ancora affrontata in maniera netta e decisa, mentre il principale fattore endogeno, ossia la crescita del PIL mondiale, non ha mostrato segni di accelerazione ma neanche ha fornito segnali chiari e in seno opposto. La posizione lunga di *Bund* è stata progressivamente ridotta, dato l'allargamento dei tassi tra paesi core e periferici in ambito euro, a favore di titoli a breve termine (scadenza 12/18 mesi).

Relativamente alla componente valutaria, pur ritenendo l'euro sopravvalutato sia rispetto al dollaro che allo yen, esiste il rischio di un ulteriore forte apprezzamenti nel caso in cui l'evoluzione della crisi dei periferici portasse alla uscita dalla valuta unica di uno o più paesi. Data la *policy* della Sgr, tendenzialmente propensa a non assumere rischi valutari, al fine di non aumentare la quota di rischio del fondo, sono state acquistate opzioni mentre l'esposizione derivante dall'acquisto di attività in divisa è stata quasi completamente neutralizzata tramite copertura a termine.

Per il secondo semestre del 2011, crediamo verrà mantenuto l'impianto di investimento in essere a meno che evoluzione esogene sopra accennate, favoriscano un environment di investimento completamente diverso. In europa si continuerà a privilegiare l'investimento obbligazionario nella parte lunga della curva nei momenti di debolezza dei corsi obbligazionari dei paesi *core*.

Per i titoli in divisa non euro, si prevede di mantenere una copertura del rischio di cambio per non aumentare la rischiosità del fondo. In considerazione della sottovalutazione del dollaro e dello yen rispetto all'euro, verrà tendenzialmente privilegiato l'acquisto di divisa tramite strutture di derivati piuttosto che tramite acquisto diretto.

Saranno inoltre utilizzate posizioni in derivati a copertura dei rischi, a difesa del patrimonio e/o per una efficiente gestione del fondo stesso.

Nel primo semestre 2011 il risultato di gestione negativo deriva dalla impostazione strategica globale e dalle politiche di investimento, conseguenti allo stile di gestione.

In particolare hanno pesato negativamente:

- per la componente obbligazionaria, il rialzo dei tassi di interesse monetari;
- per la componente azionaria, la forza relativa mostrata dagli indici azionari tedesco e spagnolo rispetto ai titoli selezionati così come rispetto a S&P500 e Nikkei 225;
- per la componente valutaria, il rialzo dell'euro che, pur essendo il fondo tendenzialmente coperto ha visto l'effetto negativo derivato sia dalla posizione residuale esistente sia per il combinato derivante dal rafforzamento dello Yen, calo delle azioni giapponesi, immediatamente dopo il terremoto.

In particolare hanno pesato positivamente:

- l'allargamento dello *spread* a 10 anni tra Italia e Germania.

### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

	<i>Tracking Error Volatility (TEV)</i>
2010	2,440%
2009	2,890%
2008	4,750%

Il valore della *Tracking Error Volatility (TEV)* è stato calcolato come deviazione *standard* settimanale annualizzata della differenza tra la performance del fondo e quella del *benchmark*.

### **Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- la **categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle aree geografiche di riferimento, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 1.55. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa l'55%;
- il **rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

La Società adotta il metodo del VaR (*Value at Risk*) per il controllo del rischio dei fondi gestiti attivi.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un intervallo di confidenza (grado di probabilità) pari al 99% ed un *holding period* pari ad un mese.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprarno Inflazione +1,5%</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>75.821.035</b>	<b>86,79%</b>	<b>92.337.415</b>	<b>91,56%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>44.643.997</b>	<b>51,10%</b>	<b>68.059.055</b>	<b>67,49%</b>
<b>A1.1</b> titoli di Stato	30.810.558	35,27%	64.846.381	64,30%
<b>A1.2</b> altri	13.833.439	15,83%	3.212.674	3,19%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	31.177.038	35,69%	24.278.360	24,07%
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>3.557.862</b>	<b>4,07%</b>	<b>3.259.291</b>	<b>3,23%</b>
<b>C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia</b>	2.053.424	2,35%	2.043.779	2,03%
<b>C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati</b>	1.076.075	1,23%	853.731	0,85%
<b>C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati</b>	428.363	0,49%	361.781	0,36%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1. A vista</b>		0,00%		0,00%
<b>D2. Altri</b>		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>5.349.129</b>	<b>6,12%</b>	<b>3.449.875</b>	<b>3,42%</b>
<b>F1. Liquidità disponibile</b>	86.404	0,10%	3.327.300	3,30%
<b>F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare</b>	106.668.609	122,10%	70.115.171	69,52%
<b>F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare</b>	<b>-101.405.884</b>	<b>-116,07%</b>	<b>-69.992.596</b>	<b>-69,40%</b>
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>2.636.607</b>	<b>3,02%</b>	<b>1.802.694</b>	<b>1,79%</b>
<b>G1. Ratei attivi</b>	808.690	0,93%	1.532.694	1,52%
<b>G2. Risparmio di imposta</b>	121.712	0,14%	0	0,00%
<b>G3. Altre</b>	1.706.205	1,95%	270.000	0,27%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>87.364.633</b>	<b>100,00%</b>	<b>100.849.275</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>3.038.193</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	0	0
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.393.630</b>	<b>950.005</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	1.045.211	799.483
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	348.419	150.522
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>2.097.420</b>	<b>75.515</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	2.097.420	75.515
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>691.899</b>	<b>2.318.663</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	57.352	69.703
<b>N2.</b> Debiti di imposta	0	454.990
<b>N3.</b> Altre	634.547	1.793.970
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>7.221.142</b>	<b>3.344.183</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>33.905.047</b>	<b>45.669.605</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>46.238.445</b>	<b>51.835.487</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>6.237.525,998</b>	<b>8.320.315,933</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>8.441.854,792</b>	<b>9.382.092,901</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>5,436</b>	<b>5,489</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>5,477</b>	<b>5,525</b>

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	367.105,019
<b>Quote emesse Classe B</b>	1.075.717,832
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	2.449.894,954
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	2.015.955,941

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	BTP_2,35%_15ST2035IL	8.510.310	9,74%
2	EIB_3,625%_15OT2013	7.973.735	9,13%
3	BGB_4,25%_28ST2013	7.791.375	8,92%
4	OAT_3,75%_25AP2021	4.728.340	5,41%
5	OAT_8,5%_26DC2012	3.853.150	4,41%
6	NGB_6,5%_15MG2013	3.783.082	4,33%
7	IBRD_3,375%_30AP2015	3.200.032	3,66%
8	EIB_3,375%_08ST2014	2.659.672	3,04%
9	BOT_31AG2011_Sem	1.995.572	2,28%
10	Koninhlijke_Dsm_Nv	678.486	0,78%
11	ENI_SpA	621.329	0,71%
12	Apache_Corp	575.416	0,66%
13	Constellation_Energy	556.938	0,64%
14	FOREST_LABS_Inc	554.048	0,63%
15	Smith_&_Nephew_Plc	510.088	0,58%
16	L-3_COMM_HLDGS	499.783	0,57%
17	StatoilHydro_Asa	470.360	0,54%
18	Intel_Corporation	454.454	0,52%
19	Delhaize_Group	450.824	0,52%
20	Drax_Group_Plc	431.759	0,49%
21	GILEAD_SCIENCES	428.197	0,49%
22	ZIMMER_HOLDING	419.351	0,48%
23	Eli_Lilly_&_Company	400.540	0,46%
24	Lonza_Group_AG-Reg	378.305	0,43%
25	Cookson_Group_Plc	370.767	0,42%
26	Clariant_AG	370.764	0,42%
27	FirstEnergy_Corp	366.109	0,42%
28	Orion_Ojy-Class_B	363.041	0,42%
29	Northrop_Grumman_Co	362.033	0,41%
30	QLOGIC_Corp	348.846	0,40%
31	Domtar_corp	338.169	0,39%
32	Charter_Intl_Plc	330.735	0,38%
33	Logica_Plc	324.908	0,37%
34	Belgacom_SA	318.505	0,36%
35	COMPUTER_SCIENCES	315.961	0,36%
36	The_Children's_Place	306.440	0,35%
37	NEXT_PLC	288.258	0,33%
38	Nokia_Oyj_(FH	283.711	0,32%
39	Fred_Olsen_Energy_AS	281.024	0,32%
40	RWE_AG_(DE	277.586	0,32%
41	Eurasian_Natural_Res	274.008	0,31%
42	Xstrata_Plc_LN	273.221	0,31%
43	CISCO_SYSTEM_Inc	271.849	0,31%
44	Peugeot_SA	271.656	0,31%
45	MINERALS_TECH	271.068	0,31%
46	Orkla_ASA	270.021	0,31%
47	IMPAX_LABS_Inc	267.758	0,31%
48	OM_Group_Inc	265.441	0,30%
49	MARVELL_Tech_GRP	265.357	0,30%
50	ITT_Industries	260.543	0,30%



**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
SOPRARNO PRONTI TERMINE**

**Fondo Soprarno Pronti Termine**  
**NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE**

Il fondo è nato il 19 luglio 2007.

Il primo semestre 2011 è stato caratterizzato dal rialzo dei tassi monetari in area euro, unitamente al persistere della crisi dei debiti sovrani dei paesi periferici dell'area euro, prima di tutto Grecia ma anche Irlanda, Spagna ed Italia.

Gli *spread* sui rendimenti dei Titoli di Stato a massima affidabilità rispetto ai periferici si sono portati sui massimi storici.

All'inizio del mese di maggio 2010, il Comitato di gestione aveva deliberato di ridurre sensibilmente (da oltre 50% a circa il 15%) le posizioni in titoli governativi italiani in portafoglio a favore di titoli governativi tedeschi e francesi al fine di ridurre la volatilità del fondo e di salvaguardare il capitale nell'*holding period* (1 anno).

Dopo aver osservato che la crisi dei periferici in Grecia, Portogallo e Irlanda si è riflessa esclusivamente sulle scadenze superiori ai 6 mesi, è stato deciso a inizio aprile 2011 di reinserire titoli di stato italiani con scadenza inferiore a tre mesi, con copertura del rischio di mercato tramite vendita di Btp future.

Non sono state poste in essere nel periodo ulteriori operazioni degne di nota destinate alla copertura dei rischi di tasso.

Anche le operazioni su valuta sia a pronti che derivate sono state trascurabili in quanto le condizioni di mercato non presentavano più un differenziale elevato tra tassi monetari dell'area euro e tassi monetari di altre aree valutarie tale da giustificare l'investimento in valute diverse dall'euro con relativa copertura del tasso di cambio.

Nel primo semestre 2011 il risultato di gestione, moderatamente positivo, deriva dalla impostazione strategica.

**Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

	<i>Tracking Error Volatility (TEV)</i>
2010	0,570%
2009	1,390%
2008	1,360%

Il valore della *Tracking Error Volatility (TEV)* è stato calcolato come deviazione *standard* settimanale annualizzata della differenza tra la performance del fondo e quella del *benchmark*.

**Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo alla data di fine giugno 2011:

- la *duration* media del portafoglio è inferiore ai 12 mesi.
- la **categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle aree geografiche di riferimento, è escluso l'investimento in paesi non appartenenti all'Ocse;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio ed a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 1,40. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa il 40%; l'utilizzo dei derivati, inoltre deve essere compatibile con il contenimento della massima differenza negativa con il *benchmark* ad un livello non superiore a 0,40%.
- il **rischio di cambio** viene gestito attivamente con tecniche di copertura del rischio sia mediante vendita di divisa a termine sia con utilizzo di opzioni in valuta.

La Società adotta il metodo del Tracking error per il controllo del rischio del fondo.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un massimo scostamento annuo dello 0,40% rispetto al *benchmark* di riferimento.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Soprano Pronti Termine</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>28.259.469</b>	<b>98,57%</b>	<b>28.722.026</b>	<b>95,23%</b>
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>28.259.469</b>	<b>98,57%</b>	<b>28.722.026</b>	<b>95,23%</b>
<b>A1.1</b> titoli di Stato	24.574.629	85,71%	28.722.026	95,23%
<b>A1.2</b> altri	3.684.840	12,85%	0	0,00%
<b>A2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%	0	0,00%
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>97.898</b>	<b>0,34%</b>	<b>38.115</b>	<b>0,13%</b>
<b>C1.</b> Margini presso organismi di compensazione e garanzia	79.730	0,28%	38.115	0,13%
<b>C2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	18.168	0,06%	0	0,00%
<b>C3.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	
<b>D1.</b> A vista		0,00%		0,00%
<b>D2.</b> Altri		0,00%		0,00%
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>117.809</b>	<b>0,41%</b>	<b>904.888</b>	<b>3,00%</b>
<b>F1.</b> Liquidità disponibile	117.809	0,41%	1.380.916	4,58%
<b>F2.</b> Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	6.984.344	24,36%	13.568.323	44,99%
<b>F3.</b> Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-6.984.344	-24,36%	-14.044.351	-46,56%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>195.608</b>	<b>0,68%</b>	<b>496.497</b>	<b>1,65%</b>
<b>G1.</b> Ratei attivi	108.003	0,38%	485.882	1,61%
<b>G2.</b> Risparmio di imposta	0	0,00%	0	0,00%
<b>G3.</b> Altre	87.605	0,31%	10.615	0,04%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>28.670.784</b>	<b>100,00%</b>	<b>30.161.526</b>	<b>100,00%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>64.211</b>	<b>4.656</b>
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	64.211	0
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	0	4.656
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>19.528</b>	<b>0</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	19.528	0
M2. Proventi da distribuire	0	0
M3. Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>134.826</b>	<b>574.640</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	11.129	30.392
N2. Debiti di imposta	8.361	259.757
N3. Altre	115.336	284.491
N4. Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>218.565</b>	<b>579.296</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>28.452.219</b>	<b>29.582.230</b>
<b>Numero delle quote in circolazione</b>	<b>5.534.895,665</b>	<b>5.769.500,645</b>
<b>Valore unitario delle quote</b>	<b>5,141</b>	<b>5,127</b>

<b>Movimenti delle quote nel semestre</b>	
<b>Quote emesse</b>	346.480,438
<b>Quote rimborsate</b>	581.085,418

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	BOT_15LG2011_Ann	7.447.758	25,98%
2	BOT_30ST2011_Sem	6.475.937	22,59%
3	BOT_15ST2011_Ann	4.386.496	15,30%
4	BOT_29LG2011_A	4.296.268	14,98%
5	EIB_3,625%_15OT2013	3.106.650	10,84%
6	NGB_6,5%_15MG2013	907.940	3,17%
7	BTP_2,35%_15ST2035IL	810.506	2,83%
8	EIB_3,375%_08ST2014	578.190	2,02%
9	CCT_01NV2011_IND	100.032	0,35%
10	BOT_31AG2011_Sem	99.779	0,35%
11	BOT_15AG2011_Ann	49.915	0,17%

**RENDICONTO ANNUALE DI GESTIONE  
AL 30 GIUGNO 2011  
DEL FONDO  
ESSE STOCK**

## **Fondo Esse Stock**

### **NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE**

Il Fondo è nato il 24 gennaio 2011.

La strategia di investimento è orientata a cogliere il potenziale relativo di rivalutazione proprio delle attività oggetto di investimento anche qualora questo sia determinato da una marcata divergenza tra l'andamento del prezzo di mercato delle stesse e quello di indici di appartenenza. Il fondo può investire fino al 100% delle attività in azioni, non più del 30% in strumenti finanziari di natura obbligazionaria, obbligazioni convertibili e cum warrant e monetari, per una quota massima pari al 20% del totale attività in depositi bancari, e per una quota massima pari al 20% del totale attività in parti di OICR. Gli investimenti sono ripartiti tra le diverse classi di attività avendo riguardo sia della potenziale sottovalutazione delle stesse, calcolata mediante modelli di valutazione,, sia del rischio associato. Il Fondo investe principalmente in strumenti finanziari azionari denominati in qualsiasi valuta, nei mercati ufficiali o regolamentati riconosciuti dei Paesi sviluppati (Unione Europea, Svizzera, Norvegia, Nord America e Area del Pacifico: Asia e Oceania), e in emittenti societari di qualsiasi capitalizzazione, operanti in tutti i settori economici. In via residuale è prevista la possibilità di investire nei mercati dei Paesi Emergenti. È ammesso l'utilizzo dei derivati, finalizzato alla copertura dei rischi, ad una più efficiente gestione del portafoglio, nonché a finalità di investimento.

Nella fase di costruzione del portafoglio si è mirato a un'esposizione vicina al *benchmark* di riferimento per la componente azionaria, con sottopeso in USA e sovrappeso in Europa e Giappone. Nella fase iniziale non sono stati considerati investimenti in paesi emergenti e strategie "Overlay" in opzioni. A fine marzo 2011 è stata completata la composizione di portafoglio come inizialmente prevista ed è stata attivata una strategia "overlay" in opzioni, portando l'esposizione totale del fondo ad oltre il 90% così come previsto. Nel mese successivo la posizione di esposizione al rischio sui mercati azionari è stata incrementata, in presenza di andamenti negativi sui mercati e ha raggiunto il target di investimento, tenuto conto della esposizione in future. Nel mese di giugno la posizione di esposizione al rischio sui mercati azionari non ha avuto variazioni di rilievo e si è mantenuta in linea con i target di investimento.

Nel primo semestre la performance del fondo è stata pari a -6,02% per la classe A e -5,50% per la classe B.

#### **Volatilità registrata negli ultimi 3 anni dalla differenza di rendimento del fondo rispetto al *benchmark***

Il valore della *Tracking Error Volatility* (TEV) non è stato calcolato vista la durata del fondo inferiore all'anno.



**Informazioni in ordine ai rischi assunti ed alle tecniche usate per individuare, monitorare e controllare gli stessi.**

I principali rischi connessi con la partecipazione al fondo riguardano le variazioni dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio; a tal fine si riportano alcune informazioni utili ad una migliore comprensione delle caratteristiche del fondo:

- la **categoria di emittenti (*rating*)** non può essere inferiore ad *investment-grade*;
- riguardo alle **aree geografiche di riferimento**, è previsto un investimento massimo del 15% in mercati emergenti;
- l'utilizzo di **strumenti finanziari derivati** è finalizzato alla copertura dei rischi di mercato, ad una più efficiente gestione del portafoglio e a finalità di investimento, in relazione alle quali il fondo può avvalersi di una **leva finanziaria** massima pari a 2. Pertanto, in caso di utilizzo della leva massima, l'effetto sul valore della quota di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari cui il fondo è esposto attraverso strumenti derivati risulta amplificato di circa il 100%;
- riguardo al **rischio di cambio** l'esposizione in divise estere, di norma entro il limite massimo di un terzo del portafoglio, può essere incrementata o ridotta solo entro i limiti fissati dal CdA.

La Società adotta il metodo del **Tracking error** per il controllo del rischio del fondo.

La metodologia di calcolo stabilita dal Consiglio di Amministrazione prevede un limite massimo di *Tracking-Error* del 10% semi-annual.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO				
<b>Esse Stock</b>				
SITUAZIONE PATRIMONIALE				
ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2011		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>55.183.964</b>	<b>96,67%</b>		
<b>A1. Titoli di debito</b>	<b>6.073.098</b>	<b>10,64%</b>		
<b>A1.1</b> titoli di Stato	0	0,00%		
<b>A1.2</b> altri	6.073.098	10,64%		
<b>A2. Titoli di capitale</b>	49.110.866	86,03%		
<b>A3. Parti di OICR</b>	0	0,00%		
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>		
<b>B1. Titoli di debito</b>	0	0,00%		
<b>B2. Titoli di capitale</b>	0	0,00%		
<b>B3. Parti di OICR</b>	0	0,00%		
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>1.217.964</b>	<b>2,13%</b>		
<b>C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia</b>	1.217.964	2,13%		
<b>C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati</b>	0	0,00%		
<b>C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati</b>	0	0,00%		
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>	<b>0</b>			
<b>D1. Avista</b>		0,00%		
<b>D2. Altri</b>		0,00%		
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>		
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>171.098</b>	<b>0,30%</b>		
<b>F1. Liquidità disponibile</b>	77.267	0,14%		
<b>F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare</b>	3.644.436	6,38%		
<b>F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare</b>	-3.550.605	-6,22%		
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>513.560</b>	<b>0,90%</b>		
<b>G1. Ratei attivi</b>	25.273	0,04%		
<b>G2. Risparmio di imposta</b>	430.446	0,75%		
<b>G3. Altre</b>	57.841	0,10%		
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>57.086.586</b>	<b>100,00%</b>		

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	<b>599.535</b>	<b>0</b>
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	<b>128.431</b>	<b>0</b>
<b>L1.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	128.431	0
<b>L2.</b> Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
<b>M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>M1.</b> Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
<b>M2.</b> Proventi da distribuire	0	0
<b>M3.</b> Altri	0	0
<b>N. ALTRE PASSIVITA'</b>	<b>73.334</b>	<b>0</b>
<b>N1.</b> Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	66.814	0
<b>N2.</b> Debiti di imposta	3.312	0
<b>N3.</b> Altre	3.208	0
<b>N4.</b> Vendite allo scoperto	0	0
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>801.300</b>	<b>0</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe A</b>	<b>1.801.206</b>	<b>0</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO Classe B</b>	<b>54.484.080</b>	<b>0</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe A</b>	<b>383.277,476</b>	<b>0,000</b>
<b>Numero delle quote in circolazione Classe B</b>	<b>11.532.051,891</b>	<b>0,000</b>
<b>Valore unitario delle quote Classe A</b>	<b>4,699</b>	
<b>Valore unitario delle quote Classe B</b>	<b>4,725</b>	

Movimenti delle quote nel semestre	
<b>Quote emesse Classe A</b>	383.277,476
<b>Quote emesse Classe B</b>	11.532.051,891
<b>Quote rimborsate Classe A</b>	0,000
<b>Quote rimborsate Classe B</b>	0,000

**ELENCO ANALITICO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DETENUTI DAL FONDO**

N.	Denominazione titolo	Valore	Percentuale
1	B_P_Mi_Fl_29GN2015	2.353.805	4,12%
2	Altria_Group_Inc	2.010.033	3,52%
3	BPEM_Float_15MG2017	1.842.720	3,23%
4	Air_Liquide_SA	1.581.440	2,77%
5	BPIM_6,375%_31MG2021	1.355.820	2,38%
6	AIR_PRODS_&_CHEM	1.322.632	2,32%
7	Roche_Holding_AG	1.282.164	2,25%
8	Exxon_Mobil_Corp	1.238.746	2,17%
9	Citigroup_Inc	1.210.046	2,12%
10	I.B.M.	1.186.951	2,08%
11	DOW_CHEMICAL	1.170.691	2,05%
12	Unione_Banche_Ita	1.164.600	2,04%
13	ENI_SpA	1.141.700	2,00%
14	Honeywell_Intl_Inc	1.113.215	1,95%
15	General_Electric_US	1.096.132	1,92%
16	Intesa_San_Paolo_Ord	1.082.873	1,90%
17	L'Oreal_SA_FP	1.074.720	1,88%
18	Seven_&_i_holdings_c	1.039.071	1,82%
19	Wells_Fargo_&_Co	970.733	1,70%
20	TAKEDA_CHEMICAL_INDU	958.710	1,68%
21	Swiss_Reinsurance_Co	938.646	1,64%
22	Pfizer_Inc	926.451	1,62%
23	United_Tech_Corp	918.598	1,61%
24	B_Santander_SA_ES	915.745	1,60%
25	Bank_of_America_Corp	909.984	1,59%
26	Sumitomo_MITSUI_FIN	849.204	1,49%
27	CenturyTel_Inc	839.203	1,47%
28	Comcast_Co-Spec_Cl_A	838.234	1,47%
29	Cie_de_Saint-Gobain	803.790	1,41%
30	Walgreen_Co.	793.206	1,39%
31	Vodafone_Group_Plc	769.221	1,35%
32	MATSUSHITA_ELECTRIC	758.710	1,33%
33	Siemens_AG-Reg_(GY	757.600	1,33%
34	BP_Plc	736.848	1,29%
35	PepsiCo_Inc	730.956	1,28%
36	Sony_Corporation	728.430	1,28%
37	Autogrill_SpA	724.000	1,27%
38	ING_Groep_NV	679.120	1,19%
39	Unilever_NV-CVA_(NA	678.150	1,19%
40	AXA_SA	658.140	1,15%
41	Alstom_SA	637.800	1,12%
42	Royal_Dutch_Shell_NA	612.000	1,07%
43	Syngenta_AG-Reg	611.283	1,07%
44	Deutsche_BkAG-Reg	611.250	1,07%
45	Merck_&_Co_Inc	610.427	1,07%
46	Lloyds_Banking_G_PLC	597.197	1,05%
47	GlaxoSmithKline_Plc	591.214	1,04%
48	MITSUBISHI_HEAVY_IND	583.742	1,02%
49	Barclays_Bank_Plc	568.279	1,00%
50	Archer-Daniels-Midla	563.239	0,99%
51	Bayer_AG_REG_(GR	554.400	0,97%
52	Wal-Mart_Stores_Inc	551.512	0,97%
53	Tyco_Intl_Ltd	547.208	0,96%
54	Capital_One_Fin_Corp	536.255	0,94%
55	BNP_Paribas_FP	532.300	0,93%
56	Procter_&_Gamble_Co	527.807	0,92%
57	Banca__pop_Etruria_L	520.754	0,91%
58	Rio_Tinto_Plc	497.535	0,87%
59	Applied_Materials_In	495.088	0,87%
60	Carrefour_SA	453.120	0,79%
61	REXAM_PLC	381.718	0,67%
62	AMGEN_Inc	363.350	0,64%
63	McDonald's_Corp	291.704	0,51%
64	Generali	291.000	0,51%