



GESTIONE DIVERSIFICATA

CARMIGNAC

Euro-Patrimoine

Rapporto di gestione al 31 marzo 2012



F.J. Furry

Patrimonio netto globale del Fondo €437.611.273,68

NAV di Carmignac Euro-Patrimoine

€294,17

Carmignac Euro-Patrimoine registra per il primo trimestre 2012 una performance del +6,29%, a fronte del +3,52% dell'indice di riferimento, ottenendo una sovraperformance del 2,77%. Il Fondo conferma pertanto la sua capacità non solo di proteggere il capitale in presenza di mercati difficili, come quelli del 2011, ma anche di beneficiare dei recuperi di mercato in contesti più favorevoli alle azioni. La volatilità del Fondo è stata ridotta al 6,3% e resta nettamente più bassa rispetto a quella dell'indice di riferimento (8,5%) o dei mercati europei (22,5%). Il Fondo è pertanto in grado di offrire un'interessante combinazione rendimento/rischio. La sovraperformance del trimestre è frutto delle nostre tre leve principali: la flessibilità dell'esposizione ai mercati azionari, un'asset allocation settoriale basata sulle nostre convinzioni fondamentali e la qualità della selezione di titoli, sia sul fronte buy che su quello sell. La flessibilità dell'esposizione ci ha consentito innanzitutto di indicizzarci alla ripresa tecnica dei mercati europei ad inizio anno, prima di proteggere nuovamente il Fondo dal ritorno dell'avversione al rischio a fine trimestre. La nostra capacità di operare scelte settoriali attente e selezionare titoli con un forte potenziale ha avvantaggiato il portafoglio sottostante che registra, al termine di questo primo trimestre, una sovraperformance del 6,06% rispetto all'indice Eurostoxx 50.

Nella nostra relazione precedente dichiaravamo: «Il 2012 si preannuncia veicolo di opportunità, moderata da rischi non trascurabili, vale a dire un ambiente discriminante e volatile, particolarmente favorevole alla nostra strategia d'investimento fondata sulla selezione di titoli e sulla gestione dinamica del rischio di mercato». Possiamo solo constatare che ad oggi i mercati non ci hanno deluso. Pertanto, restiamo persuasi che le società capaci di offrire un eccesso di crescita o notevoli cash flows sono destinate ad essere negoziate con un premio rispetto a società simili, il cui modello economico è divenuto obsoleto o che risultano posizionate in settori suscettibili di sviluppi normativi sfavorevoli. Restiamo tuttavia molto attenti a non farci sorprendere dal rischio sistemico che, pur essendo stato allontanato a forza da massicce iniezioni di liquidità da parte delle Banche Centrali, resta molto reale in un contesto in cui la Spagna è ritornata ai tassi di disoccupazione che si registravano prima dell'ingresso del paese nell'Unione Europea e si dimostra incapace di raggiungere gli obiettivi di riduzione del debito e del disavanzo pubblico. Quindi, dopo un trimestre di performance record per quanto riguarda le azioni europee dalla fine degli anni Novanta, affrontiamo il secondo trimestre con un tasso di esposizione netto intermedio pari al 35%, moderato da un'asset allocation settoriale prudente e tale da ridurre la volatilità del portafoglio.

Portafoglio azionario

Il nostro portafoglio titoli delle telecomunicazioni, un settore che per altri versi ha pochi motivi di rallegrarsi, ha costituito il principale motore di performance nella nostra allocazione. In effetti, già da alcuni trimestri abbiamo deciso di favorire i rari titoli europei capaci di offrire una crescita rilevante degli utili. Nuovo protagonista del mercato e ago della bilancia per il settore francese della telefonia mobile, **Iliad** ha quindi beneficiato di una forte capacità di innovazione del prodotto. Forte della sua aggressiva esposizione geografica verso i paesi emergenti, **Millicom** ha, dal canto suo, sfruttato il dinamismo dei propri impianti in Sud America o in Africa. Unici rappresentanti del settore, all'interno del portafoglio, questi due titoli hanno registrato una fortissima sovraperformance, in particolare rispetto ai gruppi nati dai precedenti monopoli o oligopoli nazionali, che cercano di contrastare l'ineluttabile erosione del proprio cash flow. Di conseguenza KPN, il leader olandese delle telecomunicazioni, questo trimestre è stato costretto a ridurre il proprio dividendo.

Durante il trimestre, i titoli del settore dei consumi si sono distinti ancora una volta. L'agenzia pubblicitaria britannica **Aegis** ha registrato una buona performance grazie ai solidi risultati annuali. Per il 2012, il gruppo può contare

su ottime prospettive, derivanti dal forte coinvolgimento nella pubblicità digitale, un segmento per il quale le società di beni di consumo staniano risorse in grande crescita. **Remy Cointreau** e **LVMH**, nei settori dei beni di lusso e dell'alcool, hanno anch'esse registrato un miglioramento dei risultati, favoriti soprattutto dalla forte domanda delle classi agiate nei paesi emergenti, dove tali prodotti costituiscono un simbolo esteriore di successo. Tra i titoli più difensivi si è distinto soprattutto **Jeronimo Martins**. Sostenuta dal buon stato di salute dell'economia polacca, l'attività del gruppo beneficia dell'efficace struttura dei propri negozi il cui successo non si smentisce. Nei prossimi anni, il modello verrà replicato in Colombia.

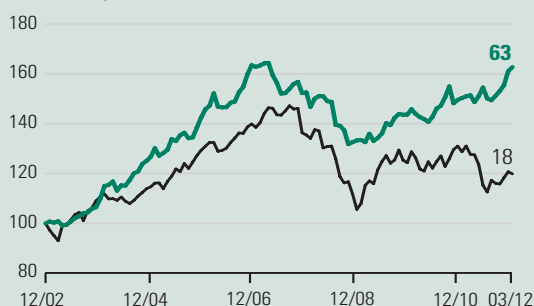
Il portafoglio energia ha contribuito ampiamente alla nostra sovraperformance, grazie alla qualità della selezione di titoli e ad un rialzo generale dei prezzi del greggio, collegato alle tensioni geopolitiche iraniane. **Golar**, leader mondiale nel trasporto del gas naturale liquido e la migliore performance dell'anno passato ha comunque risentito delle prese di profitto da parte degli investitori. Il contributo negativo di questa posizione è stato comunque ampiamente compensato dalla buona performance di titoli come **BG**, che ha beneficiato degli utili realizzati nel settore del gas liquefatto. Dal canto suo, il titolo **Afren**, società di esplorazione panafricana, ha recuperato oltre il 50% grazie alla pubblicazione di dati di produzione migliori del previsto per il suo secondo giacimento petrolifero e all'annuncio della scoperta di un nuovo giacimento in Nigeria. Dopo l'apertura di un nuovo bacino petrolifero nella Guyana francese, **Tullow Oil** ha beneficiato di un'importante scoperta in Kenya.

Il portafoglio è stato penalizzato in termini relativi dalla netta sottoponderazione nei titoli finanziari, grazie all'evidente sovraperformance della selezione titoli, ad esempio **Prudential**, assicuratore che beneficia di una significativa esposizione al mercato delle assicurazioni sulla vita in Asia, o **DNB NOR**, leader norvegese che beneficia del buon stato di salute di un'economia fortemente legata al prezzo del petrolio. La nostra esposizione ai settori dei metalli e dei materiali di base ha invece penalizzato la performance del portafoglio. **Rio Tinto** è stata quindi penalizzata dai timori degli investitori di un rallentamento dell'economia cinese superiore al previsto. La nostra posizione aurifera **Randgold** ha seguito la tendenza al ribasso delle sue omologhe statunitensi. Il gruppo è stato anche penalizzato dall'esposizione al Mali, un paese dove il rischio politico è aumentato a causa del recente colpo di Stato.

Andamento del Fondo dalla sua trasformazione

■ Carmignac Euro-Patrimoine

■ Indice di performance*



* 50% EuroStoxx 50 (Senza reinvestimento dei dividendi) + 50% Eonia capitalizzato.

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

Coperture specifiche, esposizione e prospettive

La nostra esposizione netta ai mercati azionari ha oscillato fra il 30% e un massimo del 50% durante il trimestre. In un mercato nettamente rialzista, è abbastanza logico che la maggior parte delle nostre coperture, sia specifiche sia basate su indici settoriali o generalisti, ci siano costate in termini di performance assoluta. Tali posizioni hanno comunque contribuito in misura significativa a ridurre la volatilità del Fondo. Notiamo che la tendenza rialzista di inizio anno è risultata più ampia sui titoli che nel 2011 avevano registrato la maggiore sottoperformance, ad esempio quelli delle società fortemente indebitate, i titoli delle società del settore dei servizi pubblici o ancora quelli delle società industriali o tecnologiche, notevolmente esposte al ciclo economico. Riteniamo poco salutare questa tendenza che ignora

il peggioramento dei fondamentali. Nonostante la netta ripresa, abbiamo mantenuto la maggior parte delle coperture su queste tematiche.

Non mutiamo le convinzioni di gestione che ci hanno animato all'inizio del 2012. A nostro parere, i mercati resteranno fortemente discriminanti e favoriranno le società che beneficiano di un'esposizione ai paesi emergenti, come pure quelle che offrono cash flow elevati. In un mercato trainato dalle iniezioni di liquidità e caratterizzato da tassi di riferimento estremamente bassi, restiamo ragionevolmente ottimisti e vigili nei confronti dei mercati azionari che, rispetto ai titoli di Stato, dovrebbero ritrovare il favore degli investitori. Affrontiamo il nuovo trimestre con un'esposizione netta intermedia ai mercati azionari, pari al 35%.

Performance cumulate (%)	Dal 30/12/2011	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Dalla trasformazione l'01/01/2003
Carmignac Euro-Patrimoine	6,29	6,29	8,37	8,25	21,92	-0,40	-	62,82
Indice di riferimento*	3,52	3,52	6,47	-6,90	11,06	-14,61	-	17,63
Media della categoria**	4,72	4,72	7,19	-1,17	24,13	-4,28	-	35,54
Classificazione (quartile)	1	1	2	1	3	2	-	1

* 50% EuroStoxx 50 (Senza reinvestimento dei dividendi) + 50% Eonia capitalizzato.

** Bilanciati Moderati EUR

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

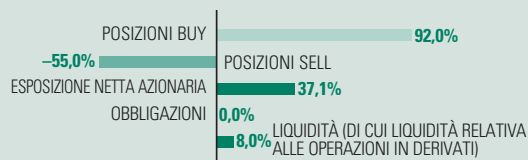
Contributo alla performance lorda trimestrale (%)

Portafoglio	Derivati Azioni e Obbligazioni	Derivati Valute	Totale
11,98	-4,90	-0,08	7,00

Statistiche (%)

	1 anno	3 anni
Volatilità del Fondo	6,32	6,08
Volatilità dell'indice	10,73	10,02
Sharpe Ratio	1,18	1,03
Beta	-0,02	0,03
Alfa	0,63	0,54

Esposizione per asset class (%)



Ripartizione settoriale (%)

	Posizioni		
	Buy	Sell	Netto
Energia	13,3	-7,8	5,5
Materiali	10,5	-5,9	4,6
Industria	9,5	-6,1	3,5
Beni voluttuari	12,9	-6,0	6,9
Beni di prima necessità	17,0	-6,0	11,0
Sanità	8,3	-4,3	4,0
Finanza	10,0	-8,3	1,7
Settore IT	2,1	-1,8	0,3
Telecomunicazioni	5,4	-3,7	1,7
Servizi di pubblica utilità	2,9	-5,2	-2,3

Portafoglio Carmignac Euro-Patrimoine al 31/03/2012

	Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% Patrimonio netto	
LIQUIDITÀ, IMPIEGHI DI TESORERIA E OPERAZIONI SU DERIVATI		34 905 307,94	7,98	
LIQUIDITÀ (DI CUI LIQUIDITÀ RELATIVA ALLE OPERAZIONI IN DERIVATI)		34 905 307,94	7,98	
POSIZIONI BUY		402 705 965,74	92,02	
AZIONI UNIONE EUROPEA		330 654 574,92	75,56	
Germania		24 455 885,00	5,59	
181 600 BEIERSDORF	Beni di prima necessità	48,93	8 884 780,00	2,03
120 200 BMW	Beni voluttuari	67,43	8 105 086,00	1,85
97 100 FRESENIUS STAMM	Sanità	76,89	7 466 019,00	1,71
Belgio		8 819 580,00	2,02	
161 000 AB INBEV SA	Beni di prima necessità	54,78	8 819 580,00	2,02
Danimarca		15 916 016,99	3,64	
153 280 NOVO NORDISK AS	Sanità	772,50	15 916 016,99	3,64
Spagna		8 920 044,00	2,04	
124 200 INDITEX	Beni voluttuari	71,82	8 920 044,00	2,04
Francia		109 025 279,79	24,91	
187 300 BUREAU VERITAS SA	Industria	66,00	12 361 800,00	2,82
130 200 DANONE	Beni di prima necessità	52,30	6 809 460,00	1,56
136 240 DASSAULT SYSTEMES	Settore IT	68,99	9 399 197,60	2,15
516 950 EDENRED	Beni voluttuari	22,56	11 662 392,00	2,67
107 250 ESSILOR SA	Sanità	66,83	7 167 517,50	1,64
93 343 ILIAD	Telecomunicazioni	103,30	9 642 331,90	2,20

Portafoglio Carmignac Euro-Patrimoine al 31/03/2012 (segue)

			Quotazioni in valute estere	Valore % Patrimonio totale (€)	netto
94 400	IMERY	Materiali	45,59	4 303 696,00	0,98
97 900	LVMH	Beni voluttuari	128,85	12 614 415,00	2,88
235 000	MAUREL & PROM	Energia	13,19	3 098 475,00	0,71
70 458	NEXITY	Beni voluttuari	23,72	1 671 263,76	0,38
102 760	REMY COINTREAU	Beni di prima necessità	76,20	7 830 312,00	1,79
70 400	UNIBAIL-RODAMCO	Finanza	149,95	10 556 480,00	2,41
152 529	ZODIAC AEROSPACE	Industria	78,07	11 907 939,03	2,72
Italia				6 243 008,00	1,43
780 376	FIAT INDUSTRIAL	Industria	8,00	6 243 008,00	1,43
Paesi Bassi				8 957 825,17	2,05
44 050	CORE LABORATORIES	Energia	131,57	4 352 075,17	0,99
150 000	EADS	Industria	30,71	4 605 750,00	1,05
Portogallo				14 074 216,98	3,22
921 389	JERONIMO MARTINS (Polonia)*	Beni di prima necessità	15,28	14 074 216,98	3,22
Regno Unito				99 950 955,06	22,84
6 100 545	AEGIS GRP	Beni voluttuari	1,85	13 526 674,86	3,09
4 912 000	AFREN (Afrika)*	Energia	1,33	7 862 028,92	1,80
1 600 700	AMLIN	Finanza	3,30	6 334 043,55	1,45
501 650	BG GROUP PLC	Energia	14,48	8 715 450,24	1,99
385 650	CRODA INTERNATIONAL	Materiali	21,06	9 744 782,53	2,23
787 500	INTERNATIONAL POWER PLC	Servizi di pubblica utilità	4,05	3 826 714,26	0,87
1 392 800	PRUDENTIAL	Finanza	7,48	12 491 667,17	2,85
104 300	RANDGOLD RESOURCES LTD (Afrika)*	Materiali	53,70	6 720 151,18	1,54
179 836	RECKITT BENCKISER	Beni di prima necessità	35,33	7 623 259,80	1,74
1 043 500	ROCKHOPPER EXPLORATION PLC	Energia	3,29	4 116 031,26	0,94
223 250	STANDARD CHARTERED	Finanza	15,60	4 178 654,99	0,95
413 817	TULLOW OIL	Energia	15,27	7 581 721,27	1,73
564 200	XSTRATA	Materiali	10,68	7 229 775,03	1,65
Svezia				25 408 832,93	5,81
165 200	MILLICOM INT'L CELLULAR	Telecomunicazioni	750,00	14 021 785,26	3,20
382 000	SWEDISH MATCH	Beni di prima necessità	263,40	11 387 047,67	2,60
Repubblica Ceca				8 882 931,00	2,03
276 500	CESKE ENERGETICKE	Servizi di pubblica utilità	798,50	8 882 931,00	2,03
AZIONI ESCL. UNIONE EUROPEA				72 051 390,82	16,46
Croazia				2 773 333,12	0,63
4 333 333	IO ADRIA	Finanza	0,64	2 773 333,12	0,63
Norvegia				29 950 267,22	6,84
777 350	DNB NOR	Finanza	73,20	7 490 951,94	1,71
220 900	GOLAR LNG	Energia	38,05	6 311 665,54	1,44
332 786	OCEAN RIG	Energia	16,90	4 223 236,01	0,97
571 000	PACIFIC DRILLING	Energia	10,12	4 339 205,53	0,99
270 000	SEADRILL	Energia	213,40	7 585 208,20	1,73
Svizzera				39 327 790,48	8,99
42 400	GEBERIT	Industria	188,90	6 654 226,73	1,52
12 218	GIVAUDAN	Materiali	870,00	8 831 188,47	2,02
189 140	NESTLE SA	Beni di prima necessità	56,80	8 925 478,34	2,04
139 800	NOVARTIS	Sanità	49,96	5 802 690,15	1,33
35 150	SYNGENTA	Materiali	312,10	9 114 206,79	2,08
VALORE DEL PORTAFOGLIO				402 705 965,74	92,02
PATRIMONIO NETTO				437 611 273,68	100,00
POSIZIONI SELL				-240 512 532,23	-54,96
Europa				-240 512 532,23	-54,96
	Energia (1 posizione)	Austria		-4 287 985,00	-0,98
	Materiali (1 posizione)	Svizzera		-2 969 148,72	-0,68
	Servizi di pubblica utilità (2 posizioni)	Germania		-4 710 470,00	-1,08
	Servizi di pubblica utilità (1 posizione)	Spagna		-2 197 766,94	-0,50
	Energia (1 posizione)	Finlandia		-2 124 050,00	-0,49
	Energia (1 posizione)	Francia		-7 418 925,00	-1,70
	Industria (2 posizioni)	Francia		-5 953 750,00	-1,36
	Beni voluttuari (3 posizioni)	Francia		-7 794 193,50	-1,78
	Beni di prima necessità (1 posizione)	Francia		-3 313 691,25	-0,76
	Sanità (1 posizione)	Francia		-1 348 024,50	-0,31
	Servizi di pubblica utilità (2 posizioni)	Francia		-5 192 626,00	-1,19
	Telecomunicazioni (1 posizione)	Italia		-4 626 885,00	-1,06
	Materiali (1 posizione)	Lussemburgo		-1 282 535,00	-0,29
	Materiali (1 posizione)	Regno Unito		-4 107 864,90	-0,94
	Settore IT (2 posizioni)	Regno Unito		-3 371 165,16	-0,77
	Beni voluttuari (1 posizione)	Svezia		-1 559 502,05	-0,36
	Indici regionali (4 posizioni)	Europa		-178 253 949,21	-40,73
ESPOSIZIONE NETTA AZIONARIA				162 193 433,51	37,06

*Sito di produzione

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.