



C. Galvis

Patrimonio netto globale del Fondo

€4.849.701.336,16

NAV di Carmignac Sécurité

€1.578,98

**C**armignac Sécurité ha registrato una performance del +2,17% nel trimestre, a fronte del +1,55% dell'indice di riferimento. Questo risultato trimestrale è interamente riconducibile alle nostre posizioni in obbligazioni societarie, un'asset class fortemente sovrappesata rispetto ai titoli di Stato nell'ambito della nostra asset allocation. Il contributo delle strategie sui tassi di interesse è stato neutro nel periodo.

Nel corso del primo trimestre l'attuazione delle operazioni LTRO da parte della BCE hanno consentito un netto miglioramento del finanziamento del settore bancario. Tale miglioramento si è tradotto in una contrazione degli spread creditizi, in una stabilizzazione dei differenziali sovrani ed in una diminuzione significativa del rischio di liquidità. Questo contesto ha determinato un deciso rialzo di alcune importanti posizioni in obbligazioni societarie del nostro portafoglio. Infatti, i disallineamenti dei prezzi dovuti alla carenza di liquidità, che avevano perturbato il mercato nel 2011 e pesato sulla performance del Fondo, sono in gran parte rientrati in questa prima parte del 2012.

Nel segmento Investment Grade, le obbligazioni bancarie sono state le principali beneficiarie della contrazione degli spread (in media pari a 117 punti base). Gli investitori hanno infatti preso atto della riduzione del fabbisogno di finanziamento del settore bancario europeo per i prossimi due anni, orizzonte che corrisponde alla scadenza delle operazioni LTRO della BCE. La liquidità accumulata dagli istituti bancari grazie a questi interventi li rende difatti meno vulnerabili al processo di deleveraging in atto.

I rendimenti delle obbligazioni emesse dalle imprese europee con il massimo rating sono rimasti stabili nel trimestre, a conferma di un contesto contrastato, caratterizzato al tempo stesso da un aumento dei rischi macroeconomici e dalla stabilizzazione degli spread sui titoli di Stato dei paesi europei periferici. A inizio anno le operazioni LTRO hanno ridotto i rendimenti dei titoli del Tesoro italiano dal 6,9% a meno del 5%. Questa distensione è stata tuttavia di breve durata, in quanto i timori per la capacità della Spagna di rispettare i propri obiettivi di riduzione del deficit di bilancio hanno creato nuove tensioni sui rendimenti sovrani. In questo contesto caratterizzato da una riduzione del rischio sistemico dopo gli interventi della BCE e dallo scarso valore offerto dai titoli di Stato, abbiamo mantenuto una duration modificata neutrale nel trimestre.

#### ■ Prospettive

Nei prossimi mesi l'andamento dei mercati sarà probabilmente determinato dall'abbondante liquidità fornita dalle banche centrali e dalle prospettive macroeconomiche incerte connesse all'incremento del differenziale di crescita tra Stati Uniti, Europa e mercati emergenti. In Europa, la BCE potrebbe mantenere invariata la propria politica di liquidità e di tassi nei prossimi trimestri alla luce della modesta crescita attesa e di un rischio di inflazione limitato. Tuttavia, dato il modesto effetto delle operazioni LTRO sull'economia reale ed il limitato credito erogato nell'eurozona, l'Istituto Centrale potrebbe essere costretto a cambiare strategia. Questo fattore continuerà ad esercitare una pressione al ribasso sui tassi di interesse, mentre la liquidità dovrebbe rimanere elevata. Un simile contesto sosterrà i mercati del credito. Il rischio connesso alle emissioni sovrane potrebbe invece aumentare. La debolezza della crescita europea costituirà infatti un indubbio ostacolo rispetto agli obiettivi di bilancio fissati dai paesi periferici. **Questo scenario ci induce a diffidare del debito pubblico dei paesi che non beneficiano di un rating AAA.**

Il nostro posizionamento è caratterizzato dal mantenimento della nostra esposizione alle obbligazioni societarie, essenzialmente nel segmento Investment Grade. La duration modificata del portafoglio resta concentrata sul segmento intermedio della curva europea (3-5 anni). Per i prossimi trimestri, in un contesto in cui la volatilità dei tassi di interesse dovrebbe restare modesta, siamo fiduciosi nella capacità del Fondo di continuare a beneficiare delle nostre strategie di gestione attiva della duration nonché del buon andamento delle nostre posizioni in obbligazioni societarie.

#### ■ Strategie sui tassi di interesse

Se l'iniziativa LTRO ha ridato fiducia ai mercati ed ha fornito un finanziamento alle banche per un periodo più lungo, non ha però ancora raggiunto il suo obiettivo principale, ossia impedire totalmente una crisi del credito nell'eurozona.

Gli ultimi sviluppi sul fronte monetario hanno dimostrato che, sebbene la crescita dell'aggregato M3 si sia attestata al 2,8% a febbraio, il tasso di espansione annua dei crediti erogati al settore privato è sceso allo 0,3% nello stesso periodo, a fronte dello 0,6% di gennaio. Nell'ipotesi

di una prosecuzione in marzo della tendenza osservata nei mesi di gennaio e febbraio, la variazione sull'anno precedente dei nuovi crediti concessi alle imprese non finanziarie si attesterebbe al -2,4% del PIL nel primo trimestre 2012, rispetto al -3,3% del quarto trimestre 2011. Questa debolezza del credito erogato al settore privato nella zona euro mette in luce i rischi macroeconomici che pesano sull'Europa. In questo contesto, alla fine del trimestre abbiamo aumentato la duration del portafoglio a circa 200 punti base, per tenere conto di una prosecuzione del rallentamento economico nell'eurozona e dei maggiori rischi che la BCE allenti ulteriormente la propria politica.

#### ■ Strategie obbligazionarie

L'esposizione alle obbligazioni societarie ha contribuito per il 2,3% alla performance del primo trimestre. Per il secondo trimestre consecutivo, gli spread creditizi hanno evidenziato una contrazione generalizzata, che ha interessato tutte le classi di rating e tutti i settori. Abbiamo approfittato in opportunisticamente del buon andamento del mercato e del miglioramento della liquidità verso la fine del trimestre per effettuare prese di profitto su singoli titoli, in particolare nei settori ciclici. La nostra esposizione complessiva alle obbligazioni societarie è stata ridotta al 44% e la componente High Yield al 7%.

I settori del consumo voluttuario, dell'industria, della finanza e quelli legati ai mercati emergenti hanno apportato i maggiori contributi alla performance. Alla luce della costante diminuzione della volatilità, l'attenzione degli investitori è tornata a focalizzarsi sui titoli con valutazioni interessanti e sugli emittenti con fondamentali solidi.

Anche dopo l'ottimo andamento di quest'anno, l'indice Merrill Lynch sugli spread creditizi delle obbligazioni europee con rating BBB (275 pb) resta nettamente superiore alla sua media decennale (171 pb) ed al livello attuale di queste emissioni negli Stati Uniti (239 pb).

Abbiamo interamente liquidato la nostra modesta posizione in obbligazioni bancarie perpetue europee. Questa decisione è coerente con la nostra analisi dello scorso trimestre, stimando che il massiccio sostegno della BCE sarebbe servito solo a ritardare le inevitabili ristrutturazioni del settore bancario. Abbiamo invece rafforzato l'esposizione ad un tema strategico: i titoli denominati in euro emessi da banche dotate di una consistente patrimonializzazione e aventi sede in paesi meno coinvolti dalla crisi del debito sovrano, quali Stati Uniti, Svizzera, Regno Unito, Australia e alcuni paesi emergenti.

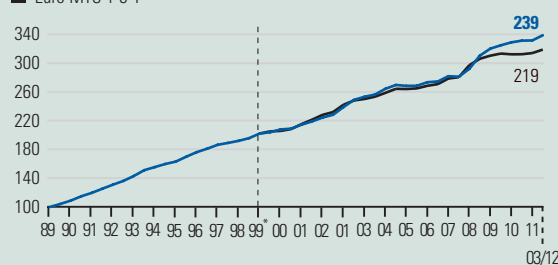
Rimaniamo convinti che, in un mondo in cui i rendimenti si assottigliano, la redditività delle società non finanziarie europee e la solidità dei loro bilanci offrano un'alternativa relativamente sicura a fronte delle difficoltà che affliggono gli Stati ed il settore bancario.

Riteniamo che le valutazioni attuali scontino un tasso di insolvenza eccessivamente elevato ed offrano spread creditizi interessanti. Continuiamo a privilegiare le società con rating BBB e una situazione patrimoniale in miglioramento, i titoli industriali High Yield a breve scadenza e le obbligazioni bancarie di istituti extra europei.

**Il rendimento medio del portafoglio è pari all'1,65% con una scadenza media di 2 anni. A titolo di confronto, il rendimento dell'indice di riferimento è dell'1,43%.**

#### Andamento del Fondo dalla sua costituzione

■ Carmignac Sécurité  
■ Euro MTS 1-3 Y



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

\* Data di creazione dell'euro e dell'indice EuroMTS a 1-3 anni

| Performance cumulate (%)                         | Dal<br>30/12/2011 | 3 mesi | 6 mesi | 1 anno | 3 anni | 5 anni | 10 anni | Dalla<br>costituzione il<br>26/01/1989 |
|--|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--|
| <b>Carmignac Sécurité</b>                        | 2,17              | 2,17   | 3,32   | 2,75   | 12,64  | 23,30  | 50,56   | 238,99                                 |
| Euro MTS 1-3 Y (con reinvestimento delle cedole) | 1,55              | 1,55   | 1,36   | 2,26   | 4,96   | 17,89  | 39,71   | -                                      |
| Media della categoria*                           | 3,49              | 3,49   | 3,76   | 5,54   | 15,44  | 19,83  | 45,28   | 244,00                                 |
| Classificazione (quartile)                       | 4                 | 4      | 3      | 4      | 3      | 2      | 2       | 2                                      |

\*Obbligazionari Diversificati EUR

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

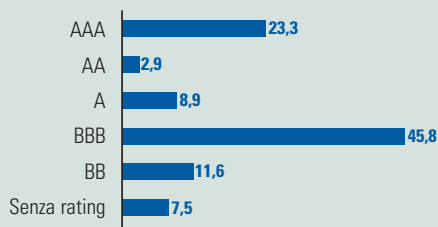
## Contributo alla performance lorda trimestrale (%)

| Portafoglio | Derivati<br>Obbligazioni | Derivati Valute | Totale |
|-------------|--------------------------|-----------------|--------|
| 2,44        | -0,02                    | 0,00            | 2,42   |

## Statistiche (%)

|                        | 1 anno | 3 anni |
|------------------------|--------|--------|
| Volatilità del Fondo   | 2,68   | 1,97   |
| Volatilità dell'indice | 2,81   | 1,92   |
| Sharpe Ratio           | 0,73   | 1,76   |
| Beta                   | 0,26   | 0,28   |
| Alfa                   | 0,17   | 0,30   |

## Ripartizione per rating (derivati esclusi) (%)

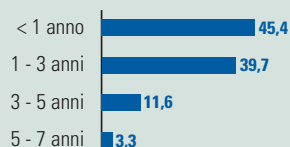


Duration modificata : 2,00

## Ripartizione settoriale (derivati esclusi) - Obbligazioni societarie (%)



## Portafoglio obbligazionario (derivati esclusi) - Ripartizione per scadenza (%)



## Portafoglio Carmignac Sécurité al 31/03/2012

|   | Quotazioni in<br>valute estere  | Valore totale (€)% Patrimonio netto |                |      |
|---|---------------------------------|-------------------------------------|----------------|------|
| <b>LIQUIDITÀ, IMPIEGHI DI TESORERIA E OPERAZIONI SU DERIVATI</b>  | <b>1 985 298 955,03</b>         | <b>40,94</b>                        |                |      |
| LIQUIDITÀ (DI CUI LIQUIDITÀ RELATIVA ALLE OPERAZIONI IN DERIVATI) | 97 322 078,36                   | 2,01                                |                |      |
| REPO  | 1 388 522 817,47                | 28,63                               |                |      |
| 50 000 000 BARCLAYS 09/05/2012                                    | Certificato di deposito in euro | 49 948 663,59                       | 1,03           |      |
| 50 000 000 BNP 09/05/2012   | Certificato di deposito in euro | 49 947 046,40                       | 1,03           |      |
| 10 000 000 COFIDIS 11/06/2012                                     | Certificato di deposito in euro | 9 984 830,11                        | 0,21           |      |
| 25 000 000 ING BANK 06/06/2012                                    | Certificato di deposito in euro | 24 958 221,13                       | 0,51           |      |
| 25 000 000 LLOYDS BANK PLC 14/05/2012                             | Certificato di deposito in euro | 24 967 691,85                       | 0,51           |      |
| 50 000 000 BANQUE PSA 17/05/2012                                  | Effetto di tesoreria in euro    | 49 931 637,78                       | 1,03           |      |
| 50 000 000 CARREFOUR 29/05/2012                                   | Effetto di tesoreria in euro    | 50 041 763,89                       | 1,03           |      |
| 30 000 000 COFIDIS 06/06/2012                                     | Effetto di tesoreria in euro    | 29 954 868,42                       | 0,62           |      |
| 50 000 000 ENEL FINANCE 09/05/2012                                | Effetto di tesoreria in euro    | 49 936 271,34                       | 1,03           |      |
| 50 000 000 ENEL SPA 14/05/2012                                    | Effetto di tesoreria in euro    | 49 929 916,99                       | 1,03           |      |
| 50 000 000 RCI 16/05/2012   | Effetto di tesoreria in euro    | 49 932 454,79                       | 1,03           |      |
| 60 000 000 REPSOL INTL 17/05/2012                                 | Effetto di tesoreria in euro    | 59 920 692,91                       | 1,24           |      |
| <b>INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI</b>                                | <b>2 864 402 381,13</b>         | <b>59,06</b>                        |                |      |
| <b>Titoli di Stato a tasso fisso - paesi sviluppati</b>           | <b>666 301 834,00</b>           | <b>13,74</b>                        |                |      |
| 100 000 000 ALLEMAGNE 1.00% 14/12/2012                            | Euro                            | 100,64                              | 100 946 010,90 | 2,08 |
| 327 500 000 BOBL 3.50% 12/04/2013                                 | Euro                            | 103,43                              | 349 928 828,60 | 7,22 |
| 200 000 000 BOBL 4.00% 11/10/2013                                 | Euro                            | 105,79                              | 215 426 994,50 | 4,44 |

## Portafoglio Carmignac Sécurité al 31/03/2012 [segue]

Quotazioni in  
valute estere

Valore totale (€)% Patrimonio netto

| Titoli di Stato a tasso fisso - paesi emergenti          |                                |                             |        | 75 242 653,91    | 1,55  |
|--|--------------------------------|-----------------------------|--------|------------------|-------|
| 30 000 000   | BCO NAC 4.125% 15/09/2017      | Euro                        | 104,61 | 32 067 191,80    | 0,66  |
| 25 000 000   | MEXIQUE 4.25% 16/06/2015       | Euro                        | 107,63 | 27 756 830,60    | 0,57  |
| 15 000 000   | ROUMANIE 5.00% 18/03/2015      | Euro                        | 102,56 | 15 418 631,51    | 0,32  |
| Obbligazioni societarie a tasso fisso - paesi sviluppati |                                |                             |        | 1 700 087 946,36 | 35,06 |
| 19 000 000   | ACCOR 6.50% 06/05/2013         | Beni voluttuari             | 105,01 | 21 078 541,86    | 0,43  |
| 7 500 000  | AIR FRANCE 4.75% 22/01/2014    | Industria                   | 100,92 | 7 640 355,33     | 0,16  |
| 17 700 000   | AIR FRANCE 6.75% 27/10/2016    | Industria                   | 104,26 | 18 976 846,08    | 0,39  |
| 28 000 000   | APRR 5.00% 12/01/2017          | Industria                   | 107,97 | 30 549 926,34    | 0,63  |
| 13 000 000   | APRR 5.125% 18/01/2018         | Industria                   | 107,87 | 14 163 787,35    | 0,29  |
| 26 900 000   | APRR 7.50% 12/01/2015          | Industria                   | 113,78 | 31 063 533,49    | 0,64  |
| 45 912 000   | ARCELORMITTAL 8.25% 03/06/2013 | Materiali                   | 106,79 | 52 193 928,22    | 1,08  |
| 95 600   | AXA 2.50% 01/01/2014           | Finanza                     | 225,55 | 21 562 580,00    | 0,44  |
| 52 388 000   | BACARDI 7.75% 09/04/2014       | Beni di prima necessità     | 111,58 | 62 458 087,20    | 1,29  |
| 15 000 000   | BANK OF AM 4.00% 23/03/2015    | Finanza                     | 102,72 | 15 428 326,03    | 0,32  |
| 35 000 000   | BARCLAYS 3.50% 18/03/2015      | Finanza                     | 103,90 | 36 422 404,79    | 0,75  |
| 13 000 000   | BG ENERGY 3.375% 15/07/2013    | Energia                     | 102,77 | 13 676 445,41    | 0,28  |
| 26 171 000   | CAMPARI 5.375% 14/10/2016      | Beni di prima necessità     | 105,06 | 28 160 425,75    | 0,58  |
| 20 000 000   | CITIGROUP 3.95% 10/10/2013     | Finanza                     | 102,64 | 20 909 649,18    | 0,43  |
| 20 000 000   | CREDIT SUI. 6.375% 07/06/2013  | Finanza                     | 104,77 | 22 005 049,18    | 0,45  |
| 6 114 000  | CRH FIN 7.375% 28/05/2014      | Materiali                   | 111,51 | 7 201 857,00     | 0,15  |
| 19 450 000   | ELIA 4.5% 22/04/2013           | Servizi di pubblica utilità | 103,20 | 20 904 604,92    | 0,43  |
| 28 900 000   | ELSEVIER 6.50% 02/04/2013      | Beni voluttuari             | 104,90 | 30 324 948,15    | 0,63  |
| 22 400 000   | ERICSSON 5.00% 24/06/2013      | Telecomunicazioni           | 104,33 | 24 240 931,15    | 0,50  |
| 32 000 000   | FCE BANK 7.125% 15/01/2013     | Beni voluttuari             | 103,80 | 33 713 080,66    | 0,70  |
| 18 800 000   | FGA CAPITAL 4.00% 28/03/2013   | Industria                   | 100,87 | 18 977 981,92    | 0,39  |
| 22 000 000   | FGA CAPITAL 5.25% 28/02/2014   | Beni voluttuari             | 102,93 | 22 757 986,56    | 0,47  |
| 30 000 000   | FIAT 5.25% 11/03/2015          | Industria                   | 100,41 | 30 227 461,64    | 0,62  |
| 30 000 000   | FIAT 7.00% 23/03/2017          | Beni voluttuari             | 99,60  | 29 948 441,10    | 0,62  |
| 13 500 000   | FIAT 7.625% 15/09/2014         | Beni voluttuari             | 104,48 | 14 672 655,00    | 0,30  |
| 41 253 000   | FIAT 9.00% 30/07/2012          | Beni voluttuari             | 102,04 | 44 621 287,16    | 0,92  |
| 11 000 000   | FONCIERE LY. 4.625% 25/05/2016 | Finanza                     | 102,49 | 11 712 198,61    | 0,24  |
| 19 000 000   | FRANS 4.575% 20/07/2013        | Industria                   | 99,98  | 19 611 325,00    | 0,40  |
| 33 700 000   | GAS NATURAL 5.25% 09/07/2014   | Servizi di pubblica utilità | 105,27 | 36 779 826,43    | 0,76  |
| 27 650 000   | GLENCORE 5.25% 11/10/2013      | Materiali                   | 105,10 | 29 758 199,18    | 0,61  |
| 14 809 000   | HEIDELBER 7.50% 31/10/2014     | Materiali                   | 109,68 | 16 717 929,46    | 0,34  |
| 15 000 000   | ILIAD 4.875% 01/06/2016        | Telecomunicazioni           | 104,41 | 16 276 718,85    | 0,34  |
| 16 000 000   | INBEV NV 7.375% 30/01/2013     | Beni di prima necessità     | 105,06 | 17 018 362,84    | 0,35  |
| 13 500 000   | JP MORGAN 5.25% 08/05/2013     | Finanza                     | 104,07 | 14 692 764,84    | 0,30  |
| 9 200 000  | KONINKLI 6.25% 16/09/2013      | Telecomunicazioni           | 106,91 | 10 151 774,69    | 0,21  |
| 24 500 000   | LAFARGE 7.625% 27/05/2014      | Materiali                   | 110,74 | 28 991 541,49    | 0,60  |
| 7 500 000  | LUXOTTICA 3.625% 19/03/2019    | Beni voluttuari             | 101,57 | 7 629 817,81     | 0,16  |
| 13 956 000   | MAN AG 5.375% 20/05/2013       | Industria                   | 104,72 | 15 270 718,50    | 0,31  |
| 30 000 000   | MERCIALYS 4.125% 26/03/2019    | Finanza                     | 100,49 | 30 186 484,93    | 0,62  |
| 16 000 000   | MERCK FIN 4.875% 27/09/2013    | Sanità                      | 105,18 | 17 233 078,03    | 0,36  |
| 27 000 000   | MERRILL 4.875% 30/05/2014      | Finanza                     | 103,87 | 29 159 756,56    | 0,60  |

## Portafoglio Carmignac Sécurité al 31/03/2012 (segue)

|   |  |                         | Quotazioni in<br>valute estere | Valore totale (€)% Patrimonio netto |               |
|---|--|-------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|---------------|
| 17 932 000  | METRO AG 9.375% 28/11/2013             | Beni di prima necessità | 112,77                         | 20 810 388,79                       | 0,43          |
| 10 000 000  | NEW WORLD 7.875% 01/05/2018            | Materiali               | 101,94                         | 10 528 187,50                       | 0,22          |
| 5 000 000   | PEUGEOT 3.625% 17/09/2013              | Beni voluttuari         | 101,57                         | 5 177 293,72                        | 0,11          |
| 74 000 000  | PEUGEOT 4.00% 28/10/2013               | Beni voluttuari         | 101,75                         | 76 583 861,64                       | 1,58          |
| 45 000 000  | PIRELLI 5.125% 22/02/2016              | Beni voluttuari         | 103,20                         | 46 705 551,64                       | 0,96          |
| 37 052 000  | PPR 4.00% 29/01/2013                   | Beni voluttuari         | 102,16                         | 38 119 213,01                       | 0,79          |
| 39 000 000  | PRYSMIAN 5.25% 09/04/2015              | Industria               | 103,59                         | 42 418 068,69                       | 0,87          |
| 20 600 000  | RALLYE 5.875%24/03/2014                | Beni di prima necessità | 104,78                         | 21 621 771,29                       | 0,45          |
| 13 000 000  | RALLYE 8.375% 20/01/2015               | Beni di prima necessità | 110,53                         | 14 592 004,51                       | 0,30          |
| 20 000 000  | RBS 4.375% 10/02/2015                  | Finanza                 | 102,80                         | 20 689 698,36                       | 0,43          |
| 10 000 000  | RENAULT 3.25% 17/01/2014               | Beni voluttuari         | 101,75                         | 10 243 962,30                       | 0,21          |
| 30 000 000  | RENAULT 3.75% 07/07/2014               | Beni voluttuari         | 102,85                         | 31 711 740,92                       | 0,65          |
| 38 714 000  | REXAM 4.375% 15/03/2013                | Materiali               | 102,21                         | 39 661 612,65                       | 0,82          |
| 11 000 000  | REXEL 8.25% 15/12/2016                 | Industria               | 109,41                         | 12 309 870,83                       | 0,25          |
| 12 500 000  | ST GOBAIN 6.00% 20/05/2013             | Materiali               | 104,98                         | 13 777 737,70                       | 0,28          |
| 17 871 000  | ST GOBAIN 8.25% 28/07/2014             | Materiali               | 114,56                         | 21 484 299,40                       | 0,44          |
| 35 334 000  | SWISS RE 6.00% 18/05/2012              | Finanza                 | 100,62                         | 37 417 535,92                       | 0,77          |
| 10 000 000  | TELEFONICA 5.58% 12/06/2013            | Telecomunicazioni       | 104,09                         | 10 861 403,28                       | 0,22          |
| 14 000 000  | THYSSENKRUPP 4.375% 28/02/2017         | Materiali               | 102,58                         | 14 421 025,90                       | 0,30          |
| 10 000 000  | UBS 6.25% 03/09/2013                   | Finanza                 | 106,41                         | 11 005 937,16                       | 0,23          |
| 20 000 000  | VALEO 5.75% 19/01/2017                 | Beni voluttuari         | 109,24                         | 22 086 997,81                       | 0,46          |
| 10 950 000  | VESTAS 4.625% 23/03/2015               | Industria               | 88,21                          | 9 675 097,50                        | 0,20          |
| 11 750 000  | VIVENDI 4.50% 03/10/2013               | Beni voluttuari         | 104,48                         | 12 541 867,17                       | 0,26          |
| 14 000 000  | WENDEL 4.875% 04/11/2014               | Industria               | 102,42                         | 14 621 822,62                       | 0,30          |
| 31 200 000  | WENDEL 4.875% 21/09/2015               | Industria               | 100,54                         | 32 183 628,59                       | 0,66          |
| 21 500 000  | WENDEL 4.875% 26/05/2016               | Industria               | 99,33                          | 22 254 516,07                       | 0,46          |
| 40 000 000  | WESTPAC BK 6.50% 24/06/2013            | Finanza                 | 106,33                         | 44 558 190,16                       | 0,92          |
| 33 312 000  | WPP 5.25% 30/01/2015                   | Beni voluttuari         | 109,26                         | 36 706 618,40                       | 0,76          |
| 24 700 000  | WPP GROUP 6.625% 12/05/2016            | Beni voluttuari         | 116,52                         | 30 246 424,14                       | 0,62          |
| <b>Obbligazioni societarie a tasso variabile - paesi sviluppati</b> |  |                         |                                | <b>48 287 848,91</b>                | <b>1,00</b>   |
| 30 000 000  | BPCE TV 20/07/12                       | Finanza                 | 100,12                         | 30 139 375,00                       | 0,62          |
| 10 000 000  | CITIGROUP TV 28/06/2013                | Finanza                 | 99,12                          | 9 913 566,67                        | 0,20          |
| 8 588 000   | MERRILL TV 31/01/2014                  | Finanza                 | 95,64                          | 8 234 907,24                        | 0,17          |
| <b>Obbligazioni societarie a tasso fisso - paesi emergenti</b>      |  |                         |                                | <b>374 482 097,95</b>               | <b>7,72</b>   |
| 40 000 000  | BCO BRASIL 4.50% 20/01/2016 (Brasile)  | Finanza                 | 103,52                         | 41 775 652,46                       | 0,86          |
| 39 140 000  | GAZPROM 4.56% 09/12/2012 (Russia)      | Energia                 | 102,03                         | 40 503 130,70                       | 0,84          |
| 33 787 000  | GAZPROM 5.875% 01/06/2015 (Russia)     | Energia                 | 107,59                         | 38 022 534,63                       | 0,78          |
| 28 679 000  | GAZPROM 8.125% 01/06/2015 (Russia)     | Energia                 | 113,36                         | 32 892 796,07                       | 0,68          |
| 16 000 000  | PEMEX 6.25% 05/08/2013 (Messico)       | Energia                 | 106,31                         | 17 673 374,43                       | 0,36          |
| 39 100 000  | PEMEX 6.375% 05/08/2016 (Messico)      | Energia                 | 113,81                         | 46 154 649,55                       | 0,95          |
| 50 000 000  | STATE BK INDIA 4.5% 30/11/2015 (India) | Finanza                 | 101,09                         | 51 320 590,16                       | 1,06          |
| 26 000 000  | TELEMAR 5.125% 15/12/2017 (Brasile)    | Telecomunicazioni       | 104,52                         | 27 579 838,85                       | 0,57          |
| 29 000 000  | TPSA 6.00% 22/05/2014 (Polonia)        | Telecomunicazioni       | 108,70                         | 33 035 673,28                       | 0,68          |
| 40 670 000  | VOTORANTIM 5.25% 28/04/2017 (Brasile)  | Industria               | 107,03                         | 45 523 857,82                       | 0,94          |
| <b>VALORE DEL PORTAFOGLIO</b>                                       |  |                         |                                | <b>2 864 402 381,13</b>             | <b>59,06</b>  |
| <b>PATRIMONIO NETTO</b>   |  |                         |                                | <b>4 849 701 336,16</b>             | <b>100,00</b> |