



RELAZIONE SEMESTRALE AL 30.06.2011

SCUDO SVILUPPO EURO

SCUDO OBBLIGAZIONARIO EURO

SCUDO OBBLIGAZIONARIO DOLLARO

SCUDO OBBLIGAZIONARIO GLOBALE

SCUDO FLESSIBILE 100

INFINITO FLESSIBILE 100

SCUDO AZIONARIO EUROPA

SCUDO AZIONARIO AMERICA

SCUDO AZIONARIO PAESI ASIATICI

SCUDO AZIONARIO PAESI EMERGENTI

La presente relazione è stata redatta in conformità alla normativa vigente in materia di servizi di investimento collettivo nella Repubblica di San Marino, Regolamento n. 2006-03 e alle successive e correnti disposizioni emanate dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino.

I prospetti contabili sono redatti nella valuta di denominazione dei singoli fondi e sono stati posti a confronto con i dati relativi al rendiconto precedente.

Sommario

NOTA ILLUSTRATIVA ALLA RELAZIONE SEMESTRALE	3
SCUDO SVILUPPO EURO.....	6
SCUDO OBBLIGAZIONARIO EURO	10
SCUDO OBBLIGAZIONARIO DOLLARO.....	14
SCUDO OBBLIGAZIONARIO GLOBALE	18
SCUDO FLESSIBILE 100	21
INFINITO FLESSIBILE 100	25
SCUDO AZIONARIO EUROPA.....	29
SCUDO AZIONARIO AMERICA	33
SCUDO AZIONARIO PAESI ASIATICI	37
SCUDO AZIONARIO PAESI EMERGENTI	41

Andamento dei mercati

Nella prima parte del 2011 l'economia mondiale ha rallentato, nonostante un'espansione ancora robusta nei paesi emergenti; la decelerazione riflette l'indebolimento in alcuni dei principali paesi avanzati. Fra questi, la contrazione dell'attività in Giappone e il rallentamento negli Stati Uniti hanno più che compensato il rafforzamento nell'area dell'euro e il ritorno alla crescita nel Regno Unito.

In base alle proiezioni più aggiornate del Fondo Monetario Internazionale, la crescita del prodotto mondiale rallenterebbe al 4,3% nella media di quest'anno (5,1% nel 2010), accelerando leggermente nel prossimo (4,5%). Viene confermata l'eterogeneità della ripresa: nei paesi avanzati, la crescita del PIL si attesterebbe al 2,2%, contro il 6,6% in quelli emergenti.

Tra i primi, i principali elementi di rischio derivano dalla persistente debolezza del mercato del lavoro e del mercato immobiliare negli Stati Uniti, nonché dalle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro. Nei paesi emergenti i timori sono legati ai rischi di surriscaldamento dell'economia e al possibile innesco di spirali inflazionistiche.

Nei mesi più recenti le tensioni sulle quotazioni delle materie prime si sono attenuate, in connessione con il rallentamento dell'economia mondiale.

Nel primo trimestre di quest'anno il PIL dell'area euro è cresciuto dello 0,8% sul periodo precedente, dopo il modesto incremento registrato alla fine del 2010. E' rimasta ampia l'eterogeneità fra i maggiori paesi: in Germania il prodotto interno lordo ha segnato un'espansione quasi doppia rispetto all'area; l'incremento è stato dello 0,9% in Francia e appena positivo in Italia (0,1%). Gli indicatori congiunturali prefigurano nel secondo trimestre un ritorno della crescita su ritmi più contenuti.

A più di un anno dallo scoppio della crisi del debito nella zona euro, la situazione resta estremamente critica e per la Grecia si è assistito ad un marcato peggioramento, nonostante le misure di sostegno messe in atto.

La minaccia del contagio, con effetti destabilizzanti per i mercati, resta dunque ben presente, alla luce anche del peggioramento delle cifre del debito pubblico dell'area. A tenere alta la pressione sul debito sono state in primis le agenzie di rating che con le comunicazioni di downgrade a più riprese negli ultimi mesi ai danni di banche e paesi, hanno provocato diversi movimenti di panico, soprattutto nel mercato del reddito fisso, dove assistiamo ad una forte divaricazione tra i rendimenti dei titoli di stato.

Finora il varo di riforme per restituire stabilità all'euro (rafforzamento del patto di stabilità) e di strutture destinate al sostegno finanziario dei paesi in difficoltà non hanno fornito misure risolutive.

La crisi del debito è diventata inoltre per diversi paesi una crisi della crescita. Infatti, come precedentemente riportato, mentre la Germania resta saldamente al timone della locomotiva economica europea affiancata dalla Francia, i paesi più periferici, attanagliati da una crisi del debito che al momento non presenta molte vie d'uscita, arrancano sotto il peso anche di misure di austerità.

In questa situazione la BCE si è mossa con grande prudenza, mantenendo una politica monetaria espansiva, salvo poi effettuare in aprile un primo ritocco al rialzo del tasso di riferimento (dall'1% all'1,25%) per tamponare gli effetti di eventuali eccessive pressioni sui prezzi nell'immediato futuro, seguito da analogo rialzo nella prima settimana di luglio. Sotto la spinta del rincaro dei

prodotti energetici, l'inflazione nell'area dell'euro ha infatti superato la soglia del 2% per raggiungere il 2,7% in giugno, accanto ad un core rate inferiore al 2%.

La dilatazione di deficit e debiti pubblici riguarda molti paesi occidentali e non, primo fra tutti gli USA, dove nel mese di luglio, con un accordo in extremis, si chiudeva al Congresso una importante battaglia sul bilancio federale per l'anno in corso, mentre ne era già iniziata un'altra per l'innalzamento del tetto del debito pubblico. In aprile l'agenzia di rating Standard & Poor's ha abbassato l'outlook del debito sovrano da stabile a negativo, una mossa che potrebbe essere foriera di un vero e proprio downgrade entro i prossimi 3 anni. Nel primo trimestre del 2011 il PIL negli Stati Uniti ha decelerato allo 0,4% in ragione d'anno, un ritmo inferiore alle attese degli analisti. Dopo la riduzione in avvio d'anno, il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti è tornato ad aumentare, portandosi in giugno al 9,2%.

In Giappone gli effetti economici del recente terremoto si sono rivelati peggiori del previsto; nei primi tre mesi del 2011 il PIL si è contratto del 3,5% in ragione d'anno. Le informazioni congiunturali più recenti prefigurano una nuova contrazione nel secondo trimestre.

Nuove misure di restrizione del credito sono state recentemente varate in Cina, dove la forte crescita economica rischia di provocare pericolosi surriscaldamenti in settori come quello immobiliare e dove la pressione inflazionistica è andata man mano aumentando, con l'indice dei prezzi al consumo superiore al 5% su base annua da alcuni mesi. Dallo scorso anno seconda potenza mondiale, in termini di valore complessivo del PIL, e, nonostante le parziali frenate provocate dalle restrittive manovre monetarie, anche per l'anno in corso le prospettive di crescita restano elevate, con il PIL che dovrebbe aumentare più del 9%.

Una ulteriore conferma di come il baricentro della crescita mondiale si sia spostato verso i paesi emergenti, in particolare asiatici.

Nell'ultimo periodo del semestre 2011 i mercati azionari hanno attraversato una fase correttiva. A fisiologiche prese di profitto, derivanti dai massimi fatti registrare nel mese di aprile, dopo aver recuperato le perdite causate dal terremoto di marzo in Giappone, ha fatto seguito l'aumento dell'incertezza sul comportamento degli operatori, avvicinandosi il termine del programma americano di *quantitative easing*. Infine, nelle ultime settimane, sono tornati alla ribalta i problemi dell'eurozona, con diffusi timori sull'eventuale ristrutturazione del debito pubblico greco.

Tuttavia i mercati azionari, dopo le recenti ed ampie correzioni, restano tuttora influenzati da un contesto di fondo favorevole, contrassegnato da tassi bassi ed ampia liquidità. Vi sono, inoltre, fattori di sostegno sul piano dei fondamentali, quali valutazioni non eccessive (price/earning) e dividendi attrattivi.

In termini relativi sono da privilegiare a nostro avviso il mercato statunitense ed i mercati emergenti. Nel primo caso per la continuazione di una politica monetaria decisamente espansiva da parte della Federal Reserve. Nel secondo caso perché i mercati emergenti hanno già inglobato nei corsi il possibile rallentamento economico dovuto alle politiche monetarie restrittive avviate ormai da mesi.

L'azionario europeo, dal canto suo, non risulta attrattivo a causa di una crescita economica debole, di politiche fiscali improntate all'austerità, del rischio insito nei paesi periferici dell'Unione europea e dell'avvio di una fase di graduale rialzo dei tassi da parte della BCE.

Con ottica previsionale, il progressivo venir meno delle condizioni estremamente favorevoli (riduzione del tasso di crescita degli utili societari ed orientamento verso politiche monetarie più restrittive) ci far ritenere che, nei prossimi mesi, i mercati continueranno ad essere soggetti ad una forte volatilità.

Con riferimento all'obbligazionario, nell'eurozona sotto i riflettori resterà sempre la crisi del debito pubblico che, lontana dal trovare una soluzione, sembra via via aggravarsi.

Al di là dei paesi periferici dell'Unione europea, il mercato obbligazionario si presenta poco attrattivo, con rendimenti tuttora decisamente compressi sia in termini assoluti che nel raffronto storico.

Per i prossimi mesi ci attendiamo un graduale rialzo degli stessi, in particolare sulla parte medio-lunga della curva. Pertanto, riteniamo, ancora opportuno mantenere il posizionamento sulla parte breve della curva (entro 3 anni).

Anche i premi sui CDS delle obbligazioni societarie sono aumentati: quelli sui titoli denominati in euro si sono attestati a 1,7 punti percentuali per le obbligazioni con merito di credito più elevato (BBB) e a 6,1 punti per quelle giudicate più rischiose (high yield). Per i corrispondenti titoli denominati in dollari, i premi si sono collocati a circa 1,87 e 5,6 punti percentuali, leggermente al di sotto dei livelli osservati alla fine del 2007.

Nei paesi emergenti le condizioni finanziarie sono rimaste nel complesso distese. Dal mese di maggio, tuttavia, la ricomposizione dei portafogli internazionali in favore di titoli meno rischiosi e le attese di ulteriori aumenti dei tassi di riferimento hanno determinato una riduzione degli afflussi di capitale nel comparto azionario ed un indebolimento dei corsi. Per contro, le tensioni sui titoli di Stato di alcuni paesi dell'area euro non si sono ripercosse in maniera significativa sul debito dei paesi emergenti.

Nel secondo trimestre è cessata la fase di rafforzamento dell'euro nei confronti delle principali valute. La spinta all'apprezzamento derivante dall'accresciuta redditività delle attività a breve termine denominate in euro è stata contrastata dall'acuirsi delle tensioni sul mercato dei titoli sovrani di alcuni Stati membri. L'accresciuta avversione al rischio si è riflessa in un forte apprezzamento dell'oro e del franco svizzero nei confronti di tutte le principali valute.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

Il fondo ha mantenuto nel semestre una durata finanziaria media molto breve. In un contesto caratterizzato da un possibile graduale rialzo dei tassi e da un mercato obbligazionario poco attrattivo e volatile, si è preferito investire in operazioni monetarie di durata brevissima e riferite principalmente ed emittenti della Repubblica di San Marino, con una componente di titoli non quotati pari al 33%. L'esposizione nei confronti della Grecia risulta inferiore al 4% del totale delle attività, rappresentata da titoli governativi con scadenza 20/08/2011.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni	1.265.000
Decrementi	Rimborsi	0
	Raccolta netta del periodo	1.265.000

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

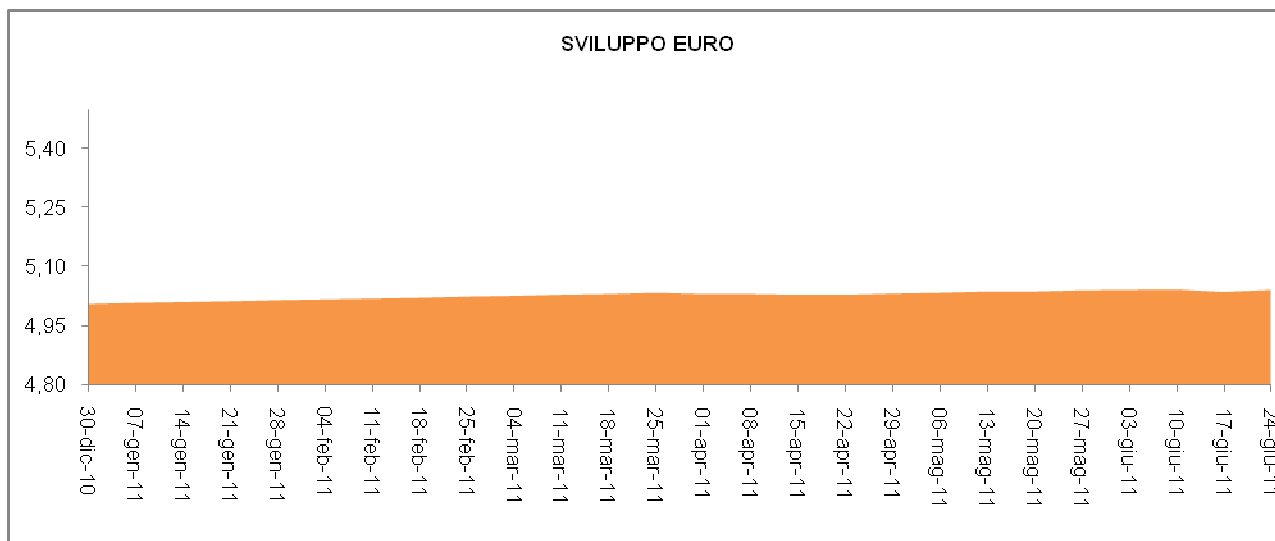
ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	2.405.699	45,81%	2.878.000	72,95%
A.1. Strumenti finanziari quotati	675.299	12,86%	0	0,00%
A.1.1.: Titoli di debito	675.299	12,86%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	1.730.400	32,95%	2.878.000	72,95%
A.2.1.: Titoli di debito	1.730.400	32,95%	2.878.000	72,95%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	1.850.250	35,23%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	700.000	13,33%	950.000	24,08%
C.1: A vista	0	0,00%	950.000	24,08%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	265.696	5,06%	30.287	0,77%
D.1: Liquidità disponibile	265.696	5,06%	30.287	0,77%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	29.549	0,56%	87.093	2,21%
TOTALE ATTIVITA'	5.251.194	100,00%	3.945.380	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	12.455	2.556
TOTALE PASSIVITÀ	12.455	2.556
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	5.238.739	3.942.824
Numero delle quote in circolazione	1.039.420,288	787.924,830
Valore unitario delle quote	5,040	5,004
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	251.495,458
n. quote rimborsate	0

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari allo 0,719%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	1.500.000	Euro	SM000A1AV583	Titolo di debito	Banca Partner 4 % 01/04/2015	1.500.000	28,56%
2	500.000	Euro	XS0254147480	Titolo di debito	Europcar tv % 15/05/2013	492.500	9,38%
3	240.000	Euro	XS0214120825	Titolo di debito strutturato	Depfa Bk tv % 09/03/2015	230.400	4,39%
4	190.000	Euro	GR0114019442	Titolo di debito	Hellenic Rep 3,9% 20/08/2011	182.799	3,48%
Totale primi 20 strumenti finanziari						2.405.699	45,81%
Pronti contro termine ¹						1.850.250	35,23%

Depositi bancari

Alla data di riferimento della presente relazione risulta in essere un'operazione di deposito vincolato a breve termine, per un controvalore pari ad Euro 700.000, con Banca Partner S.p.A., Banca Depositaria del fondo.

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

La durata finanziaria del fondo è stata mantenuta tendenzialmente inferiore a quella prevista dal regolamento (2 anni) nel corso del semestre, con una componente marginale di titoli non quotati e privi di rating. Tale scelta trova le motivazioni nella crisi del debito pubblico dell'eurozona e nella possibilità che nei prossimi mesi potremmo assistere ad un graduale rialzo della curva dei tassi. Per quanto concerne i titoli non quotati e privi di rating, si precisa che trattasi di strumenti finanziari emessi dalla nostra Banca Depositaria. L'esposizione verso i titoli greci risulta inferiore all'1% del fondo.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni	2.218.000
Decrementi	Rimborsi	1.193.826
	Raccolta netta del periodo	1.024.174

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	7.554.313	53,93%	11.449.333	88,91%
A.1. Strumenti finanziari quotati	5.946.313	42,45%	841.333	6,53%
A.1.1.: Titoli di debito	5.946.313	42,45%	841.333	6,53%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	1.600.000	11,42%	10.600.000	82,31%
A.2.1.: Titoli di debito	1.600.000	11,42%	10.600.000	82,31%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	8.000	0,06%	8.000	0,06%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	8.000	0,06%	8.000	0,06%
B. CREDITI	5.900.075	42,12%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	1.000.000	7,77%
C.1: A vista	0	0,00%	1.000.000	7,77%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	403.094	2,88%	121.806	0,95%
D.1: Liquidità disponibile	1.282.564	9,16%	121.806	0,95%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-879.470	-6,28%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	150.941	1,08%	306.930	2,38%
TOTALE ATTIVITA'	14.008.423	100,00%	12.878.069	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

SCUDO OBBLIGAZIONARIO EURO**(EURO)**

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	44.240	46.703
TOTALE PASSIVITÀ	44.240	46.703
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	13.964.183	12.831.366
Numero delle quote in circolazione	2.327.259,932	2.157.596,639
Valore unitario delle quote	6,000	5,947
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	369.897,032
n. quote rimborsate	200.233,739

SCUDO OBBLIGAZIONARIO EURO

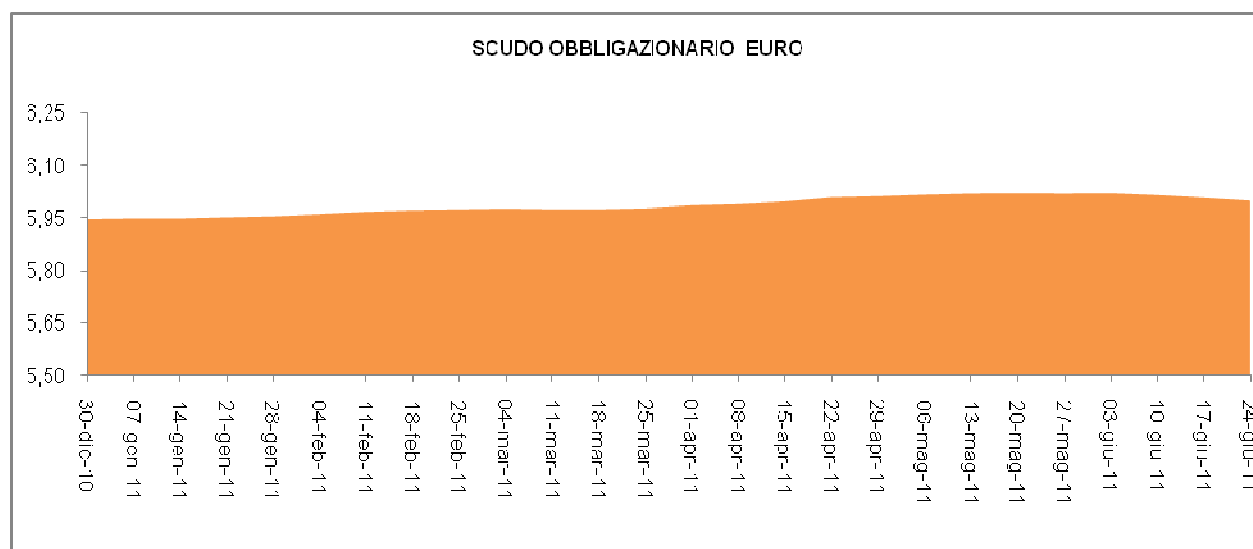
(EURO)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari allo 0,891%.

L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	1.600.000	Euro	SM000A1AV583	Titolo di debito	Banca Partner 4% 01/04/2015	1.600.000	11,42%
2	1.400.000	Euro	XS0228191606	Titolo di debito strutturato	Eib tv % 16/09/2030	1.382.500	9,87%
3	750.000	Euro	XS0613002368	Titolo di debito	Fiat Fin 6,375 % 01/04/2016	745.875	5,32%
4	750.000	Euro	XS0305093311	Titolo di debito	Fiat Fin 5,625 % 12/06/2017	743.700	5,31%
5	700.000	Euro	XS0550541691	Titolo di debito	Lloyds 3,375 % 20/04/2015	679.560	4,85%
6	500.000	Euro	XS0267827169	Titolo di debito	Bac tv% 14/09/2018	420.000	3,00%
7	500.000	Euro	XS0205937336	Titolo di debito	Barclays tv % 29/12/2049	403.020	2,88%
8	500.000	Euro	XS0253262025	Titolo di debito	Rzb tv % 29/05/2049	366.000	2,61%
9	250.000	Euro	XS0270800815	Titolo di debito	Morgan S 4,375 % 12/10/2016	246.358	1,76%
10	250.000	Euro	DE000A0E82Y0	Titolo di debito strutturato	Kfw tv % 10/08/2030	236.250	1,69%
11	250.000	Euro	XS0250971222	Titolo di debito	Morgan S tv % 13/04/2016	231.135	1,65%
12	250.000	Euro	XS0409952347	Titolo di debito	Deutsche Bk 16/04/2015	204.257	1,46%
13	200.000	Euro	XS0438753294	Titolo di debito	Etega 3,875 % 07/10/2016	125.000	0,89%
14	650.000	Euro	XS0282937985	Titolo di debito	Lehman Brothers 05/02/2014	65.000	0,46%
15	500.000	Euro	XS0272543900	Titolo di debito	Lehman Brothers 25/10/2011	50.000	0,36%
16	500.000.000	Itl	XS0083662923	Titolo di debito	Ebrd 04/02/2048	47.658	0,34%
Totale primi 20 strumenti finanziari						7.546.313	53,87%
Pronti contro termine ¹						5.900.075	42,12%

Alla data della presente relazione sono presenti in portafoglio 16 contratti di opzioni put sul titolo Banca Partner Bond 4% 04/01/2015 a copertura del rischio tasso d'interesse.

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

La durata finanziaria del fondo è stata mantenuta in linea con quella prevista nel Regolamento, beneficiando della diminuzione della curva americana nel corso del primo semestre. La gestione ha privilegiato l'investimento in titoli corporate con alti rating, sovrappesando il settore bancario.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	0
Decrementi	Rimborsi:	0
	Raccolta netta del periodo	0

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	1.471.887	97,38%	1.369.060	95,11%
A.1. Strumenti finanziari quotati	1.471.887	97,38%	1.369.060	95,11%
A.1.1.: Titoli di debito	1.471.887	97,38%	1.369.060	95,11%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	22.971	1,52%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	2.982	0,20%	33.940	2,36%
D.1: Liquidità disponibile	2.982	0,20%	33.940	2,36%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	13.690	0,91%	36.421	2,53%
TOTALE ATTIVITA'	1.511.530	100,00%	1.439.421	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

SCUDO OBBLIGAZIONARIO DOLLARO

(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	3.901	4.115
TOTALE PASSIVITÀ	3.901	4.115
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.507.629	1.435.306
Numero delle quote in circolazione	297.185,091	297.185,091
Valore unitario delle quote	5,073	4,830
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	0
n. quote rimborsate	0

SCUDO OBBLIGAZIONARIO DOLLARO

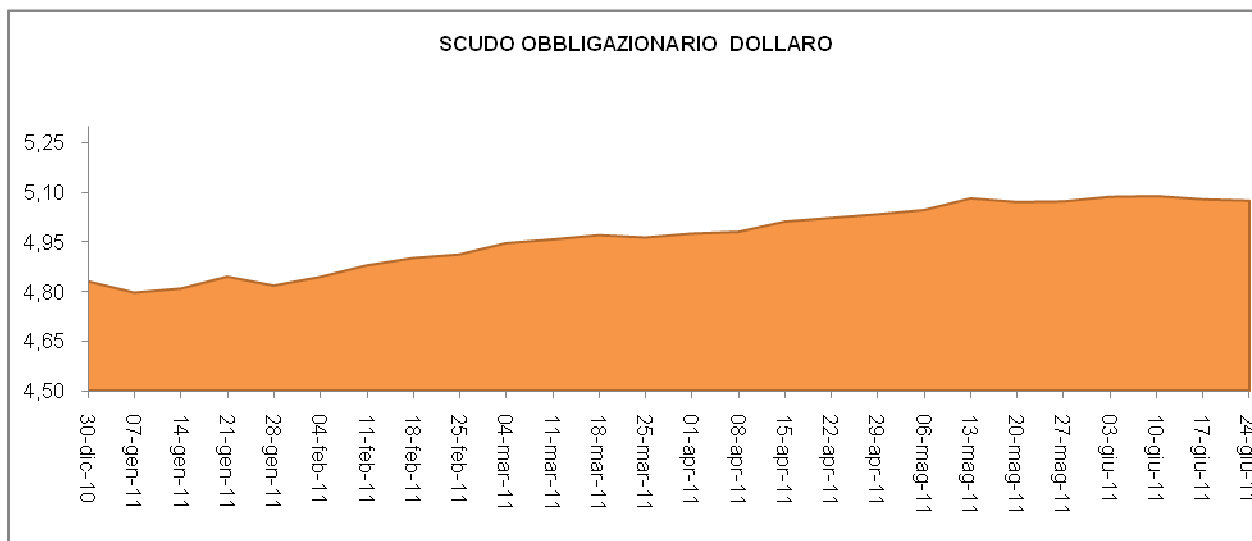
(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari al 5,031%.

L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	500.000	Usd	US46625HHW34	Titolo di debito	Jp Morgan 2,6 % 15/01/2016	492.300	32,57%
2	400.000	Usd	US61747YCT01	Titolo di debito	Morgan St 3,45 % 02/11/2015	399.400	26,42%
3	335.000	Usd	US36962G4T83	Titolo di debito	General El 2,25 % 09/11/2015	331.787	21,95%
4	250.000	Usd	US780097AL55	Titolo di debito	Royal Bk 5 % 01/10/2014	248.400	16,43%
Totale primi 20 strumenti finanziari						1.471.887	97,38%
Pronti contro termine ¹						22.971	1,52%

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

Il fondo ha l'obiettivo principale di investire in strumenti finanziari di natura obbligazionaria, emessi in qualsiasi valuta; la durata finanziaria complessiva di portafoglio non può essere inferiore a 2 anni e superiore a 7 anni.

Il collocamento del fondo, autorizzato dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino in data 26/09/2007, è stato avviato a fine giugno, con un valore iniziale della quota fissato a 5 euro e riferito alla data del 27/06/2011.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	1.080.000
Decrementi	Rimborsi:	0
	Raccolta netta del periodo	1.080.000

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	0	0,00%	0	0,00%
A.1. Strumenti finanziari quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.1.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	0	0,00%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	1.080.000	100,00%	0	0,00%
D.1: Liquidità disponibile	1.080.000	100,00%	0	0,00%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	0	0,00%	0	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	1.080.000	100,00%	0	0,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 27 giugno 2011.

SCUDO OBBLIGAZIONARIO GLOBALE**(EURO)**

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	0	0
TOTALE PASSIVITÀ	0	0
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.080.000	0
Numero delle quote in circolazione	216.000,000	0
Valore unitario delle quote	5,000	0
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	216.000,000
n. quote rimborsate	0

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

La politica gestionale è stata caratterizzata da una notevole sottoesposizione al mercato azionario, considerato non ancora attrattivo a causa principalmente di una crescita economica debole nei paesi europei, con politiche fiscali improntate all'austerità e dell'avvio di una fase di rialzo dei tassi da parte della BCE. La componente obbligazionaria non quotata e priva di rating si riferisce a strumenti finanziari emessi dalla Banca Depositaria. La permanenza delle azioni della Banca di San Marino, pari a circa il 15% del totale delle attività, autorizzata dal Consiglio di Amministrazione il 26/05/2010, è ancora ritenuta una componente strategica.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	12.000
Decrementi	Rimborsi:	15.567
	Raccolta netta del periodo	-3.567

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	1.130.045	98,19%	1.115.401	96,81%
A.1. Strumenti finanziari quotati	49.375	4,29%	64.301	5,58%
A.1.1.: Titoli di debito	49.375	4,29%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	64.301	5,58%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	1.078.670	93,72%	1.049.100	91,05%
A.2.1.: Titoli di debito	905.000	78,63%	580.000	50,34%
A.2.2.: Titoli di capitale	173.670	15,09%	469.100	40,71%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	2.000	0,17%	2.000	0,17%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	2.000	0,17%	2.000	0,17%
B. CREDITI	0	0,00%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	10.178	0,88%	24.802	2,15%
D.1: Liquidità disponibile	10.178	0,88%	24.802	2,15%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	10.703	0,93%	11.967	1,04%
TOTALE ATTIVITA'	1.150.926	100,00%	1.152.170	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

SCUDO FLESSIBILE 100**(EURO)**

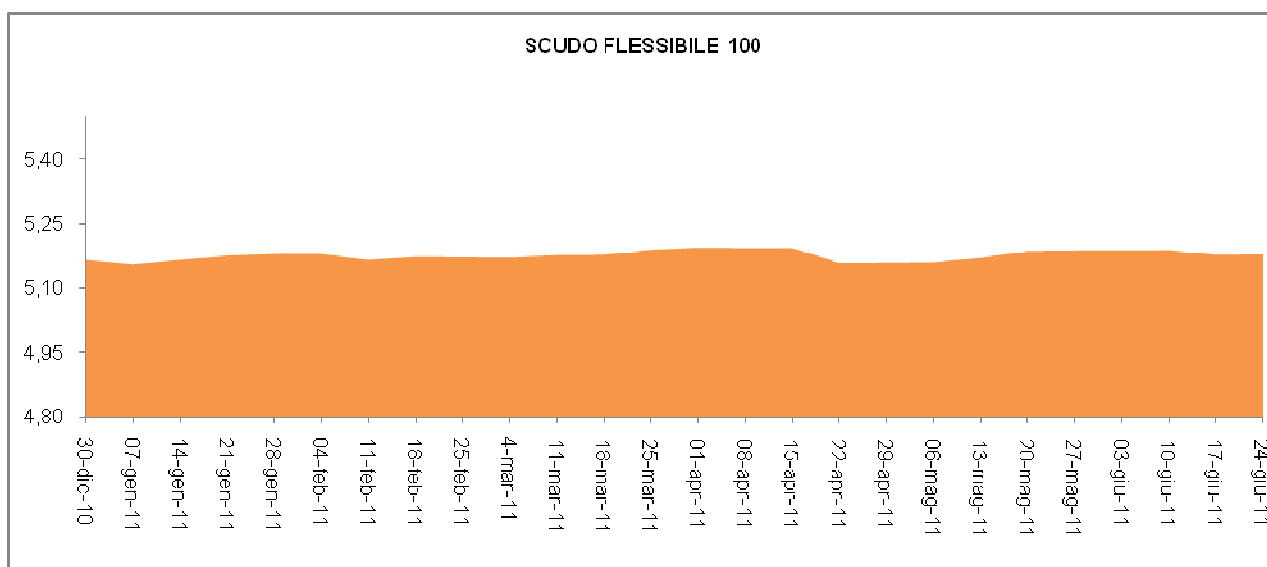
Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	6.149	6.712
TOTALE PASSIVITÀ	6.149	6.712
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	1.144.777	1.145.458
Numero delle quote in circolazione	221.090,738	221.782,364
Valore unitario delle quote	5,178	5,165
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	2.326,483
n. quote rimborsate	3.018,109

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari allo 0,252%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	400.000	Euro	SM000A1AV583	Titolo di debito	Banca Partner 4 % 01/04/2015	400.000	34,76%
2	300.000	Euro	XS0485738271	Titolo di debito strutturato	Barclays Bank 24/02/2012	300.000	26,07%
3	2.000	Euro	SMBSM0000001	Titolo di capitale	Banca di San Marino Spa	173.670	15,09%
4	200	Euro	XS0482584504	Titolo di debito strutturato	Commerz Bk 12/02/2013	160.000	13,90%
5	50.000	Euro	XS0228191606	Titolo di debito strutturato	Eib tv % 16/09/2030	49.375	4,29%
6	50.000	Euro	XS0595278788	Titolo di debito strutturato	Rbc tv % 03/03/2013	45.000	3,91%
Totale primi 20 strumenti finanziari						1.128.045	98,02%

Alla data della presente relazione sono presenti in portafoglio 4 contratti di opzioni put sul titolo Banca Partner Bond 4% 04/01/2015 a copertura del rischio tasso d'interesse.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

La politica di gestione del fondo è mutata con l'approvazione delle modifiche al Regolamento, autorizzate dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino in data 13/05/2011.

E' stata pertanto riallineata la componente "long" del portafoglio azionario ed è iniziata una attività di trading in derivati, prevalentemente su indici di borse europee ed americana ed una ridotta componente sul cambio euro/dollaro.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	1.810.000
Decrementi	Rimborsi:	317.877
	Raccolta netta del periodo	1.492.123

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	2.835.813	84,95%	1.008.645	50,87%
A.1. Strumenti finanziari quotati	835.813	25,04%	923.269	46,56%
A.1.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	835.813	25,04%	297.887	15,02%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	625.382	31,54%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	2.000.000	59,91%	85.376	4,31%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	2.000.000	59,91%	85.376	4,31%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	0	0,00%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	502.380	15,05%	974.211	49,13%
D.1: Liquidità disponibile	642.687	19,25%	974.211	49,13%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-140.307	-4,20%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	0	0,00%	0	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	3.338.193	100,00%	1.982.856	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

INFINITO FLESSIBILE 100**(EURO)**

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	20.005	16.824
TOTALE PASSIVITÀ	20.005	16.824
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	3.318.188	1.966.032
Numero delle quote in circolazione	844.758,713	478.138,057
Valore unitario delle quote	3,928	4,112
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	443.468,544
n. quote rimborsate	76.847,888

INFINITO FLESSIBILE 100

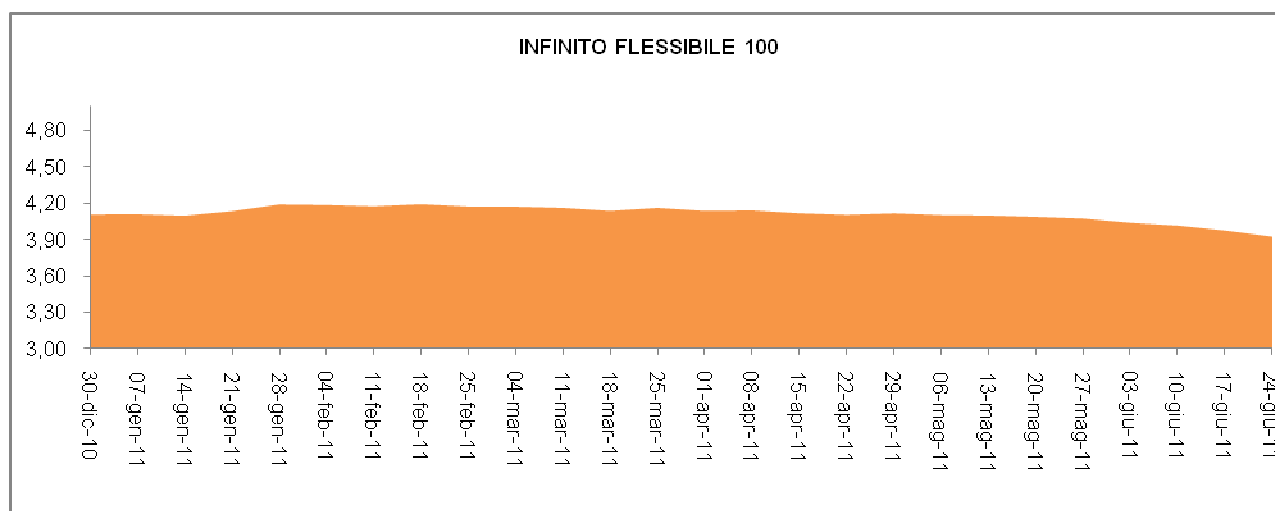
(EURO)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari al -4,475%.

L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	76.184	Euro	IT0003487029	Titolo di capitale	Ubi Banca	288.852	8,65%
2	40.000	Euro	IT0001463071	Titolo di capitale	Fondiarìa Sai	164.044	4,91%
3	100.000	Euro	IT0004231566	Titolo di capitale	Banco Popolare	154.090	4,62%
4	220.000	Euro	IT0001334587	Titolo di capitale	Banca Monte dei Paschi	117.722	3,53%
5	185.000	Euro	IT0001073045	Titolo di capitale	Banca Profilo	58.830	1,76%
6	100.210	Euro	IT0001074571	Titolo di capitale	Unipol	36.737	1,10%
7	120.000	Euro	IT0004736093	Titolo di capitale	Diritti Banca Monte dei Paschi	7.572	0,23%
8	420.000	Euro	IT0004610165	Titolo di capitale	Warrant Unipol priv.	5.418	0,16%
9	330	Usd	US79377w1080	Titolo di capitale	Saks inc.	2.546	0,08%
10	210	Euro	IT0004610157	Titolo di capitale	Warrant Unipol Ord.	2	0,00%
Totale primi 20 strumenti finanziari						835.813	25,04%

Alla data della presente relazione sono presenti in portafoglio 10 contratti non di copertura sull'Eurostoxx con scadenza settembre 2011.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

Il livello di investimento delle azioni è stato notevolmente ridotto nel corso del semestre, sino ad una percentuale inferiore al 15% del totale delle attività. La politica gestionale ha tenuto conto delle previsioni di un azionario non ancora attrattivo a causa principalmente di una crescita economica debole nei paesi europei, con politiche fiscali improntate all'austerità e dell'avvio di una fase di rialzo dei tassi da parte della BCE. Pertanto sono stati sottopesati in modo considerevole gli strumenti azionari, privilegiando la liquidità e gli strumenti monetari emessi dalla Banca Depositaria. La permanenza delle azioni della Banca di San Marino, pari a circa il 7% del totale delle attività, autorizzata dal Consiglio di Amministrazione del 26/05/2010, è ancora ritenuta una componente strategica.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	30.000
Decrementi	Rimborsi:	480.006
	Raccolta netta del periodo	-450.006

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

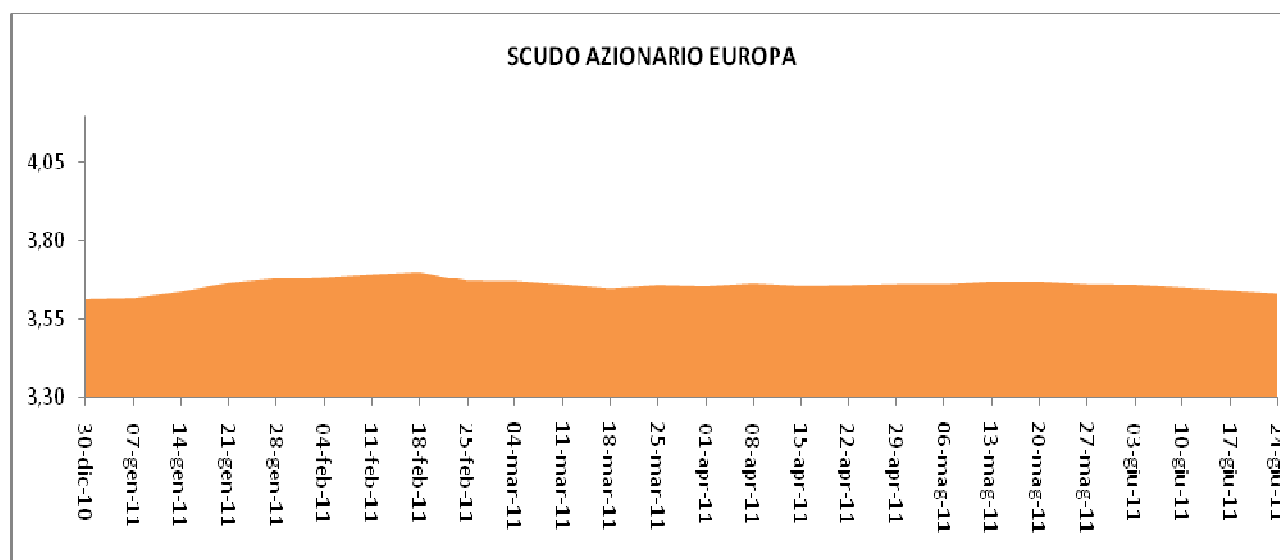
ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	3.659.780	83,24%	3.782.401	78,42%
A.1. Strumenti finanziari quotati	678.357	15,43%	871.476	18,07%
A.1.1.: Titoli di debito	395.000	8,98%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	283.357	6,44%	871.476	18,07%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	2.978.923	67,75%	2.908.425	60,30%
A.2.1.: Titoli di debito	2.675.000	60,84%	912.500	18,92%
A.2.2.: Titoli di capitale	303.923	6,91%	1.995.925	41,38%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	2.500	0,06%	2.500	0,05%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	2.500	0,06%	2.500	0,05%
B. CREDITI	600.000	13,65%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	950.000	19,70%
C.1: A vista	0	0,00%	950.000	19,70%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	86.197	1,96%	68.995	1,43%
D.1: Liquidità disponibile	87.147	1,98%	68.995	1,43%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	24.439	0,56%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-25.389	-0,58%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	50.839	1,16%	21.799	0,45%
TOTALE ATTIVITA'	4.396.816	100,00%	4.823.195	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	24.433	28.048
TOTALE PASSIVITÀ	24.433	28.048
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	4.372.383	4.795.147
Numero delle quote in circolazione	1.203.193,121	1.325.462,145
Valore unitario delle quote	3,634	3,618
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	8.214,677
n. quote rimborsate	130.483,701

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari allo 0,442%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	1.800.000	Euro	XS0485738271	Titolo di debito strutturato	Barclays bk tv %24/02/2012	1.800.000	40,94%
2	500.000	Euro	SM000A1AV583	Titolo di debito	Banca Partner 4 % 01/04/2015	500.000	11,37%
3	400.000	Euro	XS0228191606	Titolo di debito strutturato	Eib tv % 16/09/2030	395.000	8,98%
4	3.500	Euro	SMBSM0000001	Titolo di capitale	Banca di San Marino Spa	303.923	6,91%
5	300	Euro	XS0482584504	Titolo di debito strutturato	Commerz Bk 12/02/2013	240.000	5,46%
6	150.000	Euro	XS0595278788	Titolo di debito strutturato	Rbc tv % 03/03/2013	135.000	3,07%
7	60.000	Euro	IT0000433307	Titolo di capitale	Saras Spa	84.546	1,92%
8	10.000	Euro	IT0003856405	Titolo di capitale	Finmeccanica Spa	80.136	1,82%
9	5.000	Euro	IT0000062072	Titolo di capitale	Generali Ass.Spa	69.373	1,58%
10	2.750	Euro	IT0001157020	Titolo di capitale	Erg spa	24.880	0,57%
11	14.850	Euro	IT0000080447	Titolo di capitale	Cir Spa	24.422	0,56%
Totale primi 20 strumenti finanziari						3.657.280	83,18%
Pronti contro termine ¹						600.000	13,65%

Alla data della presente relazione sono presenti in portafoglio 5 contratti di opzioni put sul titolo Banca Partner Bond 4% 04/01/2015 a copertura del rischio tasso d'interesse.

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

Nel corso del primo semestre 2011, il livello di investimento in strumenti azionari è stato mantenuto in generale intorno all'80% del patrimonio del fondo. A livello settoriale la politica di gestione è stata caratterizzata da una prevalente sovraesposizione al settore energetico e minerario. E' stata inoltre mantenuta una prevalente esposizione al settore manifatturiero, mentre l'esposizione al comparto finanziario è stato fortemente sottopesata.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	13.700
Decrementi	Rimborsi:	64.620
	Raccolta netta del periodo	-50.920

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

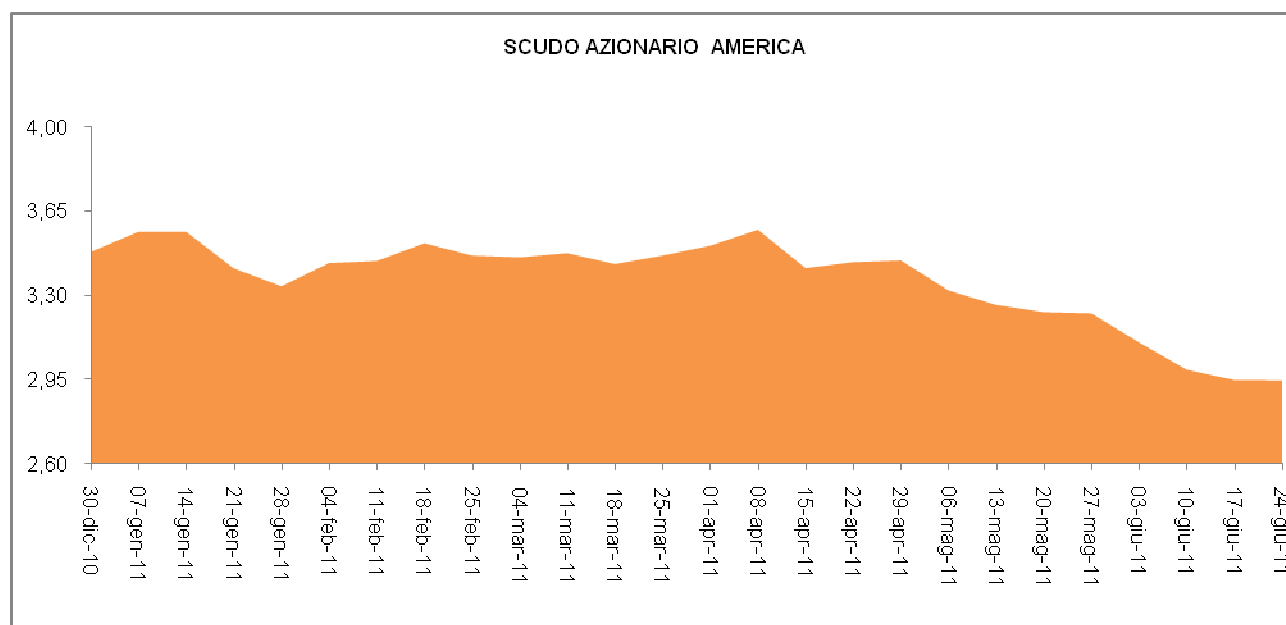
ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	272.650	74,49%	376.515	76,78%
A.1. Strumenti finanziari quotati	272.650	74,49%	376.515	76,78%
A.1.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.1.2.: Titoli di capitale	272.650	74,49%	376.515	76,78%
A.1.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	0	0,00%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	93.111	25,44%	113.842	23,22%
D.1: Liquidità disponibile	93.111	25,44%	12.634	2,58%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	101.208	20,64%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	263	0,07%	0	0,00%
TOTALE ATTIVITA'	366.024	100,00%	490.357	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	2.328	5.590
TOTALE PASSIVITÀ	2.328	5.590
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	363.696	484.767
Numero delle quote in circolazione	123.369,904	139.266,879
Valore unitario delle quote	2,948	3,481
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	4.103,025
n. quote rimborsate	20.000,000

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari a -15,312%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	1.500	Usd	US71654V4086	Titolo di capitale	Petroleo Brasileiro	47.805	13,06%
2	2.500	Usd	US3696041033	Titolo di capitale	General Electric	44.925	12,27%
3	1.500	Usd	US37045V1008	Titolo di capitale	General Motors	44.880	12,26%
4	1.500	Usd	US1651671075	Titolo di capitale	Chesapeake Energy	42.015	11,48%
5	2.500	Usd	US0138171014	Titolo di capitale	Alcoa Inc.	38.075	10,40%
6	25.000	Usd	CA7479521097	Titolo di capitale	Quaterra Resources Inc	29.750	8,13%
7	5.000	Usd	US75971T1034	Titolo di capitale	Renesola Ltd-Adr	25.200	6,89%
Totale primi 20 strumenti finanziari						272.650	74,49%

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

La gestione si è concentrata sulla movimentazione di singoli asset che avevano andamenti anomali rispetto al mercato specifico del fondo. Nel corso del primo semestre 2011 il livello dell'investimento in azioni ha oscillato intorno all'80%, in funzione delle opportunità di mercato. La politica di gestione del fondo è stata caratterizzata da un'ampia diversificazione, tramite l'inserimento in portafoglio di OIC specializzati e di ETF.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	157.840
Decrementi	Rimborsi:	116.269
	Raccolta netta del periodo	41.571

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	621.841	88,30%	651.755	94,08%
A.1. Strumenti finanziari quotati	621.841	88,30%	651.755	94,08%
A.1.1.: Titoli di debito	66.518	9,45%	208.359	30,08%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	555.323	78,85%	443.396	64,00%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	38.285	5,44%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	32.269	4,58%	13.441	1,94%
D.1: Liquidità disponibile	32.269	4,58%	13.441	1,94%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	11.864	1,68%	27.561	3,98%
TOTALE ATTIVITA'	704.259	100,00%	692.757	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

SCUDO AZIONARIO PAESI ASIATICI

(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	2.816	5.785
TOTALE PASSIVITÀ	2.816	5.785
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	701.443	686.972
Numero delle quote in circolazione	218.993,866	206.672,602
Valore unitario delle quote	3,203	3,324
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	48.006,826
n. quote rimborsate	35.685,562

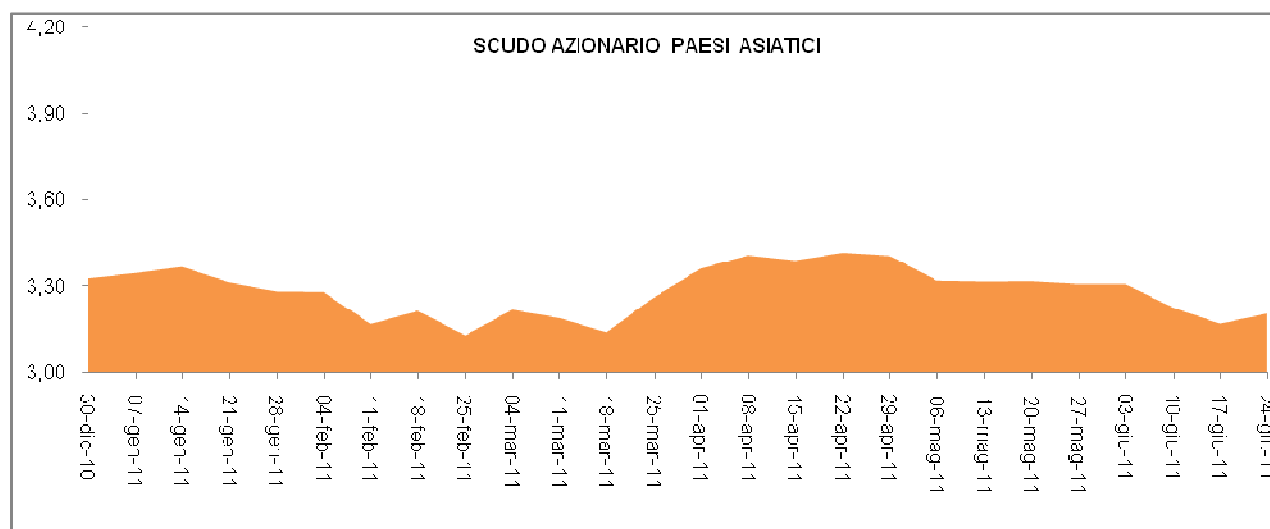
SCUDO AZIONARIO PAESI ASIATICI

(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari a -3,640%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	4.770	Usd	LU0043850808	OIC	Hsbc Gif Asia ex Japan eq-ad	248.445	35,28%
2	2.050	Usd	US4642881829	OIC	Ishares Msci Asia ex Japan	122.118	17,34%
3	2.000	Usd	LU0128522157	OIC	Frank Temp Inv Asia gr-a acc	70.700	10,04%
4	200.000	Usd	US88948ABM80	Titolo di debito	Toll Road 15/02/2043	66.518	9,44%
5	1.500	Usd	US4642871846	OIC	Ishares Ftse China 25 index	63.210	8,98%
6	655	Usd	LU0039217434	OIC	Hsbc Gif - Chinese eq-ad	50.849	7,22%
Totale primi 20 strumenti finanziari						621.840	88,30%
Pronti contro termine ¹						38.285	5,44%

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.

RELAZIONE SEMESTRALE al 30 giugno 2011**Politica di gestione**

Durante il primo semestre 2011, il livello di investimenti in strumenti azionari è stato mantenuto mediamente intorno al 90%, seguito da un graduale smobilizzo quando sono emerse preoccupazioni sulla sostenibilità della crescita mondiale. Con riferimento all'allocazione geografica, nel semestre il fondo ha mantenuto una preferenza verso l'area dell'America latina.

Di seguito sono dettagliate le variazioni della consistenza del Patrimonio in gestione, verificatesi nel periodo, dovute a Sottoscrizioni (Incrementi) e Rimborsi (Decrementi).

Incrementi	Sottoscrizioni:	157.840
Decrementi	Rimborsi:	145.035
	Raccolta netta del periodo	12.805

Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011¹

ATTIVITÀ	Situazione al 30/06/2011		Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010	
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo
A. STRUMENTI FINANZIARI	368.184	83,94%	411.125	89,52%
A.1. Strumenti finanziari quotati	368.184	83,94%	411.125	89,52%
A.1.1.: Titoli di debito	0	0,00%	173.632	37,81%
A.1.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.1.3.: Parti di OIC	368.184	83,94%	237.493	51,71%
A.2. Strumenti finanziari non quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.2.1.: Titoli di debito	0	0,00%	0	0,00%
A.2.2.: Titoli di capitale	0	0,00%	0	0,00%
A.2.3.: Parti di OIC	0	0,00%	0	0,00%
A.3. Strumenti finanziari derivati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.1: Margini presso organismi di compensazione e garanzia	0	0,00%	0	0,00%
A.3.2: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0,00%	0	0,00%
A.3.3: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0,00%	0	0,00%
B. CREDITI	16.463	3,75%	0	0,00%
C. DEPOSITI BANCARI	0	0,00%	0	0,00%
C.1: A vista	0	0,00%	0	0,00%
C.2: Altri	0	0,00%	0	0,00%
D. LIQUIDITA'	52.240	11,91%	25.168	5,48%
D.1: Liquidità disponibile	52.240	11,91%	25.168	5,48%
D.2: Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
D.3: Liquidità impegnata per operazioni da regolare	0	0,00%	0	0,00%
E. ALTRE ATTIVITA'	1.733	0,40%	22.968	5,00%
TOTALE ATTIVITA'	438.620	100,00%	459.261	100,00%

¹ La Situazione Patrimoniale riporta i dati riferiti al 24 giugno 2011, giorno in cui si riferisce l'ultimo valore della quota nel semestre.

SCUDO AZIONARIO PAESI EMERGENTI

(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 30/06/2011	Situazione risultante dal rendiconto precedente redatto al 30/12/2010
F. FINANZIAMENTI RICEVUTI	0	0
F.1: Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	0	0
F.2: Altri	0	0
G. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	0	0
G.1: Strumenti finanziari derivati quotati	0	0
G.2: Strumenti finanziari derivati non quotati	0	0
H. DEBITI VERSO PARTECIPANTI	0	0
H.1: Rimborsi richiesti e non regolati	0	0
H.2: Proventi da distribuire	0	0
H.3: Altri debiti verso i partecipanti	0	0
I. ALTRE PASSIVITÀ	1.323	3.153
TOTALE PASSIVITÀ	1.323	3.153
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	437.297	456.108
Numero delle quote in circolazione	109.154,922	106.248,305
Valore unitario delle quote	4,006	4,293
Rimborsi o proventi distribuiti per quota	0	0

Movimenti delle quote nel semestre	
n. quote emesse	38.103,685
n. quote rimborsate	35.197,068

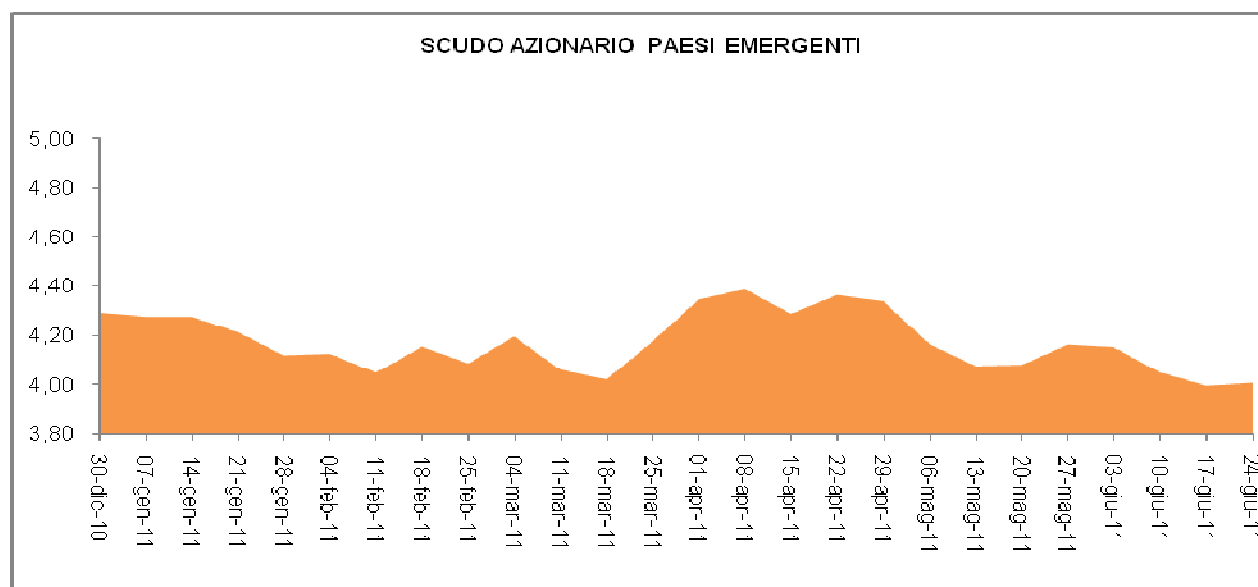
SCUDO AZIONARIO PAESI EMERGENTI

(USD)

Società di Gestione: Scudo Investimenti SG S.p.A.

Banca Depositaria: Banca Partner S.p.A. (R.S.M.)

Nel periodo 30 dicembre 2010 – 24 giugno 2011, la performance del fondo è stata pari a -6,685%. L'andamento del fondo nel corso dell'anno 2011 è evidenziato dal seguente grafico:



Elenco degli strumenti finanziari in portafoglio al 24 giugno 2011, in ordine decrescente di valore

	Quantità/v.n.	Valuta	ISIN	Tipologia	Denominazione	Controvalore di mercato (valuta denom. del fondo)	Incidenza % su totale attività
1	3.200	Usd	US4642873909	OIC	Ishares S&P latin America 40	157.184	35,84%
2	2.250	Usd	US9220428588	OIC	Vanguard Msci emerging mkt	104.940	23,92%
3	630	Usd	LU0072463663	OIC	Bgf-latin american -\$A2	58.407	13,32%
4	2.520	Usd	LU0229945570	OIC	Frank Templeton Bric-A acc usd	47.653	10,86%
Totale primi 20 strumenti finanziari						368.184	83,94%
Pronti contro termine ¹						16.463	3,75%

¹ Nella Situazione Patrimoniale sono rappresentati sotto la voce Crediti. I P.c.t. hanno come controparte la Banca Depositaria.