 **CHALLENGE**
FONDO COMUNE DI DIRITTO IRLANDESE

CHALLENGE FUNDS

Relazione Annuale
al 31 dicembre 2011

INDICE

Informazioni generali	4 - 5
Relazione e responsabilità della Banca Depositaria	6
Dichiarazione delle responsabilità della Società di Gestione	7
Relazione dell' <i>Investment Manager</i>	8 - 20
Profilo degli <i>Investment Managers Delegati</i>	21 - 23
Relazione di Certificazione del Revisore Indipendente	24
Stato patrimoniale	25 - 55
Rendiconto di gestione	56 - 69
Variazioni del Patrimonio Netto attribuibile ai Sottoscrittori di Quote Riscattabili	70 - 74
Variazioni del numero di Quote	75 - 100
Note di commento ai Prospetti Finanziari	101 - 170
Tabelle degli Investimenti	171 - 382
CHALLENGE North American Equity Fund	171 - 182
CHALLENGE European Equity Fund	183 - 194
CHALLENGE Italian Equity Fund	195 - 198
CHALLENGE Germany Equity Fund	199 - 201
CHALLENGE Spain Equity Fund	202 - 205
CHALLENGE Pacific Equity Fund	206 - 217
CHALLENGE Emerging Markets Equity Fund	218 - 235
CHALLENGE Energy Equity Fund	236 - 244
CHALLENGE Cyclical Equity Fund	245 - 257
CHALLENGE Counter Cyclical Equity Fund	258 - 267
CHALLENGE Financial Equity Fund	268 - 278
CHALLENGE Technology Equity Fund	279 - 285
CHALLENGE Liquidity Euro Fund	286 - 290
CHALLENGE Liquidity US Dollar Fund	291 - 293
CHALLENGE Euro Income Fund	294 - 297
CHALLENGE International Income Fund	298 - 302
CHALLENGE Euro Bond Fund	303 - 307
CHALLENGE International Bond Fund	308 - 313
CHALLENGE International Equity Fund	314 - 342
CHALLENGE Flexible Fund	343 - 347
CHALLENGE Total Return Fund	348 - 356
CHALLENGE Provident Fund 1	357 - 362
CHALLENGE Provident Fund 2	363 - 369
CHALLENGE Provident Fund 3	370 - 374
CHALLENGE Provident Fund 4	375 - 378

INDICE (cont.)

CHALLENGE Provident Fund 5 379 - 382

Tabella delle variazioni di portafoglio 383 - 408

INFORMAZIONI GENERALI

**SOCIETÀ DI GESTIONE E
DISTRIBUTORE GLOBALE**

Mediolanum International Funds Limited,
Block B, Iona Building, Shelbourne Road, Dublin 4, Irlanda

INVESTMENT MANAGER

Mediolanum Asset Management Limited,
Block B, Iona Building, Shelbourne Road, Dublin 4, Irlanda

**INVESTMENT MANAGERS
DELEGATI**

Mediolanum Gestione Fondi,
Palazzo Meucci, Via Francesco Sforza, 20080 Basiglio - Milano
3, Italia. (CHALLENGE Italian Equity Fund)

BlackRock Investment Management Limited
Murray House, 1 Royal Mint Court, London EC3N 9HH, Regno Unito
(CHALLENGE Pacific Equity Fund, CHALLENGE European Equity Fund,
CHALLENGE Energy Equity Fund, CHALLENGE Cyclical Equity Fund,
CHALLENGE Financial Equity Fund, CHALLENGE Counter Cyclical Equity Fund,
CHALLENGE Technology Equity Fund, CHALLENGE International Equity Fund)

Legal & General Investment Management Limited
1 Coleman Street, London EC2R 5AA, Regno Unito
(CHALLENGE North America Equity Fund, CHALLENGE Emerging Markets Equity
Fund, CHALLENGE Euro Bond, CHALLENGE International Bond Fund,
CHALLENGE Euro Income Fund, CHALLENGE Liquidity Euro Fund,
CHALLENGE Liquidity US Dollar Fund, CHALLENGE International Income Fund)

DJE Kapital AG
Pullacher Strasse 24, D-82049 Pullach, Monaco di Baviera, Germania
(CHALLENGE Germany Equity Fund)

Duemme SGR S.p.A. *
Piazzetta Maurilio, Bossi n. 1-20121, Milano, Italia
(CHALLENGE Total Return Fund, CHALLENGE Provident Fund 1, CHALLENGE
Provident Fund 2, CHALLENGE Provident Fund 3, CHALLENGE Provident Fund 4,
CHALLENGE Provident Fund 5)

Credit Suisse Management Funds S.p.A. SGR**
Via Santa Margherita, 320121 Milano, Italia
(CHALLENGE Flexible Fund)

TREA Capital Partners
C/Agustina Saragossa, 3-5, 08017 Barcellona, Spagna
(CHALLENGE European Equity, CHALLENGE Spain Equity)

BNP Paribas Asset Management
5, avenue Kleber, 75116 Parigi, Francia
(CHALLENGE Total Return)

BANCA DEPOSITARIA

RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Filiale di Dublino,
George's Quay House, 43 Townsend Street, Dublin 2, Irlanda

**AGENTE AMMINISTRATIVO,
TENUTARIO DEI REGISTRI E
AGENTE DI TRASFERIMENTO**

RBC Dexia Investor Services Ireland Limited,
George's Quay House, 43 Townsend Street, Dublin 2, Irlanda

*L'incarico di Duemme SGR S.p.A. come *Investment Manager* Delegato del Comparto CHALLENGE Total Return Fund è stato revocato il 31 dicembre 2011.

**L'incarico di Credit Suisse Management Funds S.p.A. SGR come *Investment Manager* Delegato del Comparto CHALLENGE Flexible Fund è stato revocato il 31 dicembre 2011.

INFORMAZIONI GENERALI (cont.)

**BANCA CORRISPONDENTE/
INCARICATO DEI PAGAMENTI IN ITALIA**

State Street Bank S.p.A.
(in precedenza Intesa Sanpaolo S.p.A.)
Via Ferrante, Aporti 10, 20125 Milano, Italia

INCARICATO DEI PAGAMENTI IN SPAGNA

Banco de Finanzas e Inversiones, S.A. Banco Mediolanum,
Av Diagonal 670, 08034 Barcellona, Spagna

INCARICATO DEI PAGAMENTI IN GERMANIA

Marcard, Stein & Co GmbH & Co KG,
Ballindamm 36, 20095 Amburgo, Germania

REVISORI CONTABILI INDIPENDENTI

Deloitte & Touche,
Deloitte & Touche, Chartered Accountants and Registered Auditors,
Earlsfort Terrace, Dublin 2, Irlanda
(incaricati a partire dal 19 aprile 2011 in sostituzione di Ernst &
Young, le cui funzioni sono cessate in detta data.)

CONSULENTI LEGALI

Dillon Eustace,
33 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda

CASH MANAGER

Mediolanum Asset Management Limited,
Block B, Iona Building, Shelbourne Road, Dublin 4, Irlanda

SOCIETÀ SPONSOR

Mediolanum S.p.A.,
Palazzo Meucci, Milano 3, Via Francesco Sforza, 15, 20080 Basiglio,
Milano, Italia

AMMINISTRATORI

Andrew Bates (Presidente)*
Furio Pietribiasi (Direttore generale)
Corrado Bocca
John L. Mahon*
Vittorio Gaudio
Wyndham Williams*
Bronwyn Wright (a partire dal 31 maggio 2011)*

* Amministratori indipendenti

RELAZIONE E RESPONSABILITÀ DELLA BANCA DEPOSITARIA

Responsabilità della Banca Depositaria

La Banca Depositaria ha il dovere di custodire e detenere il patrimonio del Fondo CHALLENGE Funds (“il Fondo”) per conto dei Sottoscrittori delle quote. Ai sensi degli Avvisi relativi ai fondi OICVM emanati dalla Central Bank of Ireland, è dovere della Banca Depositaria indagare sulla condotta della Società di Gestione del Fondo e informare i sottoscrittori al riguardo tramite una relazione che comprenda gli argomenti stabiliti dagli Avvisi.

Relazione della Banca Depositaria al 31 dicembre, 2011

A nostro giudizio, nell’anno conclusosi il 31 dicembre 2011 il Fondo è stato gestito:

- (i) in conformità alle limitazioni relative ai poteri d’investimento e di indebitamento imposte alla Società di Gestione dal Regolamento del Fondo e dalla Normativa della Comunità Europea del 2011 (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) (“la Normativa”) e,
- (ii) ai sensi di quanto previsto dal Regolamento del Fondo e dalla Normativa


RBC DEXIA INVESTOR SERVICES BANK S.A.
DUBLIN BRANCH

Date: 7 March 2012

DICHIARAZIONE DELLE RESPONSABILITÀ DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE

La Società di Gestione ha il dovere di preparare i prospetti finanziari per ciascun esercizio finanziario che forniscano una rappresentazione veritiera e corretta dello stato delle attività del Fondo e dei profitti e perdite del Fondo durante tale periodo. Nel redigere tali rendiconti, la Società di Gestione è tenuta a:

- scegliere idonee politiche contabili ed applicarle con costanza;
- formulare giudizi e valutazioni che siano ragionevoli e prudenti, e
- preparare i prospetti finanziari nell'ottica di una continuità gestionale, a meno che non risulti inappropriato supporre che il Fondo continuerà ad operare.

La Società di Gestione è obbligata a tenere adeguata documentazione contabile, che dimostri in qualsiasi momento, con ragionevole precisione, la situazione finanziaria del Fondo e che consenta di verificare che i prospetti finanziari siano conformi ai principi contabili generalmente accettati in Irlanda e nel rispetto della Normativa della Comunità europea (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) del 2011 (la normativa "OICVM") e del Regolamento del Fondo. La Società di Gestione ha inoltre il dovere di salvaguardare le attività del Fondo e quindi di prendere tutte le misure ragionevolmente necessarie per prevenire o individuare frodi o altre irregolarità.

Signed on behalf of the Manager:
Director:
Director:
Date: March 28, 2012



RELAZIONE DELL'INVESTMENT MANAGER

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

particolare agli investimenti in Europa e nel Regno Unito, anche se le coperture applicate durante l'anno tramite contratti *future* su Eurostoxx e FTSE 100 hanno contribuito a controbilanciare il ritorno negativo. Tra i singoli titoli, quelli che hanno dato il maggior contributo negativo sono stati Commerzbank AG, Lloyds Plc, Carrefa SA, Arcelormittal e Nokia. Anche la posizione lunga sull'indice FTSE MIB ha contribuito in negativo, visto l'aggravarsi della crisi del debito nei paesi dell'area euro. Per concludere, le posizioni tattiche corte sullo yen e sul dollaro USA nei confronti dell'euro che sono state attuate per mezzo di contratti a termine su valuta durante i primi sei mesi dell'anno hanno dato un contributo positivo al risultato, attribuibile alla riduzione di valore di queste due valute rispetto all'euro nel corso del periodo di riferimento.

CHALLENGE Total Return Fund

Rendimento* **dal 31/12/10 al 30/12/11** **-4,97%**

* Il rendimento è espresso in euro al netto di commissione di gestione, commissione di performance e dei costi.

Il Comparto Challenge Total Return Fund ha registrato un ritorno pari a -4,97% nel 2011. Il risultato negativo è attribuibile principalmente alla crisi del debito in Europa che ha dominato i mercati nel corso del periodo.

Il contributo negativo principale al risultato per l'anno è attribuibile all'esposizione ai titoli italiani, in quanto tutte le attività italiane hanno subito le conseguenze della pressione sulla curva dei rendimenti dei titoli di stato. Questo problema non ha interessato solo l'Italia, poiché tutti i paesi europei, ad esclusione della Germania, hanno subito simili pressioni. Anche l'esposizione ai titoli del settore finanziario in Europa ha contribuito in negativo al risultato del comparto, danneggiato dalle scarse prospettive di crescita, dalle preoccupazioni legate al mancato pagamento del debito e dal continuo aumento della volatilità dei titoli di stato.

Il 2011 è stato un anno marcato da forti differenze tra il primo semestre, in cui è stato registrato un ritorno positivo, e il secondo semestre, caratterizzato da risultati deludenti a livello globale. Il Comparto ha subito le conseguenze del graduale ampliamento dei differenziali, in particolare durante il secondo trimestre, mentre la posizione di *duration* corta ha contribuito in positivo, visto l'aumento dei tassi nel secondo trimestre da parte della BCE, per placare le preoccupazioni premature legate all'inflazione. L'atteggiamento del mercato nei confronti del rischio ha subito un cambiamento radicale, che ha spinto gli investitori alla ricerca della qualità. Nel quarto trimestre la BCE ha riportato i tassi a 1,25%, applicando poi un ulteriore taglio di 25 punti base e portando i tassi all'1% nel tentativo di impedire l'ulteriore ampliamento dei differenziali dei titoli di stato. Il contagio della crisi si è esteso all'Italia nel quarto trimestre, portando il tasso annuo dei BOT ad un livello massimo pari a circa l'8%, un aumento di circa 6% rispetto all'inizio dell'anno. L'esposizione del Comparto ad attività ad alto rendimento ma con un alto fattore di volatilità ha avuto un impatto negativo sul risultato nel corso del periodo. Per concludere, l'esposizione del comparto alle obbligazioni convertibili ha contribuito in negativo vista la situazione generalmente deludente dei mercati azionari europei.

CHALLENGE Provident Fund 1

Rendimento* **dal 31/12/10 al 30/12/11** **-9,44%**

* Il rendimento è espresso in euro al netto di commissione di gestione, commissione di performance e dei costi ed è basato sul NAV della Classe Mediolanum L.

Il Comparto Provident 1, che investe in un portafoglio diversificato composto da quasi 150 titoli azionari internazionali (*mid-large cap*) e in contratti *future* su indici, ha registrato un risultato pari a -9,44% nel 2011. La selezione dei titoli in portafoglio si basa principalmente sull'analisi dei fondamentali, con l'obiettivo di selezionare i titoli con la miglior performance sul mercato. In termini settoriali, all'inizio dell'anno gli investimenti del comparto erano sovrappeso nei confronti dei titoli di natura più difensiva e dei settori sottoprezzati dei prodotti di consumo e dei prodotti di base, e sottopeso nei confronti dei settori dei materiali di qualità e dei prodotti di lusso. Nella seconda metà dell'anno è stata gradualmente aumentata l'esposizione a settori più sensibili al ciclo economico, i cui titoli hanno continuato a scendere di prezzo sia in termini assoluti che in termini relativi. Gli investitori hanno cominciato ancora una volta a rivalutare i fondamentali, dopo la ripresa basata sulla liquidità del 2010 che aveva portato ad una significativa sovraperformance dei titoli e dei settori con una maggiore esposizione alla crescita globale e alle economie dei mercati emergenti. Nell'ultima parte dell'anno il Comparto è stato danneggiato dalla tendenza dei mercati a concentrarsi sempre di più su aspetti macroeconomici e politici, in un ambiente in cui la selezione dei titoli veniva considerata meno costruttiva.

CHALLENGE Provident Fund 2

Rendimento* **dal 31/12/10 al 30/12/11** **0,25%**

RELAZIONE DELL'INVESTMENT MANAGER

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

** Il rendimento è espresso in euro al netto di commissione di gestione, commissione di performance e dei costi ed è basato sul NAV della Classe Mediolanum L.*

Il Comparto Provident 2 è investito al 50% in titoli azionari internazionali e al 50% in titoli di debito, per la maggior parte titoli di stato internazionali.

Nel 2011 il risultato del Comparto, pari a 0,25%, si è mantenuto piatto, con contributi positivi attribuibili alle obbligazioni e alla diversificazione valutaria. La componente azionaria ha contribuito in negativo al risultato per l'anno, in linea con la tendenza dei mercati azionari per il 2011. Il portafoglio obbligazionario ha controbilanciato questo contributo negativo principalmente visto il crollo, a fine anno, dei titoli di stato italiani e l'ampliamento dei differenziali delle emissioni sovranazionali.

CHALLENGE Provident Fund 3

Rendimento* **dal 31/12/10 al 30/12/11** **5,98%**

** Il rendimento è espresso in euro al netto di commissione di gestione, commissione di performance e dei costi ed è basato sul NAV della Classe Mediolanum L.*

Il Comparto, che investe in un portafoglio diversificato su ampia base composto da circa 60 titoli obbligazionari qualificati per l'investimento a livello globale, ha registrato un ritorno pari a 5,98% nel 2011. Gli investimenti vengono selezionati in base ai fondamentali con l'obiettivo di realizzare un risultato superiore a quello dei mercati dei titoli di debito a livello globale. Nel corso del 2011 il Comparto ha mantenuto un'esposizione moderata al rischio sui tassi di interesse, in quanto il gestore ha optato per un sottopeso nei confronti dei titoli più costosi con scadenza da 2 a 5 anni per poter trarre vantaggio dal continuo appiattimento della curva dei rendimenti dell'euro e del dollaro USA. Nella seconda parte dell'anno il gestore ha trasferito la maggior parte del sovrappeso sul lato lungo della curva dei rendimenti da una scadenza a 30 anni ad una scadenza a 10 anni.

Il contributo negativo al risultato è in parte attribuibile al forte sottopeso del Comparto in termini di *duration*, in parte controbilanciato dal contributo positivo derivato dalla selezione dei titoli obbligazionari in portafoglio. Il Comparto non aveva alcuna esposizione né alla Grecia né al Portogallo. Il Comparto ha mantenuto un sovrappeso nei confronti dell'Italia, investendo in obbligazioni a breve scadenza, e una esposizione agli emittenti sovranazionali e ai paesi principali con investimenti in obbligazioni a lunga scadenza. L'esposizione ai titoli non governativi è stata mantenuta al di sotto del 10% nel corso del 2011. L'allocazione lungo la curva ha contribuito in positivo alla performance relativa fino a novembre, quando la crisi del debito pubblico dei paesi dell'area euro si è estesa a quasi tutti i paesi ed ha avuto ripercussioni anche su emissioni sovranazionali come quelle della Banca europea per gli investimenti, del Fondo europeo di stabilità finanziaria e dell'Unione europea. La curva dei titoli di stato italiani a brevissima scadenza ha subito un forte impatto negativo, e il Comparto ha registrato perdite significative da cui si è ripreso solo parzialmente in dicembre.

CHALLENGE Provident Fund 4

Rendimento* **dal 31/12/10 al 30/12/11** **0,83%**

** Il rendimento è espresso in euro al netto di commissione di gestione, commissione di performance e dei costi ed è basato sul NAV della Classe Mediolanum L.*

Il Comparto, che investe in un portafoglio diversificato su ampia base composto da circa 50 titoli obbligazionari a media scadenza denominati in euro qualificati per l'investimento, ha registrato un ritorno pari a 0,83 nel 2011. Gli investimenti vengono selezionati in base ai fondamentali con l'obiettivo di realizzare un risultato superiore a quello dei mercati dei titoli di debito a media scadenza denominati in euro. Nel corso del 2011 il Comparto ha mantenuto un'esposizione moderata al rischio sui tassi di interesse, in quanto il gestore ha optato per un sottopeso nei confronti dei titoli più costosi con scadenza da 2 a 5 anni per poter trarre vantaggio dal continuo appiattimento della curva dei rendimenti dell'euro. La sovraperformance del Comparto è attribuibile principalmente alla selezione di titoli molto prudente, ma anche alla mancanza di esposizione a Grecia e Portogallo, al sovrappeso nei confronti dell'Italia sul lato corto della curva e alla concentrazione sugli emittenti sovranazionali e sui paesi principali sul lato più lungo del portafoglio in euro. L'esposizione ai titoli non governativi è stata aumentata da meno del 10% al 15% dopo l'estate. L'allocazione lungo la curva ha contribuito in positivo alla performance relativa fino a novembre, quando la crisi del debito pubblico dei paesi dell'area euro si è estesa a quasi tutti questi paesi ed ha avuto ripercussioni anche su emissioni sovranazionali come quelle della Banca europea per gli investimenti, del Fondo europeo di stabilità finanziaria e dell'Unione europea. La curva dei titoli di stato italiani a brevissima scadenza ha subito un forte impatto negativo, e il Comparto ha registrato perdite significative da cui si è ripreso solo parzialmente in dicembre.

RELAZIONE DELL'INVESTMENT MANAGER

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

Situazione del mercato nel 2011

La ripresa economica a livello globale è stata ostacolata da molte difficoltà nel corso degli ultimi 12 mesi. La fiducia dei consumatori, in particolare nei paesi principali, è stata molto limitata, e la spesa al dettaglio fortemente ridotta da fattori come l'alto tasso di disoccupazione, l'aumento dei prezzi alimentari e dell'energia e le restrizioni del credito. È interessante segnalare che sono stati i paesi emergenti a spingere la crescita economica globale, paesi come la Cina, l'India e il Brasile, che continuano a crescere molto più rapidamente delle economie dei principali paesi sviluppati. Il continuo aumento della domanda per le risorse è stato alla base del buon andamento dei mercati delle materie prime per buona parte del periodo di riferimento, facendo scattare un aumento delle pressioni di tipo inflazionistico, anche se i prezzi delle materie prime hanno registrato un lieve calo in seguito, quando si sono ridotte le prospettive di crescita a livello globale. I governi dei paesi del G7 hanno cercato, seppure in diversa misura, di ridurre il deficit di bilancio e applicare programmi di austerità, allo stesso tempo lasciando i tassi di interesse a livelli al di sotto dei minimi storici. In USA e nel Regno Unito sono state applicate ulteriori agevolazioni quantitative mirate a stimolare la crescita. Benché la ripresa sia stata poco convincente, il dato economico in USA ha cominciato a migliorare verso la fine dell'anno, ma è aumentato il rischio di una doppia recessione nel Regno Unito e nei paesi dell'area euro.

La crisi del debito pubblico in Europa ha dominato i mercati obbligazionari nel 2011, in particolare nella seconda metà dell'anno. C'è stata una differenza significativa tra i risultati dei vari mercati dei titoli di stato: in USA, nel Regno Unito e in Germania questi mercati hanno registrato un ottimo ritorno, in quanto gli investitori hanno preferito allontanarsi dai mercati in difficoltà dei paesi dell'area euro per ridurre il rischio legato al credito. Le forti preoccupazioni legate alla crisi in tutta Europa hanno spinto i rendimenti dei titoli di debito italiani e spagnoli oltre il 7%, un livello ritenuto insostenibile per un periodo di tempo prolungato. Un'altra fonte costante di preoccupazioni per gli investitori è stato il sistema bancario dei paesi dell'area euro, quando è parsa evidente la necessità di una forte ricapitalizzazione a seguito dell'esposizione ai titoli di stato dei paesi periferici dell'euro e ai mercati dell'Europa dell'est. Il clima di avversione al rischio ha influito sui risultati dei mercati del credito, dove i titoli di emittenti non finanziari e i titoli di debito finanziari garantiti hanno registrato una sovraperformance rispetto alle emissioni subordinate (con un più basso rating). La tendenza a preferire titoli considerati più sicuri ha anche beneficiato i titoli di stato USA, malgrado la decisione di Standard & Poor di declassare ad un livello inferiore a AAA il debito pubblico statunitense. Anche le obbligazioni denominate in sterline hanno registrato un buon risultato rispetto a quelle denominate in euro, attribuibile alla forte posizione del mercato dei titoli di stato inglesi e all'impatto della crisi del debito pubblico sulle obbligazioni societarie europee.

I titoli azionari hanno seguito un andamento generalmente costante nel corso dell'anno, senza grossi sbalzi, a parte un breve momento di panico in marzo attribuibile al terremoto che ha devastato il Giappone e ai movimenti rivoluzionari nei paesi arabi. Il terremoto in Giappone ha generato un forte allarme sui mercati, attribuibile all'impatto effettivo sui rifornimenti a livello globale. La situazione di instabilità nei paesi arabi ha suscitato timori legati ai rifornimenti di petrolio, con la possibilità che aumentasse il prezzo del greggio e il conseguente rischio che questo avrebbe comportato per la crescita a livello globale. Il valore dei titoli azionari è sceso nel secondo trimestre, che ha coinciso con il deteriorarsi della situazione politica ed economica nei paesi dell'area euro, e ha subito un brusco calo nel terzo trimestre, dominato dalla crisi del debito pubblico nei paesi dell'area euro, quando è aumentata l'avversione al rischio degli investitori. Il settore bancario è stato particolarmente instabile, con la possibilità del fallimento delle istituzioni bancarie meno solide. I mercati azionari si sono ripresi nell'ultimo trimestre dell'anno, in un periodo animato da una serie di eventi politici, tra cui il cambiamento del governo in Grecia e in Italia, sostituiti da un'amministrazione di natura tecnocratica, e una serie di incontri al vertice in Europa sulla crisi del debito pubblico. L'anno si è chiuso con un intervento concertato da parte delle banche centrali più importanti, che a fine novembre hanno iniettato altro capitale nel sistema finanziario, contribuendo ad alleviare i timori di contagio relativi alla crisi del debito pubblico europeo. Un elemento che ha caratterizzato il 2011 è stato il risultato deludente dei mercati emergenti, in particolare dei mercati di borsa dei paesi BRIC (Brasile, Russia, India e Cina), che hanno tutti subito una forte riduzione attribuibile alle preoccupazioni legate alla crescita a livello globale.

Prospettiva del mercato per il 2012

La prospettiva per il mercato nel 2012 resta molto poco chiara. A livello macroeconomico continueranno a dominare i tentativi di trovare una soluzione politica alla crisi del debito in Europa, mentre il dato economico riportato in particolare negli Stati Uniti continua a sorprendere in positivo. Sembra che ci siano ragionevoli prospettive di crescita, e il recente dato relativo all'occupazione lascia spazio alla possibilità di una revisione verso l'alto, vista la forte correlazione tra la crescita e il consumo interno. Anche la possibilità di una terza manovra di agevolazione monetaria in USA porta a prevedere un possibile miglioramento, benché sia difficile valutare fino a che punto la probabilità di un'ulteriore agevolazione sia già apprezzata dal mercato. Nonostante l'aumento dell'inflazione di base, è improbabile che in questo momento l'inflazione costituisca la preoccupazione principale per le banche centrali dei paesi industrializzati. Il rischio di una recessione all'interno dell'Unione europea spingerà le banche centrali a mantenere le agevolazioni monetarie volte a stimolare la liquidità. Se continua il rischio per la crescita nell'Unione europea, è ragionevole prevedere ulteriori tagli dei tassi da parte della BCE. Dal punto di vista dei fondamentali, si ritiene che i mercati azionari offrano proposte interessanti in base a tutti gli elementi di misurazione, mentre le stime relative alla crescita si mantengono prudenti.

PROFILO DEGLI *INVESTMENT MANAGERS* DELEGATI

Mediolanum Gestione Fondi

Mediolanum Gestione Fondi è una società con sede a Milano, fondata nel 1982, che ha 46 dipendenti. Al 31 dicembre 2011 la società aveva in gestione attività pari a circa €2,4 miliardi, di cui circa €310 milioni gestiti grazie alle proprie funzioni di *investment manager* delegato.

L'attività di investimento di Mediolanum Gestione Fondi mira a creare un livello adeguato di valore aggiunto (alpha) relativo al benchmark selezionato, allo stesso tempo riducendo il rischio. La società adotta una strategia di investimento basata su uno stile che combina l'approccio dall'alto verso il basso con quello dal basso verso l'alto. L'allocazione delle attività, l'allocazione tra le valute e l'allocazione geografica vengono definite a partire dall'analisi dei principali indicatori e prospettive macroeconomiche, mentre l'allocazione settoriale e la selezione di azioni e obbligazioni derivano dall'analisi microeconomica e dal profilo di crescita. La diversificazione è uno degli elementi più importanti. La composizione dei portafogli si basa su un alto livello di diversificazione settoriale, geografica, valutaria, degli strumenti finanziari e della durata degli investimenti, offrendo un ottimo rapporto tra rischio e ritorno.

BlackRock Investment Management Limited

BlackRock Investment Management è una società fondata nel 1988, basata sul concetto che dei professionisti esperti che applicano un approccio disciplinato alle proprie attività di investimento e utilizzano strumenti analitici sofisticati sono in grado di aggiungere valore al portafoglio dei clienti su base continuativa. A tal fine la società ha costituito dei gruppi specializzati di professionisti esperti di investimenti. L'approccio "One BlackRock" consente a questi gruppi di sfruttare le risorse dell'organizzazione a livello mondiale per realizzare gli obiettivi dei clienti. Alle competenze nel campo degli investimenti si aggiunge l'impegno nel servizio ai clienti da parte dei dirigenti ai massimi livelli. Al 31 dicembre 2011, BlackRock aveva in gestione attività pari a €3.513 miliardi di titoli azionari, titoli di debito, investimenti immobiliari, liquidità, investimenti alternativi e allocazioni di attività o strategie di bilanciamento per conto di clienti istituzionali e clienti privati.

Fin dalla sua fondazione BlackRock ha perseguito l'obiettivo di offrire un servizio migliore ai propri clienti, anticipando e reagendo ai cambiamenti e ai progressi nel settore degli investimenti, alla ricerca continua di nuovi modi di ampliare e approfondire le proprie competenze di investimento e di gestione del rischio. I due sviluppi più significativi in tal senso sono state le fusioni con Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) nel 2006 e con Barclays Global Investors (BGI) nel 2009. Oggi BlackRock offre una combinazione della storia, dell'esperienza e dell'innovazione di ognuna di queste tre società. MLIM aveva iniziato l'attività di gestione degli investimenti nel Regno Unito nel 1946, come parte della società S.G. Warburg & Co. (poi diventata Mercury Asset Management) e negli Stati Uniti nel 1976 con il nome Merrill Lynch. Le origini di BGI risalgono al 1922, quando le due organizzazioni da cui deriva (Wells Fargo Investment Advisors e Wells Fargo Bank) hanno iniziato a gestire attività istituzionali negli Stati Uniti. BGI è stata costituita nel 1995 a seguito della fusione tra Barclays de Zoete Wedd Investment Management e Wells Fargo Nikko Investment Advisors.

Legal & General Investment Management Limited

Legal & General Investment Management Limited è stata fondata nel 1970, e al 30 settembre 2011 aveva in gestione attività pari a circa €403 miliardi. LGIM ha sede a Londra e ha 878 dipendenti in tre paesi.

Legal & General Investment Management Limited è un *investment manager* specializzato in investimenti a lungo termine e a basso rischio, che si impegna ad applicare la propria esperienza di investimenti sia attivi che passivi alla gestione prudente dei fondi dei propri clienti. La società, che combina in un'unica piattaforma le risorse di una grande istituzione e le conoscenze di un gestore specializzato, ha il fine di ottenere una buona performance su base regolare rispetto agli obiettivi concordati, in combinazione con un servizio di prima qualità e a fronte di commissioni molto competitive.

PROFILO DEGLI *INVESTMENT MANAGERS* DELEGATI (cont.)

Investment Managers Delegati (cont.)

DJE Kapital AG

DJE Kapital AG è una società fondata nel 1974, che al 31 dicembre 2011 aveva in gestione attività pari a circa €9 miliardi. DJE ha sede a Pullach, in Germania, e ha 100 dipendenti in 3 paesi.

DJE Kapital AG persegue uno stile di investimento molto attivo a orientamento *value*, basato su un metodo applicato costantemente per oltre 35 anni alla maggior parte dei fondi e dei mandati di investimento della società: il metodo FMM. In base a questo approccio, i mercati di borsa e i mercati finanziari vengono analizzati da tre punti di vista: analisi dei Fondamentali, politica Monetaria e analisi tecnica di Mercato. La ricerca sui fondamentali, che si concentra sulle singole società e sui loro dirigenti principali, è essenziale per determinare l'allocazione delle attività a lungo termine. Gli analisti non si limitano a valutare gli utili e il rapporto tra utili e bilancio, ma esaminano anche i dati di maggior rilievo e sono quindi in grado di scegliere società particolarmente solide e con dei buoni risultati finanziari. L'analisi monetaria riguarda informazioni sui prestiti ottenuti, i tassi di interesse, la disponibilità di fondi e la liquidità in eccesso, in modo da poter prevedere i livelli di liquidità futuri e quindi riuscire a stabilire un quadro generale, dal punto di vista monetario, del potenziale futuro sui mercati di borsa. Infine viene esaminata la fiducia del mercato alla luce di indicatori selezionati, riuscendo spesso ad anticipare in che direzione andranno le tendenze del mercato e quindi a reagire in modo opportuno e in tempi brevi.

Dueemme SGR S.p.A.

Dueemme SGR S.p.A. è stata fondata nel 2002 e, insieme a Dueemme International Lux e Dueemme Capital, è una società interamente posseduta da Banca Esperia, la banca privata di Mediobanca e Mediolanum. Al 31 dicembre 2011 il gruppo aveva in gestione attività pari a oltre €13 miliardi. Dueemme SGR ha sede a Milano, in Italia, e il Gruppo ha 270 dipendenti in Italia, Lussemburgo e Regno Unito.

La strategia di investimento di Dueemme SGR S.p.A. viene applicata sostanzialmente in base alla ricerca sui fondamentali e all'ottimizzazione del portafoglio. Da quando ha iniziato l'attività, Dueemme SGR S.p.A. ha sviluppato dei modelli di investimento specializzati sia per i clienti di tipo più tradizionale, che fanno riferimento ad un benchmark (principalmente fondi pensionistici e altri investitori istituzionali e privati), sia per prodotti di tipo alternativo con un ritorno totale.

Credit Suisse Asset Management Funds S.p.A SGR

Credit Suisse Asset Management Funds S.p.A SGR è una società con 37 dipendenti che fa parte del gruppo Credit Suisse (Italia). Al 31 dicembre 2011 le attività in gestione della divisione Credit Suisse Asset Management in Italia erano pari complessivamente a €18,6 miliardi. Il gruppo Credit Suisse, che ha sede principale a Zurigo, ha 50.700 dipendenti in 50 paesi.

La strategia di investimento di Credit Suisse si basa sull'allocazione degli attivi con un approccio *top-down*, con particolare concentrazione sui mercati azionari, obbligazionari, delle materie prime e sui mercati valutari e un uso selettivo delle proprie competenze interne in materia di selezione dei titoli. La società investe in una determinata serie di classi di attività e si concentra sulla generazione di opinioni di mercato in grado di avere un impatto significativo sulla performance. La gestione del rischio del portafoglio viene effettuata tramite previsioni quantitative relative al rischio ottimale e una specifica assegnazione di responsabilità, separando le attività legate alla gestione degli investimenti in tre categorie: strategia di investimento, costruzione del portafoglio e gestione del portafoglio per conto dei clienti.

PROFILO DEGLI *INVESTMENT MANAGERS* DELEGATI (cont.)

Investment Managers Delegati (cont.)

TREA Capital Partners

Trea Capital Partners S.V. è stata fondata nel 2006, e al 31 dicembre 2011 aveva in gestione attività pari a circa €1 miliardo. È una società di *asset management* specializzata che ha sede a Barcellona, con 20 dipendenti, 11 dei quali si occupano esclusivamente delle attività di *asset management*.

Trea Capital Partners S.V. è una società di *asset management* specializzata in mandati istituzionali, che applica una metodologia che copre tutti i diversi stili di gestione, con una particolare concentrazione sull'analisi del controllo del rischio dei portafogli, per offrire ai propri clienti la massima performance.

BNP Paribas Asset Management

BNP Paribas Asset Management è una società all'avanguardia nell'analisi dei fondamentali e nella gestione delle classi di attività con una maggiore presenza sul mercato, oltre ad essere la più grande e quella con più lunga esperienza tra le società che fanno parte di BNP Paribas Investment Partners – la divisione dedicata all'*asset management* del gruppo BNP Paribas. Al 31 dicembre 2011 la società, che dispone di una rete di circa 60 centri di investimento in cui lavorano intorno a 800 professionisti del settore, aveva in gestione attività pari a circa €413 miliardi.

BNP Paribas Investment Partners offre una gamma completa di servizi di *investment management* a clienti istituzionali e clienti privati in tutto il mondo. Il concetto di partnership è alla base dell'approccio adottato dalla società, sia per il modo in cui opera, come parte di una famiglia di società, sia nei rapporti con i propri clienti. BNP Paribas Asset Management offre ai clienti i benefici che derivano dalla vasta esperienza e dalle competenze dei propri specialisti in diverse classi di attività. Nel proporre soluzioni personalizzate che meglio si adattano alle esigenze di investimento specifiche dei clienti, con le proprie ricerche di tipo *bottom-up* e *top-down* è in grado di identificare i fattori che determineranno il rendimento dell'investimento nel lungo termine, allo stesso tempo applicando sempre una rigorosa gestione del rischio. BNP Paribas Asset Management ha centri di *asset management* ad Amsterdam, Bruxelles, Buenos Aires, Francoforte, Hong Kong, Londra, Madrid, Milano, New York, Paris, Singapore e Tokyo.

RELAZIONE DI CERTIFICAZIONE DEL REVISORE INDIPENDENTE AI SOTTOSCRITTORI DEL FONDO CHALLENGE FUNDS

Abbiamo revisionato i prospetti finanziari del fondo Challenge Funds ("il Fondo") per l'esercizio conclusosi il 31 dicembre 2011, che riportano lo Stato patrimoniale, il Rendiconto di gestione, le Variazioni del Patrimonio Netto attribuibile ai Sottoscrittori di quote riscattabili, le Variazioni del numero di quote e le relative note da 1 a 25. Tali prospetti sono stati redatti in base alle politiche contabili ivi descritte.

La presente relazione viene rilasciata esclusivamente ai sottoscrittori del fondo in solido, ai sensi di quanto previsto dalla Normativa della Comunità europea del 2011 (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) e dal Regolamento del Fondo. Il nostro lavoro di revisione è stato svolto in modo da poter sottoscrivere le dichiarazioni che siamo obbligati a rilasciare ai sottoscrittori in una relazione di revisione finanziaria e a nessun altro scopo. Nei limiti consentiti dalla legge, non accettiamo né ci assumiamo alcuna responsabilità nei confronti di chiunque altro, a parte il fondo e i sottoscrittori del fondo in solido, in merito al nostro lavoro di revisione, a questa relazione e al giudizio da noi formulato.

Responsabilità rispettive della Banca Depositaria, della Società di Gestione e dei Revisori contabili

La Società di Gestione è responsabile della redazione della relazione annua che comprende, come indicato nella Dichiarazione delle responsabilità della Società di Gestione, la preparazione dei prospetti finanziari conformemente alle leggi vigenti e agli standard di revisione contabile emanati dall'Accounting Standards Board e pubblicati dall'Institute of Chartered Accountants in Ireland (Standard di revisione contabile generalmente accettati in Irlanda). La Banca Depositaria è responsabile della salvaguardia delle attività del Fondo.

Le nostre responsabilità di revisori contabili indipendenti si limitano alla revisione dei prospetti finanziari in conformità con i requisiti legali e normativi di riferimento e con gli standard di revisione contabile internazionali stabiliti per l'Irlanda e il Regno Unito

È nostro dovere valutare se, a nostro giudizio, i prospetti finanziari danno una visione veritiera e corretta, conformemente agli Standard di revisione contabile generalmente accettati in Irlanda e se sono adeguatamente preparati ai sensi delle leggi vigenti in Irlanda, compresa la Normativa della Comunità europea del 2011 (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari), e del Regolamento del Fondo.

Leggiamo le altre informazioni contenute nella Relazione annua e valutiamo le implicazioni che riguardano la nostra relazione se riscontriamo dichiarazioni all'apparenza erranee o discrepanze rilevanti rispetto ai prospetti finanziari. Queste altre informazioni si limitano alla Dichiarazione delle responsabilità della Società di Gestione, alla Relazione e responsabilità della Banca Depositaria, alla Relazione dell'*Investment Manager*, al Profilo degli *Investment Managers* Delegati, alle Tabelle degli investimenti e alla Tabella delle variazioni di portafoglio. Le nostre responsabilità si limitano a queste informazioni.

Base per il giudizio professionale

Abbiamo condotto la nostra revisione conformemente agli Standard di Revisione Contabile internazionali per l'Irlanda e il Regno Unito emanati dall'*Auditing Practices Board*. Una revisione contabile comprende l'esame, a campione, di elementi attinenti a importi e risultati dei prospetti finanziari. Comprende anche una valutazione delle stime significative e dei giudizi espressi dalla Società di Gestione nella preparazione dei prospetti finanziari e dell'adeguatezza dei principi contabili alla situazione del Fondo, nonché della loro applicazione in modo conforme e con adeguate spiegazioni.

Abbiamo pianificato e condotto la nostra attività di revisione in modo da ottenere tutte le informazioni e le spiegazioni che abbiamo ritenuto necessarie al fine di acquisire prove sufficienti per poter stabilire con ragionevole sicurezza che i prospetti finanziari sono privi di errori rilevanti, siano essi causati da frode o da altra irregolarità o errore. Nell'esprimere il nostro giudizio professionale abbiamo valutato l'adeguatezza generale del modo di presentare le informazioni nei prospetti finanziari.

Giudizio professionale

A nostro giudizio, i prospetti finanziari:

danno una rappresentazione veritiera e corretta, secondo quanto previsto dagli Standard di revisione contabile generalmente accettati in Irlanda, della situazione del Fondo al 31 dicembre 2011 e dei risultati derivanti dalle operazioni per l'anno terminato in detta data; e sono stati correttamente preparati, conformemente alle disposizioni della Normativa della Comunità europea del 2011 (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) e del Regolamento del Fondo.

Nome del rappresentante autorizzato
Per conto di
Chartered Accountants and Registered Auditors
Dublino
Data:

STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)	CHALLENGE TOTAL RETURN FUND		CHALLENGE PROVIDENT FUND 1	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ATTIVO				
Investimenti in valori mobiliari	555.793.751	773.156.651	626.108.254	527.031.604
Investimenti in organismi di investimento collettivo	109.323.816	130.085.381	-	1.058.764
Liquidità in banca (nota 11)	24.244.789	48.519.370	115.493.459	94.569.972
Importo esigibile alla vendita di investimenti	-	-	-	-
Importo esigibile su emissioni	2.118.538	9.796.756	1.818.981	1.776.374
Interessi e dividendi esigibili, netti	9.091.734	8.845.476	1.982.269	822.125
Investimenti in opzioni (nota 14)	-	150.587	-	-
Utile non realizzato su contratti <i>future</i> (nota 15)	83.057	796.867	1.442.027	1.673.583
Utile non realizzato su contratti di cambio a termine (nota 13)	168.850	182.218	-	-
Utile non realizzato su <i>swap</i>	-	-	-	-
Altre attività	-	-	-	4.373
TOTALE ATTIVO	700.824.535	971.533.306	746.844.990	626.936.795
PASSIVO				
Scoperto in banca (nota 11)	115.628	2.257.576	2.810.211	3.352.761
Importo pagabile all'acquisto di investimenti	2.971.116	-	2	-
Importo pagabile al riscatto	2.842.088	5.340.124	510.190	318.608
<i>Written options</i> (nota 14)	-	11.906	-	-
Perdita non realizzata su contratti <i>future</i> (nota 15)	1.698.160	781.054	1.873.450	607.246
Perdita non realizzata su contratti di cambio a termine (nota 13)	169.439	23.360	-	-
Perdita non realizzata su <i>swap</i>	-	-	-	-
Oneri di gestione e di consulenza pagabili (nota 8)	710.729	985.850	1.776.917	1.499.643
Commissione di performance pagabile (nota 9)	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> non realizzato su investimenti	-	-	-	-
Altre spese pagabili	97.903	141.130	95.582	59.188
TOTALE PASSIVO (escluso l'attivo netto attribuibile ai sottoscrittori di quote riscattabili)	8.605.063	9.541.000	7.066.352	5.837.446
ATTIVO NETTO ATTRIBUIBILE AI SOTTOSCRITTORI DI QUOTE RISCATTABILI	692.219.472	961.992.306	739.778.638	621.099.349
Classe Mediolanum L				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum L con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S				
Numero di quote 'A' in circolazione	69.053.057,311	91.202.364,852	-	-

STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)

	CHALLENGE TOTAL RETURN FUND		CHALLENGE PROVIDENT FUND 1	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
Valore Unitario per Quota	10,024	10,548	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum P				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-111.165.885,87884	519.536,789
Valore Unitario per Quota	-	-	6,655	7,349

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Manager, on March 28, 2012:

Director:



Director:



STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)	CHALLENGE PROVIDENT FUND 2		CHALLENGE PROVIDENT FUND 3	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ATTIVO				
Investimenti in valori mobiliari	70.396.670	58.809.365	73.840.841	53.587.590
Investimenti in organismi di investimento collettivo	-	61.378	-	-
Liquidità in banca (nota 11)	16.957.897	8.189.040	3.567.448	2.966.313
Importo esigibile alla vendita di investimenti	-	-	-	-
Importo esigibile su emissioni	172.266	179.485	207.465	178.118
Interessi e dividendi esigibili, netti	740.915	424.916	1.025.111	682.440
Investimenti in opzioni (nota 14)	-	-	-	-
Utile non realizzato su contratti <i>future</i> (nota 15)	219.087	130.998	-	-
Utile non realizzato su contratti di cambio a termine (nota 13)	-	-	-	-
Utile non realizzato su <i>swap</i>	-	-	-	-
Altre attività	-	-	-	-
TOTALE ATTIVO	88.486.835	67.795.182	78.640.865	57.414.461
PASSIVO				
Scoperto in banca (nota 11)	323.143	224.016	-	-
Importo pagabile all'acquisto di investimenti	2	-	-	-
Importo pagabile al riscatto	59.085	30.366	92.624	69.517
<i>Written options</i> (nota 14)	-	-	-	-
Perdita non realizzata su contratti <i>future</i> (nota 15)	168.464	24.285	-	-
Perdita non realizzata su contratti di cambio a termine (nota 13)	-	-	-	-
Perdita non realizzata su <i>swap</i>	-	-	-	-
Oneri di gestione e di consulenza pagabili (nota 8)	166.741	129.728	95.096	70.661
Commissione di performance pagabile (nota 9)	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> non realizzato su investimenti	-	-	-	-
Altre spese pagabili	11.301	13.881	10.619	12.160
TOTALE PASSIVO (escluso l'attivo netto attribuibile ai sottoscrittori di quote riscattabili)	728.736	422.276	198.339	152.338
ATTIVO NETTO ATTRIBUIBILE AI SOTTOSCRITTORI DI QUOTE RISCATTABILI				
	87.758.099	67.372.906	78.442.526	57.262.123
Classe Mediolanum L				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum L con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-

STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)

	CHALLENGE PROVIDENT FUND 2		CHALLENGE PROVIDENT FUND	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum P				
Numero di quote 'A' in circolazione	9.124.298,6387	022.423,1396	241.935,5644	828.849
Valore Unitario per Quota	9,618	9,594	12,567	11

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Manager on March 28, 2012:

Director:



Director:



STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)	CHALLENGE PROVIDENT FUND 4		CHALLENGE PROVIDENT FUND 5	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ATTIVO				
Investimenti in valori mobiliari	87.582.892	64.387.217	202.724.146	188.112.981
Investimenti in organismi di investimento collettivo	-	-	-	-
Liquidità in banca (nota 11)	5.485.116	642.022	16.046.314	3.741.700
Importo esigibile alla vendita di investimenti	-	-	-	-
Importo esigibile su emissioni	398.976	404.134	471.502	390.775
Interessi e dividendi esigibili, netti	1.574.866	785.100	1.668.576	1.789.937
Investimenti in opzioni (nota 14)	-	-	-	-
Utile non realizzato su contratti <i>future</i> (nota 15)	-	-	-	-
Utile non realizzato su contratti di cambio a termine (nota 13)	-	-	-	-
Utile non realizzato su <i>swap</i>	-	-	-	-
Altre attività	-	-	-	-
TOTALE ATTIVO	95.041.850	66.218.473	220.910.538	194.035.393
PASSIVO				
Scoperto in banca (nota 11)	-	-	-	-
Importo pagabile all'acquisto di investimenti	-	-	-	-
Importo pagabile al riscatto	288.644	171.952	236.979	182.254
<i>Written options</i> (nota 14)	-	-	-	-
Perdita non realizzata su contratti <i>future</i> (nota 15)	-	-	-	-
Perdita non realizzata su contratti di cambio a termine (nota 13)	-	-	-	-
Perdita non realizzata su <i>swap</i>	-	-	-	-
Oneri di gestione e di consulenza pagabili (nota 8)	80.139	55.851	235.486	209.284
Commissione di performance pagabile (nota 9)	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> non realizzato su investimenti	-	-	-	-
Altre spese pagabili	12.020	13.186	29.102	42.035
TOTALE PASSIVO (escluso l'attivo netto attribuibile ai sottoscrittori di quote riscattabili)	380.803	240.989	501.567	433.573
ATTIVO NETTO ATTRIBUIBILE AI SOTTOSCRITTORI DI QUOTE RISCATTABILI	94.661.047	65.977.484	220.408.971	193.601.820
Classe Mediolanum L				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum L con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-

STATO PATRIMONIALE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)

	CHALLENGE PROVIDENT FUND 4		CHALLENGE PROVIDENT FUND 5	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum S con copertura				
Numero di quote 'A' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Numero di quote 'B' in circolazione	-	-	-	-
Valore Unitario per Quota	-	-	-	-
Classe Mediolanum P				
Numero di quote 'A' in circolazione	8.412.482,34	75.912.534,26	322.419.273,50	319.639.313,14
Valore Unitario per Quota	11,252	11,159	9,831	9,858

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Manager on March 28, 2012:

Director:



Director:



RENDICONTO DI GESTIONE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

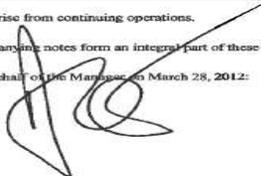
(valori espressi in EUR)	CHALLENGE TOTAL RETURN FUND		CHALLENGE PROVIDENT FUND 1	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ENTRATE				
Dividendi	299.457	983.493	11.548.262	9.421.114
Interessi sugli investimenti in titoli	21.533.204	20.530.087	2.991.166	1.871.757
Interessi bancari	514.749	411.221	1.000.398	398.273
Altre entrate	16.278	16.429	387.688	221.829
TOTALE ENTRATE	22.363.688	21.941.230	15.927.514	11.912.973
USCITE				
Commissione di gestione (nota 8)	10.107.321	10.864.391	20.133.035	14.821.333
Commissione di performance (nota 9)	1.076.529	2.284.474	-	-
Oneri di banca depositaria (nota 8)	166.074	187.728	136.467	100.483
Spese di domiciliazione, amministrazione e trasferimento (nota 8)	60.004	63.037	43.238	33.526
Retribuzione dei revisori	8.080	13.546	8.636	8.746
Oneri bancari e spese di corrispondenti	262.720	255.125	621	577
Altre uscite	488.126	601.032	494.873	389.172
Trattenuta fiscale su dividendi e interessi	80.243	57.316	2.715.731	2.138.433
TOTALE USCITE	12.249.097	14.326.649	23.532.601	17.492.270
TOTALE ENTRATE/(USCITE) NETTE DA INVESTIMENTO	10.114.591	7.614.581	(7.605.087)	(5.579.297)
Plusvalenze nette realizzate su vendita di investimenti	1.614.995	8.545.023	6.977.561	34.755.906
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su contratti di cambio a termine	420.627	239.275	-	(760.957)
(Minusvalenze)/plusvalenze nette realizzate su contratti <i>future</i>	(747.931)	1.345.706	(24.417.034)	12.921.696
(Minusvalenze)/plusvalenze nette realizzate su valuta	(168.869)	247.622	1.370.857	5.468.791
(Minusvalenze) nette realizzate su opzioni	(31.675)	(34.581)	-	-
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su <i>swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> realizzato	-	-	-	-
TOTALE UTILE /(PERDITA) NETTO REALIZZATO	1.087.147	10.343.045	(16.068.616)	52.385.436
Variazione delle plusvalenze / (minusvalenze) nette non realizzate su:				
Investimenti	(47.711.937)	(10.593.022)	(42.774.048)	8.749.059
Contratti <i>future</i>	(1.630.953)	1.010.245	(1.497.760)	(1.263.452)
Contratti di cambio a termine	(159.448)	176.231	-	-
Opzioni	33.363	(33.654)	-	-
<i>Swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> su investimenti	-	-	-	-
TOTALE VARIAZIONE DELLE (MINUSVALENZE)/ PLUSVALENZE NON REALIZZATE	(49.468.975)	(9.440.200)	(44.271.808)	7.485.607
TOTALE (PERDITE)/UTILI RICONOSCIUTI PER L'ANNO	(38.267.237)	8.517.426	(67.945.511)	54.291.746
Costi finanziari				
- distribuzione ai sottoscrittori di quote riscattabili	-	-	-	-
(PERDITE)/UTILI ATTRIBIBILI ALLE QUOTE RISCATTABILI	(38.267.237)	8.517.426	(67.945.511)	54.291.746

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Manager on March 28, 2012:

Director:



Director:



RENDICONTO DI GESTIONE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

(valori espressi in EUR)	CHALLENGE PROVIDENT FUND 2		CHALLENGE PROVIDENT FUND 3	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ENTRATE				
Dividendi	453.921	330.955	-	-
Interessi sugli investimenti in titoli	1.351.572	872.172	1.838.944	1.271.704
Interessi bancari	44.654	43.407	14.879	6.964
Altre entrate	8.186	3.827	-	108
TOTALE ENTRATE	1.858.333	1.250.361	1.853.823	1.278.776
USCITE				
Commissione di gestione (nota 8)	1.787.984	1.313.537	996.786	731.834
Commissione di performance (nota 9)	-	-	-	-
Oneri di banca depositaria (nota 8)	15.218	11.219	13.296	9.798
Spese di domiciliazione, amministrazione e trasferimento (nota 8)	6.255	5.719	5.673	5.271
Retribuzione dei revisori	1.025	949	916	806
Oneri bancari e spese di corrispondenti	1	47	-	-
Altre uscite	51.118	42.992	36.549	30.270
Trattenuta fiscale su dividendi e interessi	108.766	79.243	-	-
TOTALE USCITE	1.970.367	1.453.706	1.053.220	777.979
TOTALE (USCITE)/ENTRATE NETTE DA INVESTIMENTO	(112.034)	(203.345)	800.603	500.797
Plusvalenze nette realizzate su vendita di investimenti	1.034.330	1.864.354	903.336	848.475
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su contratti di cambio a termine	-	-	-	-
(Minusvalenze)/plusvalenze nette realizzate su contratti <i>future</i>	(970.835)	1.144.869	-	-
Plusvalenze nette realizzate su valuta	470.475	534.267	11.384	80.490
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su opzioni	-	-	-	-
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su <i>swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> realizzato	-	-	-	-
TOTALE UTILE NETTO REALIZZATO	533.970	3.543.490	914.720	928.965
Variazione delle plusvalenze / (minusvalenze) nette non realizzate su:				
Investimenti	220.691	2.449.484	2.635.587	1.441.245
Contratti <i>future</i>	(56.090)	(74.058)	-	-
Contratti di cambio a termine	-	-	-	-
Opzioni	-	-	-	-
<i>Swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> su investimenti	-	-	-	-
TOTALE VARIAZIONE DELLE PLUSVALENZE NON REALIZZATE	164.601	2.375.426	2.635.587	1.441.245
TOTALE UTILI RICONOSCIUTI PER L'ANNO	586.537	5.715.571	4.350.910	2.871.007
Costi finanziari				
- distribuzione ai sottoscrittori di quote riscattabili	-	-	-	-
UTILI ATTRIBUIBILI ALLE QUOTE				
RISCATTABILI	586.537	5.715.571	4.350.910	2.871.007

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Management on March 28, 2012:

Director:

Director:

RENDICONTO DI GESTIONE

AL 31 DICEMBRE 2011 (cont.)

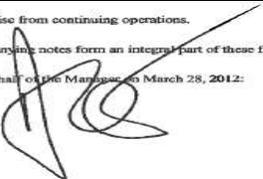
(valori espressi in EUR)	CHALLENGE PROVIDENT FUND 4		CHALLENGE PROVIDENT FUND 5	
	Dicembre 2011	Dicembre 2010	Dicembre 2011	Dicembre 2010
ENTRATE				
Dividendi	-	-	-	-
Interessi sugli investimenti in titoli	2.282.604	1.553.356	5.295.889	4.306.798
Interessi bancari	29.332	3.902	188.870	9.175
Altre entrate	-	34	-	-
TOTALE ENTRATE	2.311.936	1.557.292	5.484.759	4.315.973
USCITE				
Commissione di gestione (nota 8)	823.061	535.275	2.690.905	2.111.657
Commissione di performance (nota 9)	-	-	-	-
Oneri di banca depositaria (nota 8)	15.679	10.234	41.410	32.485
Spese di domiciliazione, amministrazione e trasferimento (nota 8)	6.404	5.282	14.252	12.290
Retribuzione dei revisori	1.106	929	2.571	2.727
Oneri bancari e spese di corrispondenti	17	-	105	-
Altre uscite	42.974	31.545	109.791	99.244
Trattenuta fiscale su dividendi e interessi	-	-	-	-
TOTALE USCITE	889.241	583.265	2.859.034	2.258.403
TOTALE ENTRATE NETTE DA INVESTIMENTO	1.422.695	974.027	2.625.725	2.057.570
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su vendita di investimenti	145.676	31.350	(1.766.829)	99.639
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su contratti di cambio a termine	-	-	-	-
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su contratti <i>future</i>	-	-	-	-
Plusvalenze nette realizzate su valuta	-	-	559	659
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su opzioni	-	-	-	-
Plusvalenze/(minusvalenze) nette realizzate su <i>swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> realizzato	-	-	-	-
TOTALE UTILE /(PERDITA) NETTO REALIZZATO	145.676	31.350	(1.766.270)	100.298
Variazione delle plusvalenze / (minusvalenze) nette non realizzate su:				
Investimenti	(866.654)	(884.026)	(1.489.445)	(5.322.783)
Contratti <i>future</i>	-	-	-	-
Contratti di cambio a termine	-	-	-	-
Opzioni	-	-	-	-
<i>Swap</i>	-	-	-	-
<i>Capital gain</i> su investimenti	-	-	-	-
TOTALE VARIAZIONE DELLE (MINUSVALENZE) REALIZZATE	(866.654)	(884.026)	(1.489.445)	(5.322.783)
TOTALE UTILI/(PERDITE) RICONOSCIUTI PER L'ANNO	701.717	121.351	(629.990)	(3.164.915)
Costi finanziari				
- distribuzione ai sottoscrittori di quote riscattabili	-	-	-	-
UTILI/(PERDITE) ATTRIBUIBILI ALLE QUOTE RISCATTABILI	701.717	121.351	(629.990)	(3.164.915)

All results arise from continuing operations.

The accompanying notes form an integral part of these financial statements.

Signed on behalf of the Manager on March 28, 2012:

Director:



Director:





MEDIOLANUM INTERNATIONAL FUNDS Ltd
Block B,
Iona Building,
Shelbourne Road,
Dublin 4 - Ireland
www.mediolanuminternationalfunds.it