

## Long Term Investment Fund

### Stato del Fondo

Alla fine di giugno il Fondo LTIF ha registrato la seguente evoluzione del Valore del Patrimonio Netto per azione e del patrimonio netto in gestione.

**Tabella 1: Valore del Patrimonio Netto – Patrimonio netto in gestione**

Giugno 2006	Valore Patrimonio Netto	Δ Giugno	Δ 3 mesi	Δ 12 mesi	Δ Da inizio anno
<b>LTIF - Classic</b>	274.19	1.56%	-1.11%	35.36%	11.71%
<b>LTIF - Alpha</b>	134.93	2.95%	2.76%	24.47%	14.13%
<b>LTIF - Stability</b>	105.48	0.68%	0.91%	n.a.	5.01%
<b>LTIF - Energy</b>	136.86	2.71%	-3.10%	28.04%	8.51%
<b>AC MSCI World Index</b>	3,079	0.46%	-5.67%	11.24%	-1.88%

Nel corso di quest'ultimo quadrimestre il Fondo LTIF è stato trasferito dalle Isole Vergini Britanniche al Lussemburgo (i nuovi dati della teleborsa di Bloomberg vengono mostrati alla fine del presente Bollettino Informativo). L'operazione, relativamente complicata, è andata in porto senza problemi grazie all'eccellente lavoro svolto dal vecchio Amministratore del Fondo, la società TMF di Rotterdam. Resta solo da trasferire un piccolo importo, ma ci aspettiamo che arriverà in Lussemburgo nel corso dei prossimi mesi, al momento della chiusura dei fondi nelle Isole Vergini Britanniche verso la fine dell'estate.

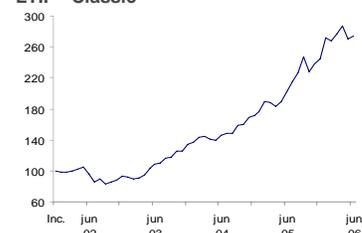
Il processo di registrazione dei Fondi in tutti i principali paesi europei è ancora in corso. Entro la fine dell'estate il Fondo dovrebbe essere totalmente disponibile al pubblico degli investitori nella maggior parte di questi paesi.

### Evoluzione dei Fondi

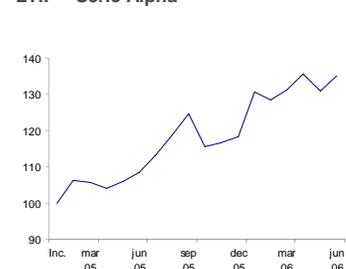
Durante l'ultimo quadrimestre, l'evoluzione delle società del nostro Portafoglio è stata altamente soddisfacente in generale, anche se vi sono state alcune eccezioni:

- Clinton Cards, una società britannica di produzione e vendita al dettaglio di biglietti di auguri ha attraversato un pessimo periodo dovuto a difficoltà maggiori del previsto, sorte per l'integrazione del suo principale concorrente acquistato l'anno scorso. Queste difficoltà hanno conciso con una debolezza generale dell'ambiente globale della vendita al dettaglio e una generale caduta delle vendite di biglietti di auguri. Abbiamo pertanto dovuto vendere questa posizione.
- Sanderson Farms, un produttore americano di pollame, è passato attraverso momenti difficili di caduta della domanda a causa del timore per la febbre aviaria. La sovracapacità dell'industria ha determinato un forte abbassamento e la società ha registrato contabilmente delle lievi perdite nel corso dell'ultimo quadrimestre.
- Alcuni produttori di materie prime nel nostro portafoglio hanno dovuto realizzare forti ammortamenti contabili per deprezzamento a causa delle azioni di copertura. Molti produttori di materie prime infatti vendono la loro futura produzione nei mercati a termine per garantirsi un determinato prezzo bloccato. Questo potrebbe essere un

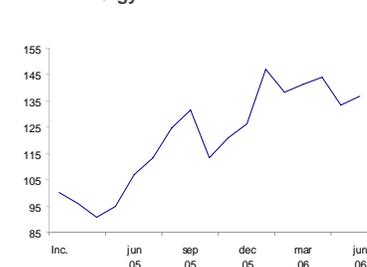
**Grafico 1**  
LTIF - Classic



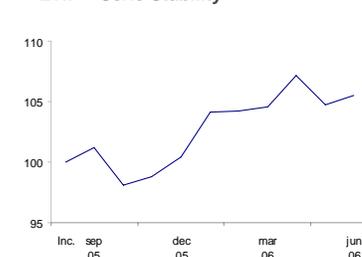
**Grafico 2**  
LTIF - Serie Alpha



**Grafico 3**  
LTIF - Energy



**Grafico 4**  
LTIF - Serie Stability



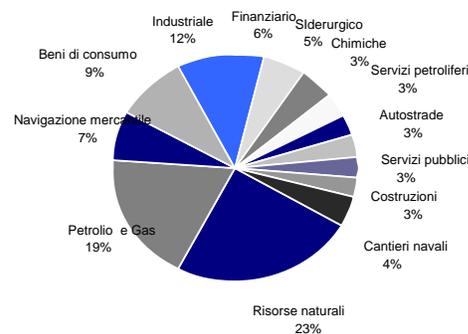
metodo prudente per garantire che la società sarà in possesso di contante per sostenere i proprio progetti di espansione del capitale, a prescindere da cosa faranno i prezzi delle materie prime. Ma quando questi prezzi aumentano al disopra delle coperture, i nuovi principi contabili richiedono spesso che la differenza tra l'attuale prezzo di vendita (determinato dalla copertura) e il prezzo di mercato delle materie prime debba venire immediatamente riconosciuta come perdita, anche con rispetto a vendite future. Questo può provocare delle enormi perdite contabili in un determinato trimestre se i prezzi delle materie prime sono aumentati bruscamente e le operazioni di copertura sono state effettuate sopra la produzione di vari trimestri. Ma si tratta comunque di perdite esclusivamente contabili: le vendite a termine verranno registrate ai prezzi di mercato, anche se sono state realizzate ai prezzi di copertura. Si tratta di perdite che non sono realmente preoccupanti.

- Più importante è il fatto che un ristretto numero di società minerarie stanno riportando dei risultati di produzioni lievemente deludenti, o un po' deludenti. In alcuni casi, il materiale ferroso è di qualità inferiore (meno concentrato) del previsto. In altri casi si sono verificati degli incidenti che hanno provocato la chiusura degli impianti produzione per giorni o settimane. Per finire stanno diventando più frequenti gli scioperi dei lavoratori che reclamano la loro quota di partecipazione ai crescenti profitti. Tutti questi fattori si fanno risentire negativamente gli utili di queste società, ma garantiscono comunque che il prezzo delle materie prime resterà alto, come vedremo oltre.

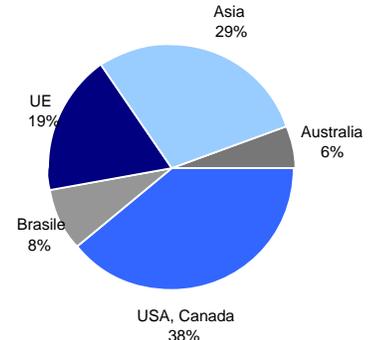
Tuttavia, nonostante queste precisazioni, va riportato che la profittabilità globale del Fondo (quella delle sue società) è comunque eccellente. Noi prevediamo di ottenere un "utile trasparente normalizzato" di 7 € circa per il quadrimestre. Questo utile trasparente normalizzato rappresenta un concetto importante su cui ci soffermeremo più avanti.

I grafici di cui sotto mostrano la composizione del Fondo ripartita per settore economico e per zona geografica.

**Grafico 5**  
Ripartizione per settore economico



**Grafico 6**  
Ripartizione per zona geografica



### **Prezzi e utili: il concetto di “trasparenza”**

Abbiamo più volte ripetuto che ogni investimento può essere visto sotto due differenti punti di vista. In base al primo, il prezzo di mercato dell'investimento è quello che importa, e il denaro si guadagna quando si vende l'investimento ad un prezzo superiore al suo prezzo di acquisto. Abbiamo denominato questo approccio “trading”, o anche “speculazione”. Lo speculatore di successo in realtà non ha bisogno di saperne molto sulle attività che compra, fintanto che il loro prezzo aumenta.

Il secondo approccio si focalizza sulla profittabilità di queste attività. Gli investitori possono comprare delle attività che rendono un utile, e guadagnare dei soldi attraverso le “rendite” che pagano queste attività, che devono essere commisurate con il prezzo di acquisto. In base a questo approccio, il susseguente prezzo di mercato dell'attività non è molto importante, salvo nel caso in cui l'investitore decida di venderla perché il prezzo è aumentato bruscamente, al fine di comprare un'altra attività a un prezzo inferiore che possa offrire un maggior livello di utili. Abbiamo denominato questo approccio “investimento strategico” che rappresenta naturalmente la strategia che perseguiamo con il Fondo LTIF.

Gli speculatori, se lo desiderano, possono seguire l'evoluzione dei loro investimenti praticamente minuto per minuto: devono solamente monitorare i prezzi di mercato dei loro investimenti in Internet, Bloomberg, CNBC o sulla stampa. Se le loro azioni salgono, stanno guadagnando dei soldi, se cadono, li stanno perdendo.

Gli investitori strategici invece potrebbero anche non ricevere queste informazioni su come stanno andando i loro investimenti, perché le cifre che gli interessano veramente non sono i prezzi delle loro azioni, ma gli utili riportati dalle società che possiedono, e le società non aggiornano costantemente i report relativi alla loro profittabilità. Inoltre, questa profittabilità è facile da conoscere (una volta al trimestre) quando l'investitore possiede le società direttamente, ma è praticamente impossibile determinarla se l'investitore le possiede attraverso un fondo d'investimento, perché il fondo normalmente non divulga la composizione esatta del proprio portafoglio. E anche se lo facesse, calcolare gli utili aggregati di tutte le società nella proporzione appropriata e determinare gli “utili” per azione del fondo sarebbe in compito veramente difficoltoso.

Ancora una volta, ciò che realmente importa ad un investitore strategico, è la cifra cosiddetta degli “utili trasparenti”, dato che implica la visione oltre la struttura legale del fondo sulla realtà economica delle attività sottostanti.

Come menzionato sopra, stimiamo che i nostri utili trasparenti per il 2006 si aggirano intorno ai 30 € per azione del Fondo. Ciò significa che attualmente il rendimento del Fondo per i suoi investitori è pari al 10,9% (dato che il prezzo delle azioni del Fondo alla fine di giugno era pari a 274,19 €). È importante notare che la tendenza di questi utili è al rialzo: nel 2005, il fondo ha reso 20 € per azione. Ci aspettiamo che potrà guadagnarne circa 40 € nel corso del 2007. Noi crediamo quindi che l'investimento nel Fondo si è rivelato essere estremamente redditizio, *a prescindere da come si sono comportati i prezzi delle sue azioni*. Ma se il mercato dovesse assegnare un P/E (rapporto prezzo/utile) di 10 alle nostre azioni (la media del mercato globale attualmente oscilla intorno a 15), il Valore del Patrimonio Netto per azione del Fondo potrebbe raggiungere per il prossimo anno i 400 €, quasi il 50% in più del suo attuale prezzo corrente.

Naturalmente, questi numeri si applicano al Comparto Classic. Il Comparto Alpha si risentirà dal comportamento dei mercati: se i mercati vanno bene, il Valore del Patrimonio Netto per azione del Comparto Alpha aumenterà un po' meno del Comparto Classic, e viceversa se il mercato va male. Se le performance ottenute in passato potessero costituire una valida indicazione per il futuro, il Comparto Alpha dovrebbe basicamente riportare un rendimento annualizzato oscillante tra il 15 e il 20% a prescindere da come si comporterà il mercato.

Il Fondo Energy possiede ovviamente una dinamica differente. L'interesse negli investimenti nel settore energetico è caduto in modo drastico, eppure il prezzo del petrolio è arrivato a quota 73,85 \$ il barile nel momento in cui scriviamo. Dopo aver ricalcolato un migliaio di volte il valore intrinseco delle nostre azioni, siamo fermamente convinti che si tratta di uno dei nostri migliori investimenti che si possa realizzare al giorno d'oggi, tenuto conto sia della potenziale tendenza al rialzo sia la visibilità di questo potenziale.

### **La cronaca dei prezzi delle azioni nel corso degli ultimi tre mesi: tra "bolle" e "buchi neri".**

Nella precedente edizione del nostro Bollettino Informativo, avevamo scritto:

"è assolutamente possibile che il prezzo delle materie prime possa anche cadere temporaneamente, come succede per esempio ai prezzi del petrolio ogni sei mesi o quasi. Se ciò dovesse succedere, è pure assolutamente possibile (o addirittura probabile) che cadano anche i prezzi delle azioni delle nostre società minerarie".

Ebbene, avevamo ragione. Dopo alcune settimane di forti rialzi, il prezzo dei metalli è risceso, e con lui quello di tutte le società produttrici di metalli. Anche le azioni in tutti i mercati emergenti e le relative divise sono cadute bruscamente. Questa caduta globale ha provocato un decremento dell'1,2% nel nostro Valore del Patrimonio Netto a partire dalla fine di marzo. Tuttavia riteniamo che i nostri siano comunque degli investimenti eccellenti (vedasi l'analisi di cui sopra relativa agli utili trasparenti). Perché allora le nostre azioni sono così deprezzate?

Il primo punto che tutti noi dobbiamo accettare, è che certe volte si possono verificare delle profonde divergenze tra il valore reale di alcune azioni (come determinato dai loro utili futuri) e il loro prezzo. L'ultimo esempio di ciò è rappresentato indubbiamente dalla triste "bolla di internet" durante gli ultimi anni del secolo scorso. Guardando indietro, è difficile credere che tante persone abbiano pagato così tanti soldi per delle azioni che erano ovviamente di nessun valore. Anche quelle azioni che avevano un qualche valore venivano scambiate e dei prezzi che ne rendevano impossibile ottenere degli utili per il loro acquirente. Questo è il motivo per cui Scott McNealy, fondatore e Presidente di Sun Microsystems esponeva quanto segue ai propri arrabbiati azionisti (per maggior precisione, si allega il grafico 7, che illustra una scaletta del prezzo delle azioni di Sun Microsystems nel corso degli ultimi dieci anni):

"Solo due anni fa stavamo vendendo a un prezzo 10 volte tanto le vendite quando eravamo a 64. Ad un prezzo di 10 volte le entrate, per offrirvi una reintegrazione del capitale investito a 10 anni, dovrei pagarvi il 100% delle entrate per i prossimi 10 anni in dividendi. Ciò

significa che dovrei ottenerlo dai miei azionisti. Ciò significa che dovrei avere dei costi zero per beni merci vendute, cosa che è veramente difficile per una società informatica. Ciò significa un livello zero di costi, cosa che è veramente difficile con 39.000 dipendenti. Ciò significa che non dovrei pagare le tasse, cosa altrettanto molto difficile. Ciò significa inoltre che voi non dovrete pagare le imposte sui vostri dividendi, cosa che è certamente illegale. E per finire ciò significa che con delle spese per Ricerca e Sviluppo pari a zero nei prossimi 10 anni, io dovrei mantenere l'attuale tasso di redditi. Ebbene, anche una volta fatto tutto ciò, resterebbe ancora qualcuno che vorrebbe comprare le mie azioni al prezzo di 64 \$? Non vi rendete conto di quanto siano ridicole tutte queste premesse? Non c'è bisogno di nessuna diapositiva per dimostrarlo, né di nessuna nota a piè pagina per capirlo. In che cosa stavate pensando?" Scott McNealy, *BusinessWeek*, aprile 2002).

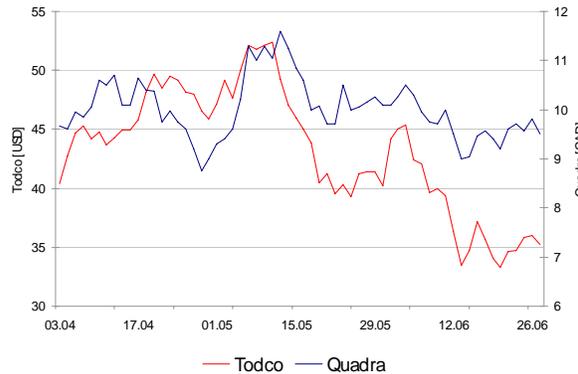


**Grafico 7**  
Sun Microsystems – Prezzo delle azioni 1995-2006 (USD)

Fonte: Datastream

Ebbene, desideriamo attirare la vostra attenzione sull'idea che certe volte possiamo cadere in "buchi neri", che sono simmetrici alle "bolle". Quando il mercato dei valori o parte di questo entrano in un "buco nero", le persone iniziano a svendere le azioni con lo stesso fervore isterico che mostrano al momento di comprarle durante i periodi di "bolla". In nostra opinione, le azioni di molte società di materie prime, da quelle petrolifere a quelle minerarie del rame, dalle società di piattaforme di perforazione alle fonderie di alluminio, stanno passando per un tale periodo di "buco nero".

Prendiamo per esempio una delle nostre società minerarie di estrazione del rame: Quadra Mining. Si tratta di una società canadese che opera in USA e in Canada. Per calcolare i suoi profitti futuri dobbiamo naturalmente fare delle ipotesi in relazione al prezzo del rame. In questo preciso momento, il London Metals Exchange scambia i future a 3,40 \$. Abbiamo dei solidi motivi per credere che il prezzo del rame non potrà restare sempre al disotto dei 2,5 \$, dato che questo rappresenta il costo pieno per aprire e far funzionare nuove miniere, e le vecchie miniere si stanno rapidamente esaurendo. Ma, per andarci totalmente cauti, assumiamo pure che il prezzo a termine sia di 2,2 \$. In questo caso, la società Quadra Mining otterrà per l'anno prossimo degli utili pari a 2,1 \$ per azione. Ma le sue azioni attualmente vengono scambiate a 10 \$, il che offre agli investitori una profittabilità inaspettata del 21%, anche nella più cauta delle ipotesi. E questo non è altro che un esempio: alcune società petrolifere di estrazione off-shore, come Todco, per l'anno prossimo registreranno dei flussi di cassa (ossia denaro contante da distribuire al netto di tutte le spese e reinvestimenti) superiori al 20%. Nonostante questo, il Grafico 8 mostra le discrepanze tra l'evoluzione dei prezzi delle azioni di Quadra e quelli di Todco.

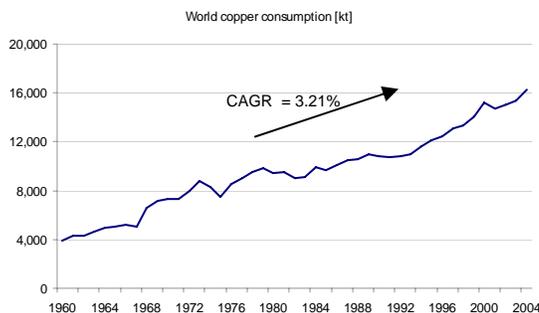


**Grafico 8**  
Quadra & Todco – Prezzo delle azioni nell'ultimo trimestre.

Fonte: Datastream

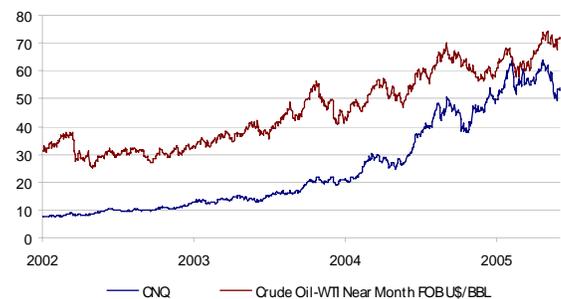
Naturalmente se tutto il mondo smettesse di usare il rame, il suo prezzo crollerebbe. Ma non si tratta di un evento probabile. Il Grafico 9 illustra la domanda storica di rame, e non presenta molte cadute. Il rame rappresenta solo una piccola percentuale del prezzo di una nuova casa o di una nuova automobile. Nessuno cercherà di posticipare l'acquisto di una casa perché il rame adesso costa 100 € di più. Consideriamo adesso le società petrolifere di trivellazioni in alto mare. Il mercato vende le loro azioni, quando il prezzo del petrolio cede un minimo. Ma è una cosa ridicola: la perforazione in alto mare è comunque redditizia fintanto che i prezzi del petrolio restano al disopra dei 50 \$, e i prezzi attuali si situano intorno ai 73 \$ per consegne al mese prossimo e a quasi 70 \$ per contratti a termine a 7 anni. Questo significa che la domanda di servizi di perforazioni petrolifere è praticamente garantita per vari anni a venire. Un altro esempio: guardate cosa sta succedendo a dei nostri vecchi amici, le società canadesi di sabbie bituminose. Abbiamo passato gran parte delle vacanze natalizie a ricalcolare il loro valore intrinseco. Siamo giunti alla conclusione che ai livelli di prezzi correnti del petrolio in quel momento, rappresentassero un investimento straordinario, equivalente quello di obbligazioni che fruttino un rendimento superiore al 15% in Dollari Canadesi per i prossimi 40 anni. Ebbene, da allora il prezzo del petrolio è aumentato del 20%, mentre quello delle loro azioni è rimasto invariato o addirittura è calato leggermente, come riportato nel Grafico 10.

**Grafico 9**  
Consumo mondiale di rame [kt]



Fonte: Datastream, SIA Reserach

**Grafico 10**  
Evoluzione del Canada's New Stock Exchange (CNQ) vs. Petrolio greggio quasi mensile FOB



Fonte: Datastream

Ma questi non sono gli argomenti che si sentono in giro. Abbiamo letto dell'esistenza di una "bolla" dei prezzi delle materie prime e delle società che producono materie prime. Ma come si può parlare di una bolla, quando le società che letteralmente non sanno cosa farne con gli afflussi

di contante in entrata e i relativi multipli (come P/E ed altri) sono circa la metà del mercato globale? Come si può parlare di una bolla, quando non esiste semplicemente un'offerta per gli anni a venire che possa soddisfare la domanda normale? Poche persone si sono accorte, per esempio, che i paesi dell'Opec hanno prodotto il 3% in meno nei primi mesi del 2006 rispetto a tutto quello che avevano prodotto l'anno prima. O che nel periodo 2005-210 verrà aperta solo una miniera di rame di dimensioni rilevanti, mentre molte altre miniere si stanno rapidamente esaurendo.

Potremmo passare tanto tempo cercando di razionalizzare queste cadute, tanto quanto ne avevamo passato a razionalizzare le quotazioni delle azioni di Internet, ma sarebbe uno spreco. Gli investitori strategici sanno bene che il prezzo e il valore possono divergere certe volte, perché i mercati possono attraversare delle fasi di irrazionalità, e noi ne dobbiamo approfittare.

Questo ci porta ad un ultimo punto in nostra opinione assolutamente importante: quello della volatilità e della sua relazione con il rischio.

### **Cos'è il rischio?**

Uno dei nostri dogmi nell'investimento a livello mondiale è che il rischio e la remunerazione vanno di pari passo. È intuitivamente ovvio: se l'investimento viene percepito come un rischio, nessuno investirebbe se i possibili guadagni non compensassero questo rischio (e viceversa, in caso di un investimento senza rischio). La moderna teoria finanziaria ha costruito un impressionante apparato analitico basato fondamentalmente su questa intuizione.

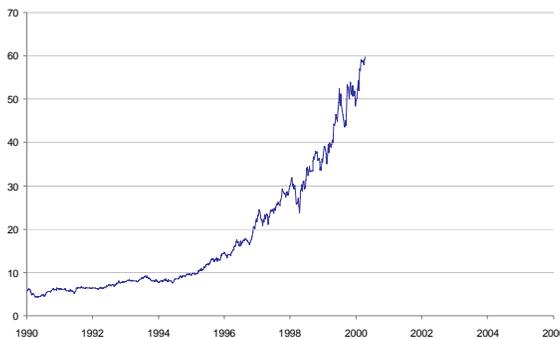
Tuttavia, vi è un problema per l'investitore individuale in questo apparato: la definizione tecnica del rischio non è la stessa che la definizione del rischio da un giorno all'altro. Quando un investitore standard pensa al rischio d'investimento, normalmente pensa alla probabilità di perdere un modo permanente una parte del proprio capitale. Quando un investitore professionale pensa al rischio, sta pensando alla volatilità del prezzo dell'investimento. Di conseguenza un'azione viene considerata rischiosa se il suo prezzo fluttua troppo, e ci sono tante tecniche assai sofisticate di "risk management" (gestione del rischio) che si basano essenzialmente su questa nozione di rischio e di volatilità.

Ci piacerebbe tuttavia ribattere che, per l'investitore a lungo termine unleveraged (ossia debt-free), tale assimilazione del rischio e della volatilità semplicemente non ha senso. Per tornare al commentario fatto da McNealy sulle azioni di Sun Microsystems, scambiate a dei prezzi di dieci volte il loro fatturato. Ritenete che questo fosse un investimento a rischio? La verità è che le vostre possibilità di perdere dei soldi (e un sacco di soldi) erano basicamente del 100%. Ma ciò non ha nulla a che vedere con la volatilità: ha a che vedere con il prezzo.

Immaginate un'azione che subisce un lieve rialzo tutti i mesi, con una volatilità bassissima, fino a che non diventa troppo costosa per poter garantire gli utili soggiacenti. In base alla visione del "professional finance", non si tratta di un investimento particolarmente a rischio: vedasi per esempio le azioni di General Electric nell'ultimo decennio (Grafico 11). Ogni giorno infatti che il prezzo delle sue azioni aumentava leggermente, la sua volatilità diminuiva, e così faceva il suo "rischio tecnico". Ma si sta

entrando in un terreno ancor più pericoloso. Il Grafico 12 mostra quello che succede una volta il mercato scopre che i vestiti dell'imperatore non sono così belli come si pretende. Infatti, quando era rischioso comprare le General Electric? Ad aprile del 2000, mentre venivano scambiate al di sopra dei 59 \$ e l'azione aveva mostrato una volatilità storica assai bassa (e la società aveva riportato utili per azione di 1,18 \$)? Oppure adesso, quando sta venendo scambiata a 33,27 \$ (con un utile per azione di \$1,56 \$) e un indice di volatilità storica molto più alto?

**Grafico 11**  
Prezzo delle azioni di General Electric (1990-2000)



**Grafico 12**  
Prezzo delle azioni di General Electric (2000-2006)



Di conseguenza, è possibile avere degli investimenti stabili e pericolosi allo stesso tempo, ed è possibile pure avere investimenti che oscillano selvaggiamente e sono invece sicuri. Torniamo un'altra volta all'esempio delle nostre società canadesi di sabbie bituminose. La società Canadian Natural Resources possiede in sabbie bituminose delle riserve di petrolio sufficienti per i prossimi 40 anni. Il petrolio lo possiede già: non vi sono rischi di esplorazione. La società opera in Canada: e lì non vi sono rischi politici. La società è in fase di ultimazione del suo progetto di costruzione di enormi impianti di lavorazione del crudo: si tratta di un progetto dai rischi estremamente bassi. E voi potete comprare azioni ad un prezzo che implica un valore di 40 \$ al barile per le loro riserve. Dov'è il rischio? Il rischio sarà lo stesso se il prezzo implicato per barile aumentasse a 90 \$ o scendesse a 20 \$? Naturalmente no. Ai prezzi correnti, il rischio (di perdere per sempre una parte importante del vostro capitale investendo in questa società) è assolutamente basso. Eppure la volatilità del prezzo dell'azione è assai alta, come mostrato nel Grafico 10. Ma come incide questa volatilità sull'investitore a lungo termine? A chi importa se alcune persone si fanno prendere dal panico e buttano via le loro azioni a dei prezzi ridicoli perché qualcun altro lo sta facendo? O se qualche istituzione sofisticata deve vendere a qualunque prezzo perché i suoi modelli informatizzati di VaR (Valore a Rischio) gli dicono di farlo, accentuando in tal modo la spirale al ribasso dei prezzi delle azioni e spingendoli di conseguenza in un "buco nero"?

Noi del Fondo LTIF abbiamo comprato la società Canadian Natural Resources tre anni fa, ad un prezzo di 13 \$ CAD (split-adjusted). La società ha subito forti rialzi e forti ribassi ma, tre anni dopo viene scambiata ad un prezzo di circa 60 \$ CAD. Dov'è il rischio? Effettivamente è caduta di un 25% nel corso del mese di maggio. E allora? Ne abbiamo comprate di più, per gentile omaggio dei venditori irrazionali.

Gli investitori che sanno quello stanno facendo, ignorano completamente la volatilità. È vero che se si comprano delle azioni senza sapere che cosa si sta comprando, è ovvio che uno inizia a diventare nervoso se queste azioni cadono di un 20%. Ma se uno investe in società ben analizzate con buone prospettive e a bassi prezzi (che è quello che cerchiamo di fare noi del Fondo LTIF), la volatilità semplicemente offre dei buoni punti di entrata (o di uscita) e non crea particolari problemi. Questo è il motivo per cui è così importante il concetto di "utili trasparenti" esaminato sopra: durante tutto l'arco di questo "buco nero" che abbiamo appena attraversato, abbiamo semplicemente continuato a tenere sott'occhio gli utili che le nostre società stavano realizzando, rivalutandoli e rianalizzandoli e cercando di ignorare il rumore circostante. Ed è importante che gli investitori si comportino allo stesso modo: se cercano di evitare la volatilità a tutti i costi, staranno semplicemente privandosi di eccellenti opportunità di investimento. In questo senso, siamo estremamente lieti di affermare che tutti i nostri investitori sembrano comprendere ciò che stiamo cercando di fare: nel corso di questi mesi di caduta dei prezzi delle azioni, il rapporto dei nuovi investimenti nel Fondo rispetto ai disimpegni è stato di 10 a 1.

## Avviso Legale - Lussemburgo

La performance fino al 31 di maggio del 2006 è quella del Fondo LTIF sede nelle Isole Vergini Britanniche di cui il Fondo LTIF Lussemburgo è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso la SIA Fund AG. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Long Term Investment Fund è una società di investimento a capitale variabile di tipo a ombrello organizzata nella forma di "société anonyme" in conformità con le leggi del Granducato di Lussemburgo, qualificata Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") ai sensi della Parte I della Legge del Lussemburgo del 20 di dicembre del 2002. La società possiede tre comparti attivi denominati "Classic", "Alpha", ed "Energy", che sono totalmente simili al Fondo LTIF con sede nelle Isole Vergini Britanniche (le classi "Classic" e "Alpha") e al Fondo Global Energy Value, per quanto riguarda i loro obiettivi di investimento e la loro struttura operativa. Il presente bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

## Direttorio del Fondo LTIF (Lussemburgo)

<b>Amministratore:</b>	<b>Gestore Investimento:</b>	<b>Sede Legale</b>	<b>Banca Depositaria:</b>	<b>Consulente Finanziario:</b>
Pictet & Cie (Europe) S.A. 1, Boulevard Royal L-2016 Lussemburgo Lussemburgo	Pictet & Cie 29, boulevard Georges Favon CH-1204 Ginevra Svizzera	1, Boulevard Royal L-2016 Lussemburgo Lussemburgo	Pictet & Cie (Europe) S.A. SIA Funds AG 1, Boulevard Royal L-2016 Lussemburgo Lussemburgo	SIA Funds AG 3, Seedammstrasse CH-8808 Pfäffikon Svizzera
<b>LTIF – Classic</b>	<b>LTIF – Alpha</b>	<b>LTIF – Global Energy</b>		
<b>ISIN:</b> LU0244071956	<b>ISIN:</b> LU0244072178	<b>Value</b>		
<b>Telekurs:</b> CH2432569	<b>Telekurs:</b> CH2432573	<b>ISIN:</b> LU024072335		
<b>Bloomberg:</b> LTIFCLA LX	<b>Bloomberg:</b> LTIFALP LX	<b>Telekurs:</b> CH2432575		
		<b>Bloomberg:</b> LTIFGEV LX		