

Long Term Investment Fund

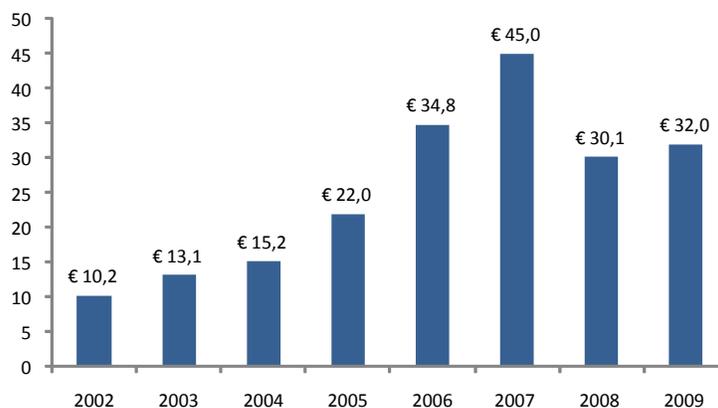
La Tabella 1 e i Grafici da 1 a 5 mostrano la recente evoluzione del Valore Patrimoniale Netto dei nostri fondi.

Tabella 1: Valore Patrimoniale Netto - Patrimonio netto in gestione in EUR

Dicembre 2009	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendimento annuale da data di lancio	AUM (in mil)
LTIF Classic [EUR]	227,72	68,86%	68,86%	10,83%	599,95
LTIF Alpha [EUR]	144,94	39,04%	39,04%	7,84%	106,15
LTIF Global Energy Value [EUR]	117,48	110,39%	110,39%	3,39%	47,88
LTIF Stability Series [CHF]*	210,70	26,02%	26,02%	7,38%	40,80
*Rendimento totale (incl. Dividendo)	3,23	28,41%			
Global Mining Value Fund [EUR]	98,84	253,00%	253,00%	-0,45%	46,77
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'661,76	26,72%	26,72%		

Si rileva un forte apprezzamento, ben superiore a quello registrato dai mercati, come dimostrano i nostri fondi "absolute return": il fondo Alpha e il fondo Stability. Questo tipo di performance naturalmente era da prevedersi, dopo i crolli ingiustificati dell'anno passato: la situazione inizia a tornare alla normalità. Ma cosa più importante dell'evoluzione dei prezzi delle azioni, è l'evoluzione dei motori di valore fondamentali a lungo termine. Il Grafico 6 mostra l'evoluzione degli utili aggiustati per azione del nostro fondo Classic.

Grafico 6: Utili per azione annuali del Fondo Classic.



Come abbiamo detto spesso, aggiustiamo gli utili per azione per poterli comparare da un anno con l'altro, tenendo in conto le espansioni di capacità pianificate, i costi e i proventi *una tantum*, ecc. Il fatto di inserire tali aggiustamenti ci invita inoltre a prestare attenzione al valore contabile per azione: anche se concettualmente si tratta di un valore meno preciso degli utili per azione, ha il vantaggio di non essere

Grafico 1

LTIF - Classic EUR

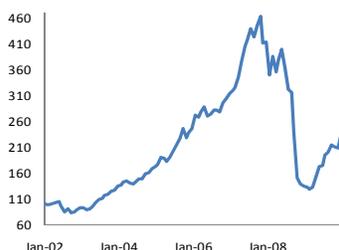


Grafico 2

LTIF - Alpha EUR

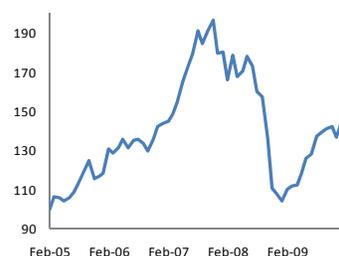


Grafico 3

LTIF - Global Energy Value EUR

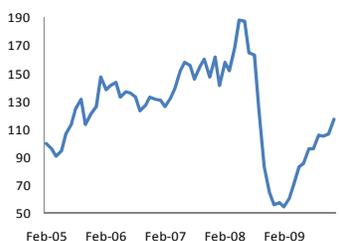


Grafico 4

LTIF - Stability CHF

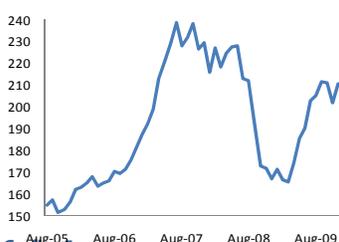
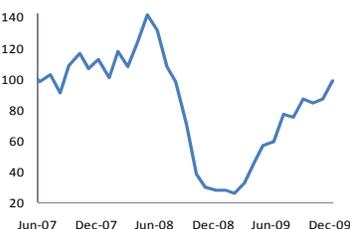


Grafico 5

Global Mining Value Fund EUR



soggetto a nessun aggiustamento contabile da parte nostra (questo è probabilmente il motivo per cui Warren Buffett pubblica l'evoluzione del valore contabile per azione di Berkshire Hathaway nella prima pagina del suo rendiconto annuale e della lettera agli azionisti, a scapito della valutazione dei profitti, per non parlare del prezzo delle azioni). Il Grafico 7 mostra l'evoluzione del valore contabile per azione del nostro fondo Classic (tra parentesi, nel Grafico 8 includiamo a titolo comparativo l'evoluzione in dollari di Berkshire Hathaway e del fondo Classic).

Grafico 7: Evoluzione del valore contabile per azione del fondo Classic LTIF

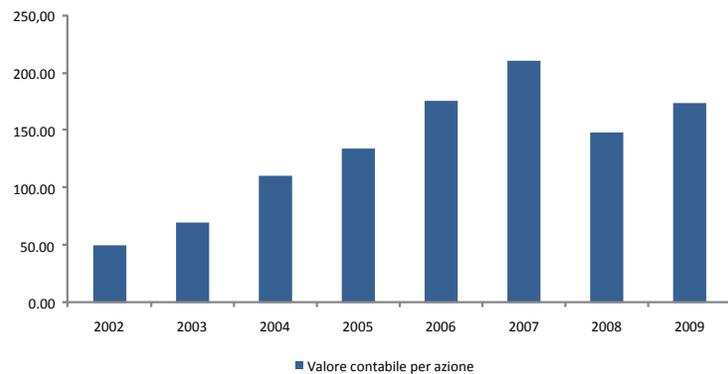
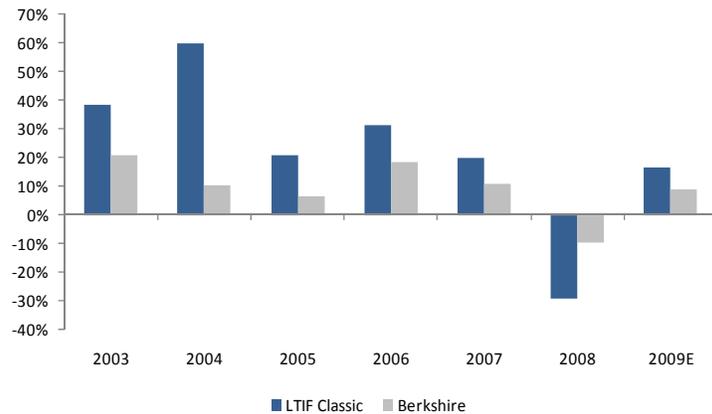


Grafico 8: Evoluzione comparativa del valore contabile per azione di Berkshire e Classic LTIF 2002-2009.



Il valore contabile è una cifra estremamente importante e spesso trascurata. Se la contabilità è tenuta in modo adeguato (e noi siamo ben attenti ad evitare eventuali trucchi contabili), mostra il prezzo d'acquisto meno l'ammortamento degli attivi della società. Chi compra un'azione del nostro fondo Classic sta comprando circa 175 € di terreni, inventari, macchinari, liquidità, ecc..., al netto di debiti. A un prezzo dell'azione di 227 €, si tratta di un gran affare, dato che i rendimenti attesi di questi attivi sono ben superiori al 15%. Con il tempo, l'evoluzione del valore contabile incide in modo determinante sull'evoluzione del prezzo delle azioni, se si includono i dividendi

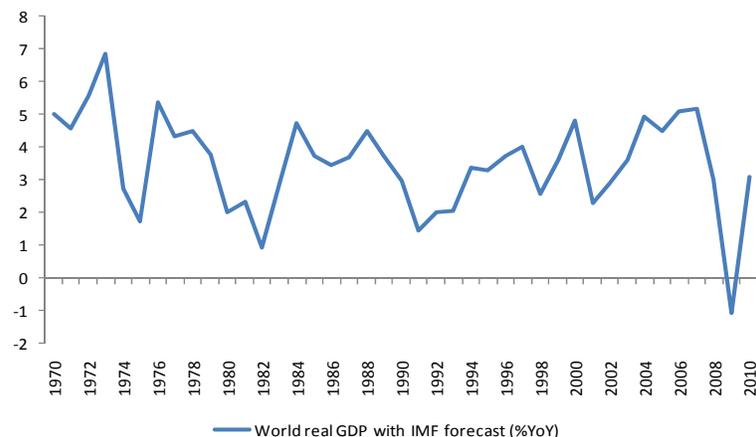
pagati. Di conseguenza, l'esperienza maturata durante quest'ultimo anno di difficoltà economiche, dimostra che possiamo attenderci incrementi sostenuti del nostro patrimonio netto e quindi pure del prezzo delle nostre azioni. Crediamo sia assai importante che l'investitore veda i nostri fondi per quello che sono: la partecipazione parziale in un determinato numero di società. Pertanto, ciò che importa a lungo termine non è cosa farà il prezzo delle azioni, ma cosa faranno queste società. A tal proposito, possiamo affermare di aver avuto un anno eccellente, e che le nostre aspettative per l'anno prossimo non sono niente affatto brutte.

Ma come inciderà l'ambiente economico globale sulle nostre società?

Il quadro generale per il 2010

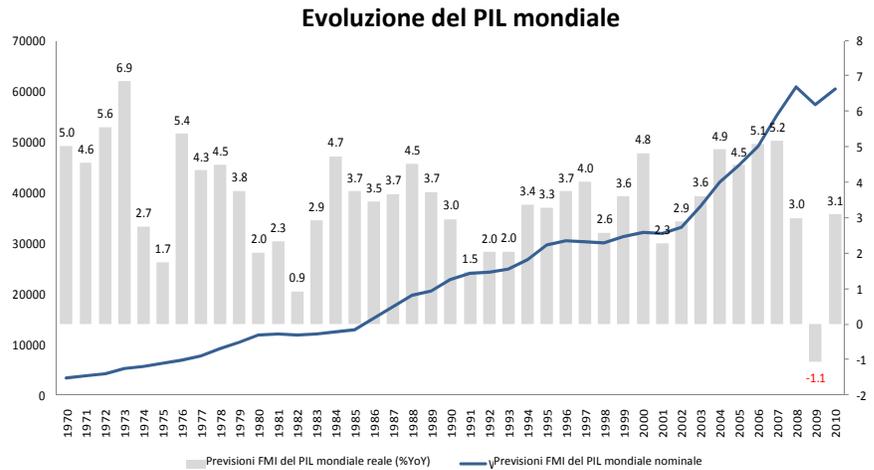
Come vediamo la situazione economica? Praticamente come sempre. Partendo dalla variabile economica di massimo livello, il PIL mondiale, crediamo piuttosto sensato predire che crescerà intorno al 2,5% e il 4%, cifra ben superiore alla media degli ultimi 30 anni, come mostrato nel Grafico 9 di cui sotto.

Grafico 9: Previsioni dell'FMI sul PIL mondiale reale (%YoY)



Si tratta ovviamente di un aggregato: infatti alcuni paesi cresceranno più rapidamente di altri. Ma questa non è la gran notizia: tutti si aspettano che i mercati emergenti, specialmente il famoso "BRIC" (Brasile, Russia, India e Cina), cresceranno rapidamente, mentre i paesi dell'OCSE sperimentano un recupero piuttosto lento, vittime di un alto indebitamento e del problema dell'invecchiamento della popolazione. Ma non perdiamo la prospettiva: USA e Europa registreranno comunque dei PIL appena inferiori a quelli del 2009, il che significa che rientrano nell'1-2% dei loro massimi storici. Ossia che non siamo diventati improvvisamente poveri, come si potrà osservare nel Grafico 10.

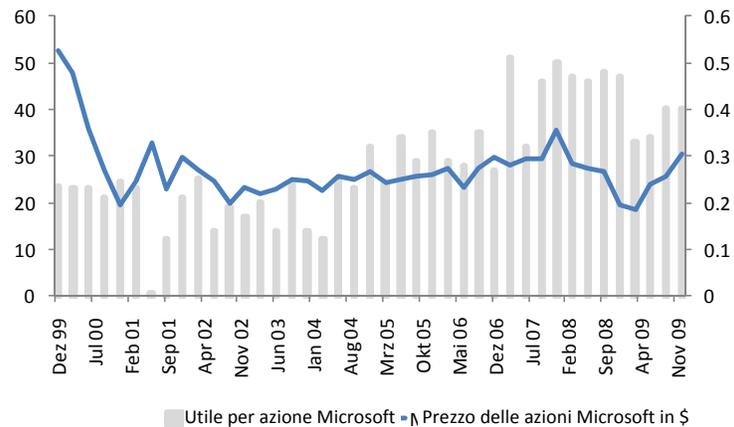
Grafico 10: PIL mondiale (evoluzione della crescita e ricchezza assoluta 1970 - 2010)



Il tasso di crescita mondiale globale non solo occulta delle differenze internazionali importanti, ma nasconde anche i problemi specifici delle imprese. Come già sottolineato in varie occasioni, la recessione da cui stiamo uscendo lascerà tante industrie in condizioni di eccesso di capacità, la cui correzione richiederà tempo. Alcuni settori tuttavia resistono in buone condizioni, per cui generalizzare non ha molto senso. Il problema è che ultimamente gli investitori generalizzano sempre di più.

Attualmente sono di moda gli "ETF" (Exchange Traded Funds, ossia fondi quotati in borsa o fondi indicizzati), che in molti casi non sono altro che semplici indici settoriali. Pertanto, gli investitori che pensano che l'energia possa essere un buon investimento, semplicemente comprano un "ETF energia", che implica l'acquisto della maggior parte delle società produttrici di energia. Si tratta di un approccio all'investimento molto rozzo e che non promette nulla di buono (come la maggior parte delle mode in tema d'investimenti). Senza un'analisi dettagliata dei dati economici almeno di alcune delle società energetiche, e una comparazione tra quest'analisi e i prezzi delle loro azioni, è impossibile sapere se comprare un "ETF energia" sia una buona idea o no. Ammettiamo che gli "investitori ETF" possano avere motivi più o meno solidi per credere che i prezzi del petrolio possano aumentare in futuro. Ma come fanno a sapere se questo aumento non sia già stato ricompreso nei prezzi che stanno pagando per tali azioni? Vi ricordate come Internet avrebbe cambiato il mondo nel 1999? In realtà lo ha cambiato, ma i prezzi delle azioni in quel momento avevano già scontato questa previsione. Chiunque nel 1999 avesse predetto che Microsoft avrebbe conservato il suo predominio nel settore informatico nel seguente decennio, avrebbe avuto assolutamente ragione: i suoi profitti si sono più che duplicati da allora. Ma investire in azioni di Microsoft ai prezzi del 1999 era un'idea assolutamente pessima, come dimostra il Grafico 11.

Grafico 11: Prezzo delle azioni e rapporto utile/prezzo Microsoft dal 1999 al 2009



Non vi è nulla come il duro lavoro di cercare di comprendere le società, il loro business e le prospettive d'investimento, se investire significa qualcosa di più di una semplice scommessa in base a concetti all'ultima moda. Una volta eseguita l'analisi individualizzata, gli investitori realizzano che i cambiamenti macroeconomici (la recessione, l'uscita dalla recessione, ecc.) possono avere un grande impatto sui prezzi delle azioni, ma che tale impatto può non essere così negativo sui risultati a lungo termine delle imprese. Il risultato netto dell'aumento d'investitori che seguono semplicemente il branco sostituendo l'analisi con parole di moda ("de-risking", "decoupling", "de-thinking?") è che con il tempo aumentano le opportunità di scoprire valore. Per quanto ci riguarda, prevediamo che i buoni rendimenti a lungo termine dei nostri investitori resteranno agli alti livelli attuali, con possibilità di miglioramento.

Osservazioni sul nostro portafoglio

Durante l'ultimo anno abbiamo introdotto nel nostro portafoglio un certo numero di società ritenendo che ne incrementassero il valore. Ecco un breve riassunto delle nostre partecipazioni chiave per settore:

Settore industriale. Si tratta di uno dei settori più complessi e "ingannevoli" del mondo intero. Molte società leader a lungo termine affrontano un eccesso di capacità e, in nostra opinione, una crescente sfida proveniente dalle imprese dei mercati emergenti. Va rimarcato come una società come la cinese Huawei abbia continuato a conquistare quote di mercato nel settore degli impianti per telecomunicazioni non solo in Cina, ma anche nei paesi occidentali, incluso quelli scandinavi, patria di Ericsson e Nokia. Si tratta di un fenomeno destinato a continuare.

Pertanto, se in genere uno deve essere molto selettivo, il settore industriale è particolarmente delicato. Il nostro principale investimento è rappresentato da CAF, un costruttore spagnolo di treni leggeri e tramvia. La società sta andando straordinariamente bene, con un registro di ordinativi confermati fino a 5 anni, una posizione finanziaria assai solida (la liquidità netta è pari quasi alla metà della

capitalizzazione di mercato) e una posizione concorrenziale fortissima. Il numero di contratti di manutenzione, intrinsecamente stabili e al contempo altamente redditizi, è in continuo aumento, come pure la crescita delle loro basi installate. Siamo stati abbastanza fortunati al comprare la maggior parte di questa posizione a meno di 200 € durante il panico di marzo. Attualmente è quotata a circa il doppio. E crediamo vi sia ancora una gran quantità di valore residuo. Gli stabilimenti in Spagna, USA e Francia, oltre alle strutture di manutenzione locali in Messico, Argentina, Regno Unito e Portogallo, indicano una buona capacità di crescita, sostenuta dalla crescente domanda di un trasporto pubblico sicuro e pulito nelle città di tutto il mondo.

Una piccola impresa, la società Wasion, rappresenta un esempio delle idee che stiamo ricevendo dal nostro ufficio di Singapore. Con sede in Cina, costruisce metri elettrici, di cui vi è ancora penuria nel paese dato che la maggior parte delle case in passato non misurava i consumi elettrici. Le azioni si sono enormemente rivalutate quest'anno (quasi quadruplicando il loro valore), ma sono negoziate ancora a un prezzo ragionevole.

Beni di consumo. Un investimento assai redditizio in quest'area è rappresentato da Cermaq, produttore di salmone con sede in Norvegia, e Inditex, la proprietaria tra le altre della catena Zara, un impero dell'abbigliamento casual. Si tratta di società completamente diverse, ma che eravamo riusciti a comprare a prezzi molto bassi. La buona notizia è che i prezzi delle azioni sono bruscamente decollati. La cattiva notizia è che adesso possiedono molto meno valore residuo, per cui attualmente stiamo lavorando per trovare dei sostituti.

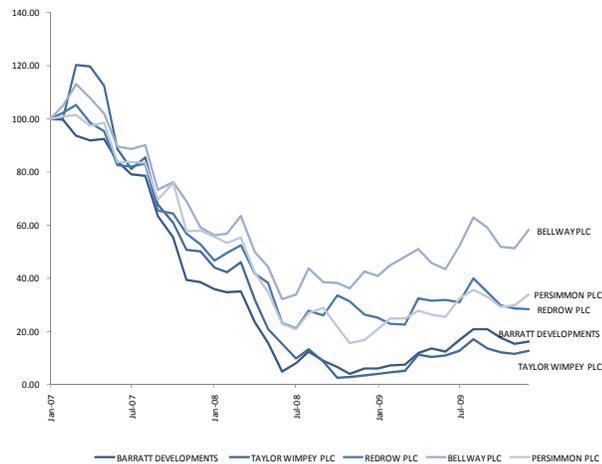
Steinhoff, un fabbricante di arredamenti di basso e medio costo, risulta ancora piuttosto economico, nonostante abbia raddoppiato il prezzo delle sue azioni da quando le abbiamo comprate.

Sanità. È un settore abitualmente non toccato dagli "investitori di valore", cosa che in passato riguardava anche noi. Vi sono due ragioni principali per questo fatto: è sempre stato troppo caro, perché combina stabilità con crescita; e presenta dei rischi "tecnologici" in certe aree: i nuovi trattamenti possono rendere rapidamente obsoleti i prodotti di una società. Nel periodo 2008-2009 le azioni delle imprese del settore sono cadute a causa delle svendite generalizzate nei mercati, oltre che dei timori dell'impatto delle riforme nel settore sanitario USA. Si è reso necessario uno sforzo straordinario per analizzare società che non avevamo mai studiato prima, ma grazie al grande team di analisti che abbiamo costituito tale analisi è stata possibile. Molti dei nostri investimenti in questo settore hanno registrato un successo tale che abbiamo dovuto vendere immediatamente le azioni, dato che avevano raggiunto il punto in cui non avevano più valore residuo.

Queste società erano Synthes, Tecan, IMS Health e Novo Nordisk. Manteniamo ancora alcuni investimenti in questo settore e prevediamo di incrementarli nel corso dei prossimi mesi, sempre che si possano trovare dei buoni punti di entrata.

Altra aggiunta sostanziale al nostro portafoglio (oltre al 5%) nell'ultimo anno è una nostra vecchia conoscenza: la costruzione edile nel Regno Unito. Il settore è stato completamente devastato dalla crisi dell'ultimo anno: i prezzi delle case sono crollati di più del 20%, fenomeno mai registrato in così pochi mesi, con la conseguente scomparsa di volume, perché nessuno voleva comprare mentre i prezzi continuavano in caduta libera. A peggiorare le cose si è aggiunta la bancarotta di quasi tutto il settore bancario inglese, rendendo l'accesso al credito dei mutui tremendamente difficile. Non c'è da sorprendersi che tutte quelle società che avevano contratto debiti fossero al bordo del fallimento, cessando completamente di essere redditizie. I prezzi delle azioni crollarono (vedasi Grafico 12, che riporta i prezzi delle azioni degli agenti principali del settore).

Grafico 12: Prezzo azioni (ricalcolati) delle principali imprese edili 2007-2009



Abbiamo seguito molto da vicino questi eventi, stabilendo dei prezzi di entrata basati su quello che ritenevamo sarebbe stato il prezzo realistico delle case, derivandolo dalla situazione della domanda e offerta unita a considerazioni di accessibilità. Una caratteristica assai positiva del mercato inglese è l'assenza di stock di case invendute. Di conseguenza, il bassissimo livello di transazioni al bottom del mercato risultava chiaramente insostenibile: in fin dei conti le persone a volte devono cambiare casa per eventi come nascite, decessi, divorzi, cambio di lavoro, ecc. E data l'assenza di stock, ogni incremento di attività deve tradursi per forza in nuove costruzioni. Ed è quanto è accaduto di recente, e siamo convinti di esser stati capaci di comprare società con vaste estensioni di "land banks" (terreni agricoli a bassa edificabilità comprati a prezzi esigui e rivalutati una volta ottenuta la licenza di edificabilità) a prezzi inferiori al prezzo minimo che i terreni potrebbero spuntare nel mercato: i prezzi delle case hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi. Se davvero siamo riusciti a comprare al bottom, allora ci siamo praticamente assicurati un'ottima profittabilità.

Telecomunicazioni. È un altro settore nuovo per noi, in cui gli investimenti normalmente non rendono il nostro sospirato 15%, ma la stabilità offerta dal settore è eccellente, e siamo riusciti a trovare delle imprese veramente solide con dividend yields (rapporto dividendo/prezzo) superiori al 6%. Abbiamo comprato e rivenduto Telefonica, dato che aveva ormai raggiunto il suo prezzo target, conservando invece Vivendi, KPN e Swisscom. In un settore tecnologico relazionato, abbiamo comprato azioni di Accenture a un prezzo veramente basso e continuiamo a conservarle.

Altri settori in cui abbiamo investito e che offrono stabilità al portafoglio sono i servizi pubblici e le autostrade, che sono

soliti pagare buoni dividendi e avere una crescita assai modesta. Grazie al panico scatenatosi a marzo, abbiamo potuto approfittare di prezzi bassissimi. Per esempio, la concessionaria italiana di autostrade Atlantia, ha sofferto pochi mesi di crisi verso la fine del 2008 e l'inizio del 2009 per la caduta del 3,5% del traffico. Il mercato immediatamente ha assunto che il business era terminato. Ma tale conclusione sottovalutava il fatto che quei mesi erano il punto d'inflessione della più profonda recessione mai sperimentata in tutta una generazione e che a gennaio-febbraio del 2009 nell'Italia settentrionale e centrale erano cadute le peggiori nevicate verificatesi in decenni. Noi credevamo che la recessione non sarebbe durata per sempre e sapevamo che con il bel tempo sarebbero finite le nevicate. E infatti il traffico si recuperò e con esso anche il prezzo delle azioni. Per darvi un'idea di quanto il mercato possa essere in errore e miope: avevamo comprato le azioni a 10 € per poi rivenderle solo 6 mesi più tardi a 17 €. E ciò in un settore monopolistico, in cui i profitti a causa delle normative vigenti non cambiano praticamente da un anno con l'altro.

Ma in aggiunta a questi titoli pesantemente scontati, abbiamo trovato alcuni servizi pubblici/autostrade con una buona crescita, specialmente nei mercati emergenti. Attualmente abbiamo investito in varie società autostradali in Cina, alcune società di servizi pubblici regolati in Europa e in alcune imprese di produzione e distribuzione in Brasile. Una di queste, Coelce, paga un dividendo del 12% annuo, che riteniamo sia sostenibile. Non è il 15% cui aspiriamo, ma un 12% in contanti non è niente affatto male, specialmente in un paese con eccellenti prospettive di crescita.

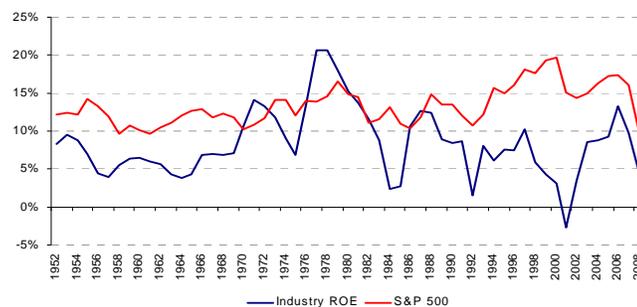
Conserviamo ancora una posizione relativamente ampia in alcune risorse naturali, principalmente società petrolifere, produttori di rame e miniere di carbone. La domanda di queste materie prime sta aumentando costantemente, dato che nel mondo continuano i processi di urbanizzazione, mentre l'offerta è ancora fortemente rigida. Ciò ha avuto un effetto inatteso per quegli investitori che non prestano attenzione all'equilibrio di domanda e offerta, spingendo i loro prezzi al rialzo fino a livelli non lontani da quelli prevalenti prima della crisi del 2008. Noi crediamo che questi prezzi siano più che sostenibili, con evidenti possibilità di un loro incremento nel tempo. Si tratta di un altro settore in cui la discriminazione è essenziale: non tutte le materie prime generano gli stessi rendimenti, dato che la situazione dell'offerta varia enormemente, come vedremo oltre.

Per finire, conserviamo una posizione importante nel settore assicurativo, specialmente nelle compagnie di riassicurazione. Crediamo che il settore sia sottovalutato per una serie di ragioni. Primo, perché le compagnie erano pessimamente amministrato durante la prima bolla del mercato azionario: già 10 anni fa molte compagnie stavano allegramente perdendo

soldi nelle loro attività assicurative di base in quanto significava ottenere accesso al “fondo cassa” (i premi assicurativi pagati anticipatamente dai loro clienti) e investirlo nel mercato azionario in fase di boom. Quando il mercato crollò nel 2000, molte assicurazioni erano al bordo del fallimento e dovettero impegnarsi una lunga e diluita emissione di azioni.

In aggiunta a questi giochi speculativi (generalmente evitati fino ad allora), le assicurazioni si erano dimostrate relativamente indisciplinate per quanto riguarda il pricing. L'importo di rischi che una compagnia può assicurare dipende dal suo capitale netto. Dopo pochi anni di buoni risultati, le assicurazioni registrano un aumento del patrimonio netto, dato che trattengono i profitti. Ma la domanda di polizze assicurative non s'incrementa di molto da un anno all'altro, per cui le compagnie da sempre devono abbassare i prezzi per “vendere” la loro nuova capacità. Ciò si traduce ovviamente in perdite, che riducono il patrimonio e di conseguenza la capacità, obbligando le compagnie ad aumentare i prezzi. Stiamo parlando essenzialmente del “ciclo delle assicurazioni”. Questa mancanza di disciplina si riflette nel basso livello storico del ROE (rendimento del capitale netto) che il settore ha storicamente raggiunto, come mostrato nel Grafico 13:

Grafico 13: Rendimento del capitale netto del settore assicurativo

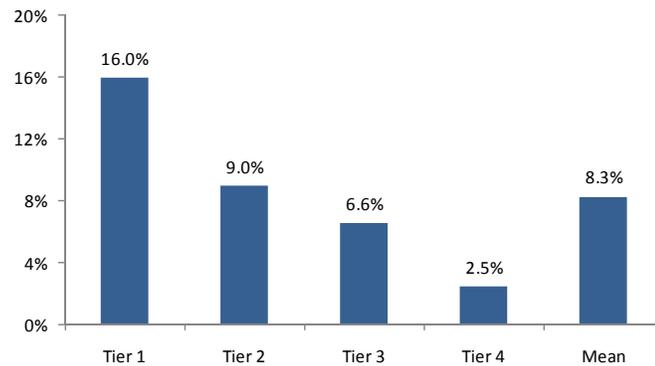


In aggiunta a questi “vizi storici”, gli investitori devono affrontare un settore veramente difficile da analizzare. Nella maggior parte dei settori, le imprese sanno più o meno quali saranno i loro profitti nel breve periodo: fabbricano una cosa e la vendono, e il profitto è la differenza tra il prezzo di vendita e i costi sostenuti. Esistono naturalmente tutta una serie di convenzioni contabili al momento di stimare i costi, ma la maggior parte di questi costi sono già stati sostenuti. Un'assicurazione invece “vende” una polizza assicurativa e non può sapere quanto dovrà pagare, o se dovrà pagare. Il contratto potrebbe essere puro profitto o catastroficamente non remunerativo. Di conseguenza, sono obbligate a fare delle assunzioni ipotetiche (matematiche) statistiche sui futuri costi basate sull'esperienza del passato. Questi costi possono essere più o meno accurati, ma possono pure condurre a deviazioni tra i profitti che le compagnie dichiarano per un determinato

anno e come saranno realmente tali profitti qualche anno dopo una volta liquidato tutto. Agli investitori questa incertezza non piace, per cui abbassano il prezzo che sono disposti a pagare per queste società.

Ma tutti questi problemi diventano invece delle opportunità per gli investitori di "valore". Come mostrato dal Grafico 14, il basso rendimento del patrimonio netto illustrato nel Grafico 13 di cui sopra rappresenta un valore medio: alcune compagnie costituiscono delle eccezioni positive.

Grafico 14: ROE del settore assicurativo USA. Dati basati sulla media 1997-2008



Abbiamo lavorato per più di un anno affinando le nostre esclusive tecniche analitiche per studiare le imprese. Crediamo di possedere un quadro nitido dei differenti titoli azionari, e siamo in grado di investire il denaro dei nostri clienti in modo redditizio e sicuro. Queste società sono scambiate a dei multipli veramente bassi, e molte di esse pagano dei dividendi eccellenti, come mostra la Tabella 2,

Tabella 2: Rapporto dividendo/prezzo compagnie assicurative (continuo 12 mesi)

Compagnia	Rapporto dividendo/prezzo a 12 mesi
CATLIN GROUP LTD	7,7%
MUENCHENER RUECKVER AG-REG	5,1%
AMLIN PLC	4,9%
BEAZLEY PLC	6,7%
ZURICH FINANCIAL SERVICES AG	4,9%
LANCASHIRE HOLDINGS LTD	17,2%
VALIDUS HOLDINGS LTD	3,0%
FLAGSTONE REINSURANCE HOLDING	1,5%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LTD	2,9%

Una considerazione finale: le azioni di queste società mostrano un comportamento con scarsissima correlazione nei confronti del resto del nostro portafoglio, per cui giocano un ruolo assai utile di diversificazione.

Verso la fine di gennaio offriremo delle presentazioni al pubblico delle nostre analisi sui settori e i nostri investimenti a Ginevra e Zurigo. Saremo lieti di facilitare i materiali di presentazione agli investitori interessati che non potranno assistervi.

Naturalmente possediamo altre società nel portafoglio (i fondi Classic, Alpha e Stability attualmente detengono 70 società) che non abbiamo menzionato e che incrementano la nostra diversificazione: dai distributori dell'acciaio (Kloeckner) a fabbricanti di videogiochi (Nintendo), da operatori ferroviari e linee di autobus (Firstgroup plc) a fabbricanti di fibre tessili (Li Heng). In nostra opinione, tutti quanti soddisfano i due requisiti fondamentali: buona profittabilità e bassi prezzi correnti. Per concludere, possiamo affermare che il rendimento atteso a lungo termine del nostro portafoglio, basato sugli utili previsti dalle nostre società, è superiore al 16% annuo.

Guardando al futuro

La nostra premessa di partenza è che il successo di un investimento a lungo termine dipende più dalla nostra capacità di selezione e stock picking che dal cercare di indovinare le oscillazioni del mercato. Ogni investitore, messo davanti alle oscillazioni degli ultimi due anni, può essere ovviamente perdonato se ha pensato che la cosa più importante è il corretto timing del mercato. Dopotutto, chi non sogna con aver venduto tutto a giugno del 2008 per poi rientrare con forza a marzo del 2009? I rendimenti sarebbero stati inimmaginabili. Il nostro Fondo Classic, per esempio, adesso avrebbe un Valore Patrimoniale Netto per azione di oltre 800 €, invece di 228 €. Ma questo non è investire: è giocare alla lotteria (che è ancor più redditizia... se esce il numero giusto). Investire significa mettere il denaro di uno a lavorare in

un'impresa, comprata a un prezzo ragionevole, e poi lasciare che l'impresa cresca. Se l'impresa è quotata in una borsa valori, il suo prezzo a volte potrà oscillare selvaggiamente. Ma alla fine il prezzo delle azioni riflette sempre il valore intrinseco.

Diamo ora un'occhiata al nostro "track-record," come sempre alla fine di ogni esercizio. Chiunque abbia investito con noi 8 anni fa, dalla data di lancio del nostro Fondo Classic, avrà più che raddoppiato il proprio denaro in termini di rivalutazione delle azioni. In realtà, il risultato è anche migliore, perché il valore contabile è aumentato del 250%, contro il 130% delle azioni, e il prezzo delle azioni presto o tardi lo uguaglierà (sta già raggiungendolo, se si guarda alla rivalutazione di quest'anno). Annualizzate, queste azioni sono aumentate un 11%, dalla data di lancio, e ciò include un crollo nel 2008 che molto probabilmente non si ripeterà nei prossimi 8 anni. Se traduciamo la performance in dollari, la valuta in cui sono riportati la maggior parte dei fondi, potremo fare alcune comparazioni, che crediamo confermeranno la validità a lungo termine del nostro approccio.

Tabella 3: Comparazione (rendimento assoluto)

Fondo	Indicizzato in US\$		% del tasso di crescita annualizzato
	Data valore 14/01/2002	Data valore 31/12/2009	
LTIF SIA CLASSIC USD	100	363	17,6
BERKSHIRE HATHAWAY 'A'	100	134	3,8
MSCI WORLD US\$ - TOT RETURN IND	100	143	4,6
FRANK RUSSELL 1000 (FRC) - TOT RETURN IND	100	119	2,2
S&P 500 COMPOSITE - TOT RETURN IND	100	114	1,7
	Indicizzato in €		
LTIF SIA CLASSIC EUR	100	228	10,9
DJ EURO STOXX - NET RETURN	100	111	1,3

Ma davvero per i prossimi 8 anni si genererà un rendimento superiore al 15%? Lo ignoriamo. Ma il rendimento atteso delle nostre azioni indica in modo netto che dovremmo ottenere tale rendimento. Sarà naturalmente volatile, ma ciò in realtà non preoccupa molto l'investitore a lungo termine. Infatti, come abbiamo spiegato tante volte, la volatilità rappresenta semplicemente dei buoni punti di entrata e uscita, che permettono agli investitori che sanno quello che fanno di incrementare i loro rendimenti attesi. Nella maggior parte dei ranking (Bloomberg, Morningstar) i nostri fondi appaiono nei top tra i 5% e 1% di tutti i fondi del mondo comparabili se misurati su 1 o 3 anni (non esistono statistiche ufficiali anteriori). Infatti, l'istituto svizzero VZ Vermögenszentrum di recente ha pubblicato un'analisi di tutti i fondi registrati in Svizzera, tenendo in conto la rivalutazione ma anche il rischio, da cui risulta che il nostro fondo Stability è il migliore, di gran lunga, nella categoria dei fondi "Global Equity".

Osservazioni sui nostri Fondi

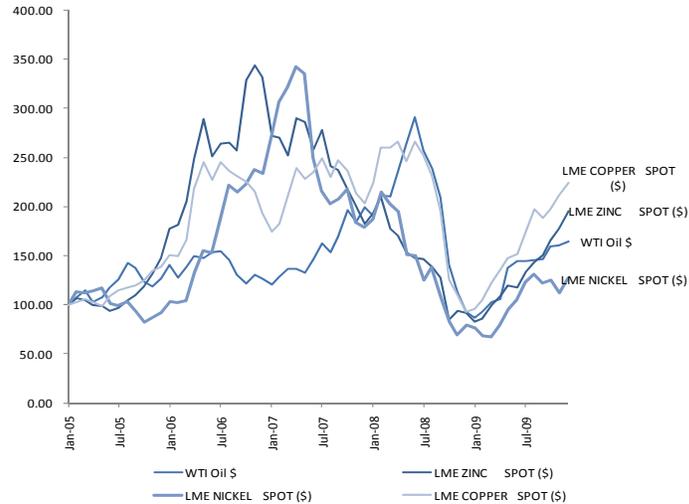
Il fondo Stability, denominato in Franchi svizzeri, ha registrato un'ottima performance durante il 2009. Dalla data del suo lancio si è incrementato di un 36%, ed ha recuperato quasi completamente le perdite del 2008. Nel corso del 2009 abbiamo approfittato di alcune stupende opportunità nel mercato dei titoli obbligazionari, procedendo ad affinare le nostre strategie di copertura. Riteniamo sinceramente possibile ottenere una rivalutazione annuale oscillante intorno al 10%, unita possibilmente a una volatilità estremamente bassa, se comparata con le oscillazioni degli ultimi due anni.

I nostri fondi "risorse" hanno registrato un biennio ancor più stupefacente rispetto ai nostri fondi generalisti. Dopo il collasso totale delle quotazioni nel 2008, nel 2009 sono rimbalzati verso l'alto (più del 110% il fondo Energy e più del 250% il fondo Mining). Questi fondi costituiscono un esempio estremo di come il mercato sovra reagisca: la maggior parte delle nostre società stanno ottenendo i risultati che più o meno ci si aspettava da loro due anni fa. Di conseguenza, la maggior parte della caduta dei loro prezzi e la successiva ripresa sono, a nostro parere, ingiustificate. Il punto interessante è che le azioni sono ancora ben sotto i loro livelli di giugno del 2008, che credevamo (e che ancora crediamo) fossero giustificati. Ciò significa che, nonostante la brusca rivalutazione del 2009, possiedono ancora una gran quantità di valore residuo.

Ma come menzionato sopra, dobbiamo essere assai selettivi in questo settore. A noi realmente non piace parlare di "materie prime" come un'opportunità d'investimento se non distinguiamo tra i differenti materiali. La rivalutazione dei prezzi deriva dallo squilibrio tra domanda e offerta. Come già spiegato tante volte, la crescita della domanda è alquanto costante e simile per tutte le materie prime, in quanto strettamente collegata alla crescita del PIL mondiale, che permane abbastanza simile. L'offerta invece varia fortemente da una materia prima all'altra. Alcune materie prime sono abbondanti, e necessitano pochi mesi di prezzi alti per suscitare una forte reazione dell'offerta, tornando di conseguenza ad abbassare i prezzi (in certi casi anche sotto il livello precedente, se l'offerta aumenta troppo).

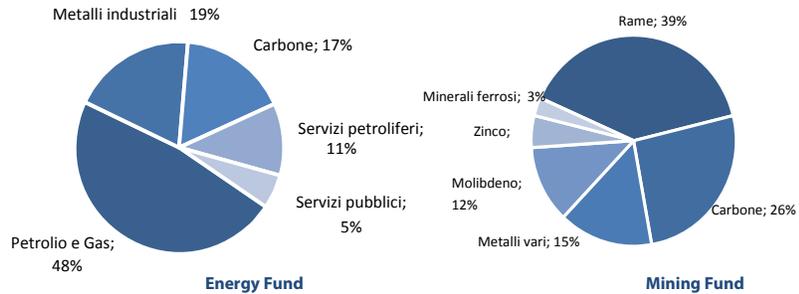
Altre materie invece sono difficilissime da produrre. Abbiamo fatto tante volte l'esempio del petrolio, ma la situazione è simile (o anche peggiore) per il rame e il carbone da coke. Di conseguenza, non tutti i prezzi delle materie prime si comporteranno allo stesso modo, cosa che non hanno fatto in passato, come dimostra il Grafico 15,

Grafico 15: Prezzi spot (ricalcolati) 2005-2009 per rame, nichel, zinco, petrolio.



Distinguere tra le materie prime non è comunque sufficiente. Il prezzo del petrolio può anche aumentare, ma investire oggi in società petrolifere può essere una pessima idea: in realtà dipende dal prezzo che si paga per comprare tali società. Se i prezzi delle azioni riflettono già i futuri incrementi dei prezzi del petrolio e dei profitti, investire in queste società potrebbe non essere redditizio. Ma può essere vero anche il contrario. Pertanto, oltre a una profonda comprensione dell'evoluzione futura dei prezzi delle materie prime, è necessario analizzare anche il valore di ogni società e compararlo con il prezzo corrente delle sue azioni. Nello "spazio delle risorse naturali" una tale analisi approfondita non viene realizzata di frequente; di conseguenza, è relativamente facile trovare titoli sotto e sopravvalutati. Ed è perciò che, in aggiunta a tutti i motivi strutturali (crescita dei mercati emergenti, difficoltà dell'offerta, ecc.), noi riteniamo di poter offrire un valore incredibile ai nostri investitori. Fino ad ora, i nostri fondi sono andati molto meglio degli indici sottostanti.

Grafico 16: Investimenti per settore dei fondi Energy e Mining



Quanto detto tuttavia sopra ha delle conseguenze inevitabili: per offrire il valore desiderato ai nostri azionisti, dobbiamo disporre di una vasta scelta di titoli azionari da selezionare. Nel settore energetico ciò

significa società che producono petrolio, gas o carbone, e servizi petroliferi. Ma questa non è una scelta molto ampia, dato che la maggior parte delle società oscillano al rialzo al ribasso tutte insieme, creando una forte volatilità e riducendo le opzioni d'investimento. Per mitigare il problema abbiamo incluso di recente alcune società produttrici di rame nel portafoglio del nostro fondo Global Energy Value: il rame è evidentemente necessario per la produzione energetica e, cosa più importante, abbiamo trovato una gran quantità di valore in queste azioni, diversificando al contempo il nostro portafoglio. Nel fondo Global Value Mining attualmente ci siamo concentrati soprattutto in società produttrici di rame e carbone, dove vediamo le maggiori opportunità, ma ancora una volta, si tratta di una scelta piuttosto limitata. Di conseguenza stiamo considerando la possibilità di fusione dei due fondi in un unico fondo che sarà denominato "Natural Resources Value Fund" in grado di offrirci una maggiore gamma di opzioni in cui investire in modo redditizio il denaro dei nostri clienti, mantenendo contemporaneamente un certo grado di diversificazione.

L'impatto di tale fusione sarebbe minimo per i nostri investitori:

Per gli investitori di Global Energy Value Fund l'unico cambiamento sarebbe l'aggiunta di alcune posizioni in società minerarie attualmente assenti, come nichel, zinco, ecc., (vedasi il Grafico 16 di cui sopra). Va ricordato che il loro peso nel portafoglio assorbito sarebbe del 50% rispetto a quello mantenuto adesso nel portafoglio del fondo Mining. Crediamo che siano dei buoni investimenti che renderanno almeno come la media del portafoglio del fondo Energy, con il vantaggio di un minimo di diversificazione.

Per gli investitori di Global Mining Value Fund vi sarebbero due serie di cambiamenti: a livello di composizione del portafoglio e a livello legale.

Dal punto di vista della composizione del portafoglio, la fusione implicherebbe l'introduzione di società petrolifere e del gas in una percentuale diretta a ottimizzarne il rapporto rendimento/volatilità del portafoglio. Noi crediamo che rappresenti un guadagno netto.

Dal punto di vista legale, il fondo incorporato manterrebbe le attuali caratteristiche del fondo Energy, il che significa commissioni inferiori (1,5% di spese amministrative e 15% di commissione di performance, contro il 2% di spese amministrative e il 20% di commissione di performance), e un indice di HWM (High Water Mark) più alto rispetto al fondo Mining. Ciò significa che gli investitori del fondo Mining semplicemente non pagheranno commissioni di performance per un periodo più lungo una volta che i due fondi si siano fusi, dato che si applicherà l'indice HWM del fondo Energy.

Un altro vantaggio per gli investitori del fondo Mining Fund è che il fondo Energy è un fondo lussemburghese "Part I": significa che è registrato per la distribuzione in un certo numero di paesi (attualmente Svizzera, Spagna, Italia, Francia, Germania, Austria e presto anche il Regno Unito); non richiede un investimento minimo ed ha liquidità giornaliera.

Entro poche settimane procederemo all'annuncio formale del piano di fusione, ma gradiremo qualsiasi eventuale osservazione da parte degli investitori attuali (o potenziali). L'unica ragione della fusione è poter offrire in futuro ai nostri investitori una migliore profittabilità con una volatilità minore, dato che questa fusione ci darà l'opportunità di investire in una più ampia gamma di attivi.

Novità SIA

All'inizio del nuovo anno Cristian Busquets, del nostro ufficio di Barcellona, si trasferirà a Singapore per rinforzare il nostro team locale. Il nostro piano prevede di iniziare ad assumere lentamente e progressivamente degli analisti locali, ma vogliamo potenziare fin da adesso le nostre capacità di ricerca, instaurando in questa sede una "cultura SIA" sufficientemente forte per incoraggiare i nuovi assunti ad aderire facilmente al nostro peculiare approccio alla ricerca.

Una piccola questione amministrativa: alla fine di questo trimestre il Regno Unito permetterà ai suoi investitori di investire nei nostri fondi, che stiamo procedendo a registrare anche in quel paese e che da adesso sono quotati anche in Sterline inglesi.

Grafici delle classi in USD

Tabella 4: Valore Patrimoniale Netto - Patrimonio netto in gestione in USD

Dicembre 2009	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendimento annualizzato da data di inizio	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	326,72	74,29%	74,29%	17,58%	860,78
LTIF Alpha [USD]	207,95	43,52%	43,52%	9,97%	152,30
LTIF Global Energy Value [USD]	168,55	117,15%	117,15%	5,07%	68,70
Global Mining Value Fund [USD]	141,81	264,35%	264,35%	2,22%	67,10
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3.818,86	30,79%	30,79%		

Grafico 17
LTIF – Classic USD

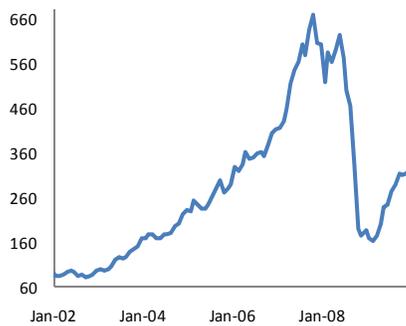


Grafico 18
LTIF - Alpha USD



Grafico 19
LTIF – Global Energy Value USD

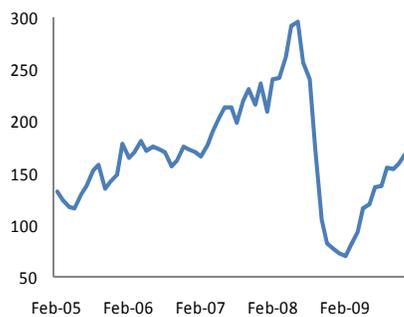
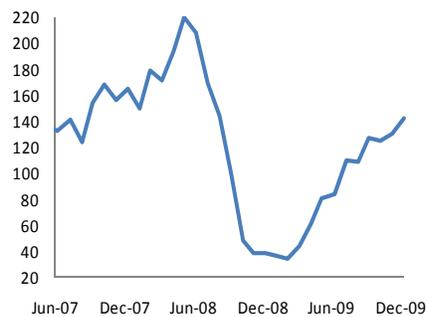


Grafico 20
Global Mining Value Fund USD



Grafici delle classi in CHF

Tabella 5: Valore Patrimoniale Netto - Patrimonio netto in gestione in CHF

Dicembre 2009	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendimento annualizzato da data di inizio	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	337,75	69,28%	69,28%	10,86%	889,83
LTIF Alpha [CHF]	214,97	39,39%	39,39%	6,89%	157,44
LTIF Global Energy Value [CHF]	174,24	110,91%	110,91%	2,52%	71,02
Global Mining Value Fund [CHF]	146,60	253,88%	253,88%	-4,75%	69,37
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	3.947,62	27,03%	27,03%		

Grafico 21
LTIF - Classic CHF

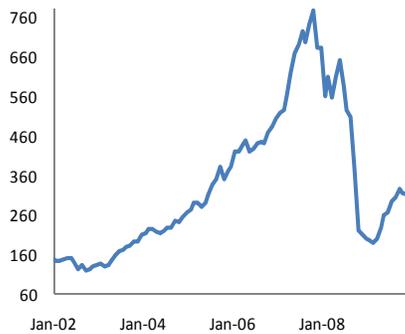


Grafico 22
LTIF - Alpha CHF



Grafico 23
LTIF - Global Energy Value CHF

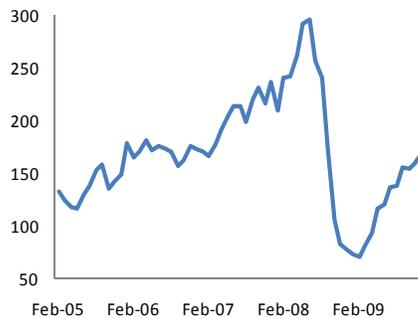


Grafico 24
Global Mining Value Fund CHF



Bollettino informativo dicembre 2009

La performance fino al 31.05.06 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"; società d'investimento a capitale variabile) 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 similari al Fondo LTIF 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.

LTIF – Classic II EUR
ISIN: LU0423699429
Telekurs: 10'096'865
Bloomberg: LTIFC2E LX

LTIF – Classic II USD
ISIN: LU0423699692
Telekurs: 10'096'889
Bloomberg: LTIFC2U LX

LTIF – Classic II CHF
ISIN: LU0423699775
Telekurs: 10'096'893
Bloomberg: LTIFC2C LX

LTIF – Alpha II EUR
ISIN: LU0423699858
Telekurs: 10'096'895
Bloomberg: LTIFA2E LX

LTIF – Alpha II USD
ISIN: LU0423699932
Telekurs: 10'096'898
Bloomberg: LTIFA2U LX

LTIF – Alpha II CHF
ISIN: LU0423700029
Telekurs: 10'097'000
Bloomberg: LTIFA2C LX

LTIF – Global Energy Value EUR
ISIN: LU0244072335
Telekurs: 2'432'575
Bloomberg: LTIFFEUX LX

LTIF – Global Energy Value USD
ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTIFFEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF
ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTIFFEC LX

Il Fondo Global Mining Value Fund è una Società di Investimento del Lussemburgo a comparto multiplo, organizzata nella forma di "société anonyme" e costituita in data 6 di giugno del 2007 ai sensi della Legge del Lussemburgo del 13 di febbraio del 2007 relativa ai Fondi di Investimento Specializzati (SIF).

GMVF-Global Mining Value EUR
ISIN: LU0305469388
Telekurs: 3'183'766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD
ISIN: LU0305469545
Telekurs: 3'183'768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF
ISIN: LU0305470048
Telekurs: 3'183'771
Bloomberg: GMVFCHE LX

Amministratore:

Pictet & Cie (Europe) S.A,
1, Boulevard Royal
L-2449 Lussemburgo
Lussemburgo

Gestore dell'investimento:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Svizzera

Banca depositaria:

Pictet & Cie (Europe) S.A,
1, Boulevard Royal
L-2449 Lussemburgo
Lussemburgo

Sede sociale:

1, Boulevard Royal
L-2449 Lussemburgo
Lussemburgo

Avviso legale – Svizzera

La performance fino al 30.09.06 è quella del Fondo LTIF BVI, denominato in CHF, di cui il Fondo LTIF Stability 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 il Gruppo SIA. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Il Fondo LTIF Stability (SIA Funds) è stato approvato dalla Commissione Bancaria Svizzera in data 13 di luglio del 2006. Il Fondo ha iniziato le sue operazioni commerciali denominate in Franchi Svizzeri a partire dal 1 di ottobre del 2006. 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.

LTIF – Stability
ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTIFFSTA SW

Amministratore:

Pictet Funds S.A.
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginevra 73
Svizzera

Gestore dell'investimento:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Svizzera

Banca depositaria:

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginevra 73
Svizzera