

Figura 1
LTIF – Classic EUR



Figura 2
LTIF Alpha EUR

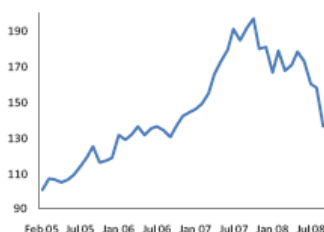


Figura 3
LTIF – Global Energy Value EUR



Figura 4
LTIF – Stability CHF



Figura 5
Global Mining Value Fund EUR



Fondo de inversiones a largo plazo

“Precio es lo que pagas. Valor es lo que recibes”.

Warren Buffet

Tabla 1: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en EUR

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	238.59	-42.24%	-46.54%	138.59%	754.81
LTIF Alpha [EUR]	136.00	-24.59%	-28.87%	36.00%	152.84
LTIF Global Energy Value [EUR]	124.34	-23.11%	-19.56%	24.34%	34.90
LTIF Stability Series [CHF]	194.10	-15.42%	-16.34%	25.41%	77.80
Global Mining Value Fund [EUR]	70.58	-37.29%	-34.96%	-29.42%	50.94
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2,653.26	-20.73%	-24.68%		

La evolución negativa del valor liquidativo de nuestros fondos que tratamos en nuestra newsletter anterior se aceleró en el mes de septiembre, según se refleja en la tabla y en las cifras anteriores. En esta newsletter, explicaremos nuestro punto de vista sobre la situación, las razones por las que creemos que se ha producido esta situación y nuestra opinión sobre las expectativas de futuro.

Historia de tres inversores

Para comprender nuestra opinión sobre la situación actual, recurramos a la historia de tres inversores: D. Privado, D. Público y D. Minorista.

D. Privado no se considera realmente un inversor, sino un hombre de negocios. Posee una sociedad que registra unos ingresos de aproximadamente 10 millones de euros al año, a veces más, a veces menos. En un ejercicio con resultados muy malos, a principios de la década de 1990, llegó a registrar unas pérdidas de 1 millón de euros. Después de todos estos años, conoce bien su negocio, y está totalmente convencido de que, a pesar de la volatilidad natural, los beneficios son sostenibles a largo plazo. En este ejercicio tan complicado, tiene previsto ganar sus 10 millones de euros habituales. También está tomando medidas para asegurarse de no obtener unos ingresos inferiores a 9 millones de euros el próximo ejercicio, a pesar del enfriamiento global de la economía. Está seguro de que una vez que la situación se calme, en un año o dos, podrá volver a generar los beneficios habituales. No tiene ni idea de cuál es el valor de su sociedad, porque nunca ha pensado en venderla, y espera que su hija, que ya está trabajando con él, continúe al frente de la misma. Aunque es consciente de la confusión que reina actualmente en los mercados de valores, esta situación no parece preocuparle, porque nunca ha invertido en acciones, al pensar que ya tiene bastante con las suyas. Emplea todas sus fuerzas en mantener las relaciones con sus clientes actuales, en conseguir nuevos clientes, mejorar sus productos y reducir sus costes de cualquier modo que sea posible.

D. Público dirige una sociedad cuya actividad es prácticamente idéntica a la de D. Privado en cuanto a tamaño y rentabilidad. Hace unos años, hizo caso de lo que le aconsejó su banco y vendió el 30% de las acciones de la sociedad en la Bolsa. Además de recibir el efectivo derivado de la venta, y de tener que ver a algunos analistas en ocasiones, básicamente sigue dirigiendo la sociedad exactamente como lo había hecho hasta el momento de la venta. Al igual que D. Privado, espera obtener unos ingresos de 10 millones de euros este año (de los que, obviamente, únicamente le pertenecerán 7 millones de euros) y está luchando para obtener unos ingresos de 9 millones de euros, o como mínimo, 8 millones de euros, para el ejercicio próximo. Al igual que D. Privado, también está convencido de que volverá a su rentabilidad habitual tan pronto como cese la recesión.

En enero, las acciones de la sociedad de D. Público cotizaban a 10 €, lo que suponía un valor total de 80 millones de euros para la sociedad. Con la acusada caída que han sufrido los mercados, el valor de las acciones en la actualidad es de 5 €, lo que hace que el valor de la sociedad sea de 40 millones de euros. Por lo tanto, la participación del 70% de D. Público en la sociedad tenía un valor de mercado de 56 millones de euros al comienzo del ejercicio y su valor de mercado actual es de 28 millones de euros.

D. Público, por lo tanto, ha “perdido” 28 millones de euros en la capitalización bursátil, pero ha ganado 5,25 millones de euros en los primeros nueve meses (su participación del 70% de los 7,5 millones de euros ganados por la sociedad en los primeros nueve meses de 2008). En cierta medida, D. Público no considera poseer en septiembre menos de lo que poseía en enero. De hecho, posee todos los activos que poseía entonces, más otros 5,25 millones de euros en el banco. Por lo que respecta a los precios de las acciones, no se muestra demasiado preocupado porque no tiene intención de vender y considera que cuando la situación se recupere, volverá a posicionarse en el punto en que se encontraba anteriormente. Sus fuerzas van destinadas a mantener un excelente nivel de relaciones con sus clientes actuales, conseguir nuevos clientes, mejorar sus productos y reducir sus costes de cualquier modo que sea posible.

En enero, D. Minorista compró algunas acciones de la sociedad de D. Público a un precio de 10 € por acción. Pensaba que una sociedad que gana 10 millones de euros de media al año sin demasiada volatilidad (había oscilado entre 7 y 12 millones de euros, registrando pérdidas tan solo un año hace mucho tiempo) era digna de un beneficio equivalente a un múltiplo de 8, lo que suponía una previsión de rentabilidad del 12,5% (el beneficio de 10 millones de euros sobre la capitalización bursátil de 80 millones de euros). A finales del mes de septiembre, recibió el extracto de cuenta. Lacónicamente ve que el valor de sus acciones, en ese momento, es de 5 €, por lo que ha perdido la mitad de su inversión en nueve meses. Desesperado, llama a su banco y ordena la venta de las acciones con carácter inmediato. Se venden al instante... y la persona que las compra no es otra que D. Público.

De esta manera podemos ver cómo estos tres inversores, que básicamente poseen los mismos activos, con la misma rentabilidad actual y prevista para el futuro, actúan (y piensan) de manera muy

diferente. La única diferencia reside en la definición subjetiva de “ganar” o “perder” dinero. D. Privado y D. Público definen su propia rentabilidad personal en función de la rentabilidad de su sociedad. D. Minorista la define en función del precio por acción. En el momento en que realiza la venta, incurre en una pérdida del 50% de su inversión y renuncia a una previsión de rentabilidad futura de, tal vez, el 20% (el 25%, si tenemos en cuenta las cifras del ejemplo literalmente) anual para siempre. Lógicamente, la pérdida de D. Minorista se corresponde con la ganancia de otra persona: en este caso, D. Público.

D. Minorista, por supuesto, podría haber esperado a comprar sus acciones hasta el mes de septiembre. De ese modo, habría obtenido el doble de acciones por el mismo precio y habría duplicado la rentabilidad prevista de su inversión. Pero también podría haber comprado el décimo de lotería ganador y haber obtenido incluso un beneficio mayor (libre de impuestos, en algunos países). Es evidente que, en el mundo real, no se trata de un buen consejo.

En el mundo real, son muy pocos los inversores minoristas que ganan dinero en la bolsa a lo largo de sus vidas. Todas las plusvalías que acumulan, desaparecen en las caídas cíclicas que sufren los mercados cada cierto tiempo. Venden cuando los valores se encuentran próximos a los niveles más bajos y no vuelven a comprar hasta que están seguros de que “se ha llevado a cabo la corrección”, es decir, hasta que el valor de mercado es claramente más alto.

La sociedad gestora de fondos más importante del mundo es Fidelity Investments, con sede en Boston. Uno de sus fondos, denominado Magellan, obtuvo una rentabilidad fantástica a finales de la década de 1970 y durante la década de 1980: acumuló una rentabilidad anual del 15% en 15 años (lo que significa básicamente multiplicar por 16 su valor liquidativo por acción en ese periodo). En Estados Unidos, los inversores de fondos, por motivos fiscales, deben identificarse personalmente a la sociedad gestora de los fondos en los que invierten. Así pues, Fidelity sabe exactamente cuándo se convirtió en partícipe del Fondo cada uno de sus inversores y cuándo dejaron de serlo. Hace algunos años, utilizaba esta información para calcular cuáles habían sido las ganancias medias reales de sus inversores. La respuesta resultó ser un 5% anual.

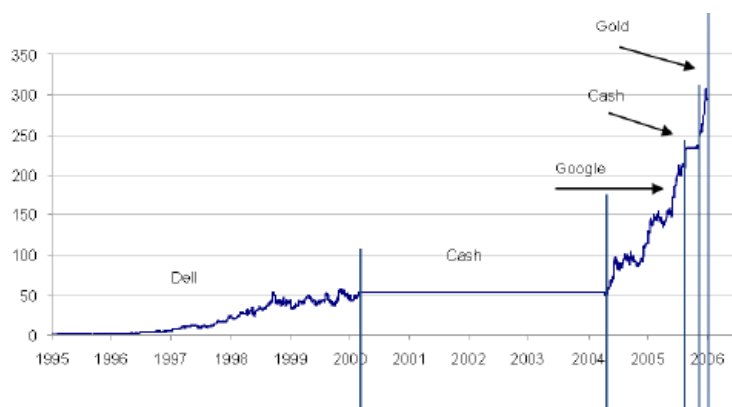
Esto va en contra del sentido común: quienes invierten en algo que tiene un crecimiento anual del 15%, deberían obtener, de media, una rentabilidad anual del 15%, a pesar de los puntos de entrada y salida (no se tienen que tener en cuenta comisiones de ningún tipo, porque la rentabilidad del fondo se calcula después de las comisiones). ¿Cómo es posible que la media esté por debajo de este porcentaje? La respuesta, por supuesto, reside en una cuestión de tiempo: el fondo no obtuvo una rentabilidad del 15% todos los años, sino de media. Hubo años muy buenos y años malos. Y una gran mayoría de inversores empezaron a participar en el fondo cuando la rentabilidad era alta y vendieron cuando era baja. Desgraciadamente, se trata de un patrón universal.

Dos formas de invertir

Esta es la razón por la que, desde el lanzamiento de nuestros fondos hace siete años, siempre hemos hablado de dos formas de invertir: la

negociación y la inversión estratégica. La estrategia de negociación guarda relación con los precios visibles y consiste en intentar comprar valores que vayan a subir de precio y venderlos antes de que baje su valor. Como hemos demostrado en algunas ocasiones, la estrategia puede ser extremadamente rentable: la figura 6 muestra que tomando tan solo 5 decisiones correctas en un periodo de 10 años, los inversores pueden multiplicar su inversión por 300.

Figura 6
"Comprar bajo y vender alto"



El problema, según recoge el caso de Fidelity, es que es muy difícil poner en práctica esta estrategia. Los mercados son muy volátiles y la mayoría de las caídas repentinas no siempre van seguidas de una corrección apropiada, sino de un rebote. Diferenciar una de la otra de antemano requiere un alto nivel de conocimiento (o de suerte) con el que no siempre contamos. Y lo que es más grave: si se comete un error, no hay vuelta atrás.

Al adoptar el método de inversión estratégica, los inversores pasamos por alto las fluctuaciones de los precios de las acciones y nos concentramos en comprar beneficios a precios bajos y en incrementar esos beneficios con el tiempo. Al final, los precios de las acciones siempre reflejan beneficios y su crecimiento. Esto es lo que hacemos en Strategic Investment Advisors. No tenemos en cuenta las fluctuaciones de los precios de las acciones (salvo para calibrar las previsiones de rentabilidad de nuestras acciones), pero observamos los beneficios constantemente. Los inversores en "sociedades", como D. Privado y D. Público, que permanecen al lado de sus sociedades durante años, en lo bueno y en lo malo, tienden a retirarse en mejores condiciones que los inversores en "acciones". En opinión de estos inversores, lo que resulta obvio que debe hacerse es comprar cuando los valores están baratos, y si quieren vender, esperan hasta que los mercados estén dispuestos a pagar un precio alto a cambio de sus beneficios futuros. Estamos convencidos de que la "mentalidad típica del minorista", que supedita la rentabilidad al precio de las acciones, no le permite hacer fortuna a largo plazo, porque considera obvio comprar durante el ascenso y vender durante el descenso.

La rentabilidad de nuestros fondos

Volvamos a echar un vistazo a los beneficios de nuestros fondos, siguiendo las directrices de la historia anterior.

A finales del mes de junio de 2007, el valor contable de nuestras acciones (todos sus activos a precios históricos menos sus deudas) ascendía a 201 €. Doce meses después (se trata de los últimos datos publicados por nuestras sociedades), este valor ascendía a 242 €. Esto significa que cada acción del fondo había ganado 41 €, una vez deducidos todos los gastos, una cantidad ligeramente inferior a lo previsto al comienzo del ejercicio. En la última newsletter, explicamos los motivos por los que se produjo esa diferencia, aunque hicimos hincapié en el hecho de que esos beneficios equivalen a una rentabilidad del 10% durante el periodo.

Prevedemos ganar aproximadamente 45 € en 2009 y después, a partir de ese momento, obtener un incremento anual del 15%. Se trata de una tasa de rendimiento absolutamente asombrosa, dado el precio actual de nuestras acciones. No obstante, podemos hablar de esta tasa debido a la enorme desorganización que se está apoderando de los mercados justo en este momento. Los inversores no se equivocan al preguntarse cómo es posible ofrecer una previsión de rentabilidad tan alta. Sólo hay dos respuestas posibles: o los precios de las acciones están equivocados (la gente está vendiendo demasiado barato) o las estimaciones de beneficios están equivocadas. Investiguemos para encontrar indicios de cualquiera de estas posibilidades.

Desorganización de los mercados

Evidentemente, no es ningún secreto que los mercados de valores han estado sometidos a una tensión extrema en los últimos meses. Parecen regirse más por el miedo que por un análisis racional. Por poner un ejemplo, la caída de su capitalización bursátil en los mercados estadounidenses el 29 de septiembre, cuando no prosperó el paquete de medidas de rescate por un importe de 700.000 millones de dólares, ascendió a 1.500.000 millones de dólares, dos veces la supuesta "pérdida" para el sistema. No pasa nada: el 30 de septiembre, los valores estadounidenses, aparentemente, valían 1.000.000 millones de dólares más. Contamos en nuestros fondos con acciones cuyo valor ha fluctuado en varios días más de un 20%. A los profesores de economía les gusta enseñar que los precios de mercado siempre reflejan las expectativas de beneficios futuros, pero los profesores de economía no tienen una gran trayectoria como inversores – ni siquiera los que han ganado el Premio Nóbel. En algunas ocasiones, vender (o comprar, ¿recuerda la burbuja de Internet?) no guarda relación alguna con los principios fundamentales: la gente vende (o compra) simplemente porque considera que el mercado seguirá cayendo (o subiendo). Por supuesto, todas las burbujas (o "agujeros negros", denominación que dábamos antes a estas "burbujas negativas") tienen una pizca de verdad. Internet, de hecho, era una tecnología muy importante. Pero eso no justificaba que las acciones de Amazon.com valiesen más de 400 \$ en 1999 (en la actualidad cotizan a 280 \$, ajustados al desdoblamiento de acciones, nueve años después). Y se trata de una de las empresas "punto.com" con mayor éxito. Muchas, literalmente, pasaron a no valer nada. El pánico actual se debe a los problemas muy reales y perfectamente divulgados de los mercados financieros y a las expectativas razonables de que esos problemas se extiendan al mundo real, produciendo un enfriamiento de la economía. Pero al igual que las acciones de Internet eran excesivamente caras, las de nuestras empresas son excesivamente baratas. Hay un precio

razonable para todo, ya sea alto o bajo, y los mercados siempre se pasan del objetivo.

Los inversores profesionales han rebasado los límites con creces: recibimos casi a diario llamadas de agentes de bolsa que ponen a la venta bloques de acciones de sociedades muy conocidas a precios muy baratos, por debajo incluso de los precios de mercado, que ya son muy baratos. En todos los casos, el vendedor es un fondo que debe vender a cualquier precio, ya sea porque tiene que hacer frente a amortizaciones y necesita liquidez o porque simplemente está llevando a cabo una liquidación. El proceso de “desapalancamiento” del que podemos leer en la prensa simplemente consiste en vender activos para amortizar deudas con el efectivo generado. Si todo el mundo intenta desapalancarse al mismo tiempo, se produce una enorme caída de los precios, que no guarda ninguna relación con los principios fundamentales. Esa caída de precios genera temor en D. Minorista, que rápidamente se dispone a vender, lo que hace que los precios caigan aún más.

Goldman Sachs ha calculado que, sólo durante el mes de septiembre, una “cesta” formada por los 50 valores más adquiridos por fondos de cobertura ha hecho que los mercados caigan un 19%. Por casualidad, poseemos algunas de esas empresas y su comportamiento está siendo bueno y se prevé que siga la misma trayectoria. Pero cuando el principal agente de bolsa confirma al fondo de cobertura que no hay más crédito y que tiene que vender las participaciones para amortizar los préstamos, éste hace exactamente lo que se le ha dicho. Un análisis del rendimiento previsto de las acciones es simplemente imposible. Sólo la semana pasada, uno de los principales agentes de bolsa de fondos de cobertura de Europa confirmó a todos estos fondos que quedaban canceladas con efecto inmediato todas las líneas de crédito. En otras palabras, aquellos fondos de fondos que utilizan el apalancamiento para mejorar los rendimientos (la mayoría lo hacen) deberán vender inmediatamente sus fondos y amortizar el préstamo. Por lo tanto, el fondo subyacente recibe un aviso de amortización que deberá cumplir vendiendo sus propios activos subyacentes.

A continuación, damos algunos ejemplos de cómo algunos precios de acciones actuales no tienen nada que ver con la realidad de la actividad subyacente de las empresas. Sólo para hacernos una idea: durante los tres últimos meses, las acciones de las empresas productoras de carbón estadounidenses han caído más del 50% (-32% en septiembre), mientras que las de los bancos estadounidenses han subido más del 20% (+2,7% en septiembre). No obstante, las empresas productoras de carbón están obteniendo, literalmente, más beneficios que nunca y los precios del carbón se están fortaleciendo con respecto a los contratos para los años próximos. Poseemos una empresa productora de carbón, Grande Cache (de la que hablamos en la newsletter anterior), cuyas acciones han pasado de valer 4,6 \$ a 3 \$ en septiembre. Teniendo en cuenta los contratos cerrados, los beneficios previstos por acción para el próximo año son de 1,6 \$, para un ratio precio/beneficio inferior a 2 (nuestras expectativas de beneficio para el año 2010 son 2,6 \$, para un ratio precio/beneficio de básicamente 1). Obviamente no es necesario explicar la salud y los beneficios futuros de los bancos. Sin embargo, los fondos de cobertura tienen prohibido vender en corto a

empresas financieras, por lo que están vendiendo lo que habían comprado a crédito.

Lo importante es que nada de esto afecta a D. Privado, y muy ligeramente a D. Público. Lo que les importa son los beneficios que obtendrán sus empresas este año, el siguiente, y los demás años. Pasemos, entonces, a analizar los beneficios de nuestras empresas.

El flujo constante de noticias pesimistas relacionadas con el sector financiero, por supuesto, lleva a los inversores a preguntarse si todo esto afectará o no a la economía real. La respuesta, obviamente, es que sí: si las empresas no pueden encontrar financiación, no pueden expandirse y obtienen menos ingresos. Pero esto no afecta por igual a todas las empresas (algunas no necesitan financiación y tampoco sus clientes) y en caso de que sí afecte, los efectos no tienen que ser necesariamente devastadores. Algunas empresas quiebran, otras obtienen menos ingresos y algunas apenas notan la crisis. No obstante, los inversores, impulsados por el temor a lo que le suceda con "la economía", están vendiendo todas las acciones de manera indiscriminada. Al igual que le sucede a D. Privado, no nos preocupa "el mercado" ni "la economía"; nos preocupan nuestras empresas. Creemos que las empresas en las que hemos invertido son empresas sólidas y que nuestras previsiones de beneficios son sólidas. Ofrecemos a nuestros lectores algunos ejemplos para que puedan juzgar por sí mismos, si estas inversiones resultan o no interesantes. Al fin y al cabo, no nos dedicamos a otra cosa más que a buscar dichas inversiones para nuestros inversores, que finalmente son quienes ponen el dinero.

Algunos ejemplos

Nos gustaría volver a hablar de las empresas que mencionamos en nuestra newsletter anterior y mostrar como les fue en septiembre, además de tratar nuestras expectativas de futuro actuales para estas empresas.

- **Quadra Mining**, nuestra productora de cobre, tenía un precio por acción de 16,95 CAD a comienzos del mes y de 12,13 CAD al final, lo que equivale a una caída del 28,4%. Nos hemos reunido personalmente con el Consejero Delegado, a quien conocemos desde hace años. La empresa todavía tiene aproximadamente 300 millones de dólares de efectivo neto para una capitalización bursátil actual de 700 millones de dólares. El beneficio correspondiente al ejercicio, casi terminado, ascenderá a 250 millones de dólares y, para el año próximo, con la nueva mina a plena producción, se prevé que el beneficio rondará entre 250 y 300 millones de dólares, dependiendo de los precios del cobre. Arrastrados por la venta global de materias primas, los precios del cobre al contado han bajado un 10% en el último mes, pero los futuros a largo plazo están subiendo. Nuestras expectativas de beneficios futuros están basadas en los precios del cobre, que están muy por debajo de aquellos utilizados por la mayoría de los analistas. Durante este mes, hemos seguido comprando acciones de la sociedad. Ahora somos el mayor accionista, con un 9% de las acciones ordinarias.
- **IMS** está especializada en la distribución de acero, tiene su sede cerca de París y opera en toda Europa. Tiene una

capitalización bursátil de 280 millones de dólares. Sus acciones cotizaban a 15,43 EUR a comienzos del mes y a 12,20 EUR al final del mes (-20,9%). Además de habernos reunido en persona con la Dirección el pasado mes de julio, les hemos telefoneado en varias ocasiones. Seguimos esperando un beneficio de explotación de 80 millones de euros este ejercicio y de 85 millones de euros el próximo. Lógicamente, otras empresas están intentando comprar sus acciones a bajo precio.

- **Catlin Group** es una compañía reaseguradora con sede en el Reino Unido, con una capitalización bursátil ligeramente por encima de los 800 millones de libras. Tiene previsto obtener un beneficio superior a 190 millones de libras este ejercicio y debería ser capaz de mantenerse muy cerca de este nivel de beneficios en el futuro, e incluso de superarlo. Por cierto, su rentabilidad en dividendos en efectivo representa el 8%. Este mes no ha tenido lugar nada importante. Las acciones han SUBIDO (5,4%). En general, hemos incrementado en cierto modo nuestras posiciones en las compañías de seguros, donde (de manera selectiva) hemos encontrado una combinación atractiva de valor y diversificación. No ponemos en duda que algunas de ellas todavía podrían tener algunos activos fallidos que amortizar totalmente, pero creemos que hemos llevado a cabo una buena investigación de compra y cualquier posible problema ha sido descontado con creces en el precio. Al mismo tiempo, nos estamos esforzando seriamente en ampliar nuestros conocimientos bancarios, para lo cual hemos visitado en persona muchos bancos en las últimas semanas. Hemos adquirido algunas pequeñas posiciones oportunistas (que, por cierto, van muy bien) y se prevé que este sector pasará a convertirse en un interesante "sector de inversión" tal vez en un plazo de seis meses.
- **Grande Cache Corporation** es un productor canadiense de carbón metalúrgico. En la actualidad, tiene una capitalización bursátil de tan solo 200 millones de dólares, porque los precios de las acciones han caído un 42,7% durante este mes, como se ha mencionado antes (-65% desde junio). Tiene previsto producir 2 millones de toneladas en 2009, que se irán incrementando hasta alcanzar los 2,4 millones en 2011. El carbón metalúrgico se vende normalmente sobre la base de contratos anuales y una pequeña parte se vende en el mercado "de contado". Los contratos que se están firmando para el próximo año están muy por encima de los 250 \$/tonelada. La compañía tiene un coste por tonelada de aproximadamente 120 \$ (está previsto reducir el coste a medio plazo), lo que supone un margen bruto de 130 \$ por tonelada, como mínimo, (nuestras expectativas eran que ya se hubieran reducido los costes, pero estamos siendo muy conservadores en nuestras hipótesis). Multiplicado por los 2 millones de toneladas de producción, esto supone un Ebitda para 2009 de aproximadamente 260 millones de dólares, valor que está por encima de la capitalización bursátil total actual de la sociedad. Esperamos que los precios del cobre comiencen a bajar en un par de años hasta alcanzar, tal vez, los 130 \$/tonelada en un plazo de cinco años

aproximadamente, porque no pueden abrirse nuevas minas de forma rentable por debajo de ese nivel (la mayoría de los analistas utilizan en este caso la cifra de 150 \$, que tendrá un gran impacto en los beneficios de la sociedad). En general, los inversores recuperarán toda su inversión en los próximos dos años y, después, tendrán una renta a largo plazo de aproximadamente el 10% del precio actual.

- [Li Heng Chemical Fibre Corporation](#) es un productor chino de fibras artificiales para la industria textil. Tiene una capitalización bursátil de 700 millones de dólares estadounidenses. Este año espera obtener unos beneficios de aproximadamente 150 millones de dólares, con un fuerte crecimiento derivado de las nuevas fábricas en los próximos tres años. La mayoría de sus clientes trabajan para el mercado interior chino, no para las exportaciones. La sociedad se ciñe a sus planes de producción y a su orientación financiera. Su precio por acción cayó en septiembre para un ratio precio/beneficio actual de 2,8.
- [KSB](#), nuestro fabricante alemán de bombas, ha visto como el precio de sus acciones caía un 19,3% este mes. La sociedad no ha informado de ningún problema y es probable que vaya a incrementar los beneficios en un porcentaje superior a lo previsto. Su ratio precio/beneficio actual (08) está por debajo de 4.
- El [precio del petróleo](#) ha sido extremadamente volátil, subiendo o bajando más de un 5% en varios días. Pasado este periodo de agitación, aún está cotizando ligeramente por encima de 100 \$ en los contratos a largo plazo. Con este precio, todas nuestras sociedades están ganando asombrosas cantidades de dinero, a pesar de que sus acciones hayan caído más de un 20% durante este mes. Esto descarta la posibilidad de que el precio del petróleo vaya a bajar hasta 70 \$ y permanecer en ese nivel para siempre. Eso no va a suceder: sean cuales sean los problemas económicos actuales, el mundo se recuperará. Toda actividad económica conlleva transporte y el transporte, a su vez, necesita petróleo, y esto seguirá siendo así todavía durante mucho tiempo. De igual forma, los campos de producción se están agotando con mucha rapidez y la creación de nuevos campos de producción cada vez resulta más cara. Aunque se estabilizara la demanda mundial (bastante poco probable, las importaciones chinas aumentaron un 12% en el mes de agosto), el precio probablemente seguiría subiendo: es muy difícil que los países no pertenecientes a la OPEP mantengan sus niveles actuales de producción, por no hablar de aumentarlos.

[El concepto de margen de seguridad](#)

Uno de los principales conceptos de Benjamin Graham fue el de "margen de seguridad". No sabemos a ciencia cierta qué nos va a deparar el futuro, por lo que tiene sentido invertir únicamente en empresas que estén claramente infravaloradas. Si resulta que la realidad es peor de lo previsto, la inversión todavía será buena. Creemos que nuestras inversiones cuentan con un enorme margen

de seguridad. A los precios actuales, el fondo debería registrar una rentabilidad anual del 20% para siempre, ya que tiene un ratio precio/beneficio normalizado de 5. Éste se calcula conforme a estimaciones de beneficios que consideramos conservadoras, utilizando, por ejemplo, precios para las materias primas que están muy por debajo del consenso. Pero supongamos que estamos muy equivocados y que se produce una terrible depresión económica; supongamos, además, que esa depresión se traduce en el caso de nuestras empresas, en términos medios, en un beneficio cero en el próximo ejercicio... Se daría entonces, ciertamente, una situación sin precedentes: muchas de nuestras empresas, como ya se ha explicado, tienen elevados beneficios ya pactados en contrato y la peor caída media de beneficios en pasadas recesiones ha sido del 45%. Siendo aún más conservadores, supongamos que no se obtienen beneficios en 2010: otro ejercicio de beneficio cero... Finalmente, la situación económica recupera la normalidad en 2011. Si sucediera esto, el ratio verdadero precio/beneficio del fondo resultaría ser 7 y no 5. Un ratio precio/beneficio permanente de 7 significa que, a los precios actuales, nuestras empresas tendrían una rentabilidad anual del 15% para siempre, en un escenario ridículamente catastrófico. Sinceramente, creemos que es una oportunidad única. El valor y el margen de error inherentes a nuestra cartera son difíciles de creer y esa es la razón por la que queremos darles algunos ejemplos específicos y daremos más en futuras presentaciones dirigidas a los inversores.

Warren Buffet siempre ha tenido como lema: "asústate cuando todo el mundo se muestre codicioso y sé codicioso cuando todo el mundo se muestre asustado". Creemos que estamos ante una época para ser "codiciosos". ¿Puede caer más el valor liquidativo de nuestros fondos? Seguramente. Una vez que los precios dejan de responder a los principios fundamentales, puede pasar cualquier cosa, como bien refleja el ejemplo de la burbuja de Internet. Pero la realidad siempre se reafirma, como muchos inversores de Internet pronto descubrieron. En aquel momento, se dijo que "el único riesgo era que no invirtieran en uno". Bueno, creemos que esta afirmación se puede aplicar en gran medida a las circunstancias actuales.

Cuando constituimos nuestro primer fondo en 2001, decidimos denominarlo Long-Term Investment Fund. En aquel momento, el espectacular fracaso del Long-Term Capital Management todavía estaba muy presente en las mentes de todos, y la mayoría reaccionó con sorpresa ante esta denominación y se preguntaron por qué queríamos que se nos asociase a un fracaso como aquel. No queríamos, por supuesto. Es difícil encontrar un estilo de inversión que difiera más de aquel que el nuestro. Pero el nombre, y los comentarios que siempre provocaba, nos dieron la oportunidad de subrayar el carácter de largo plazo de nuestra estrategia de inversión. Más aún, después del primer año, nuestro valor liquidativo ha subido de manera significativa todos los años. Es fácil ser inversor a largo plazo cuando todo sube. Hace falta coraje y convicción cuando los resultados a corto plazo no acompañan. Sin embargo, es entonces cuando se hace realmente dinero. Estamos creando valor. Nuestras sociedades están obteniendo grandes beneficios y seguirán haciéndolo en los próximos años, a pesar de las subidas y bajadas lógicas. El hecho de que muchos fondos de cobertura estén viéndose obligados a vender nuestras acciones, haciendo, así, caer sus

precios, resulta totalmente irrelevante para alguien interesado en conservar las acciones durante mucho tiempo. No obstante, son buenas noticias para alguien interesado en incrementar los beneficios futuros. Recuerde la historia de D. Privado, D. Público y... D. Minorista.

Nuestra cartera no es cara y está diversificada. El único escenario que resultaría malo para el largo plazo sería una caída catastrófica, mundial y permanente de la economía. Dejamos que sean los inversores quienes decidan hasta qué punto existe o no la posibilidad de que se produzca esta situación, así como cuánto y cómo desean protegerse contra dicha posibilidad. Seguiremos trabajando para mejorar y para encontrar nuevas ideas, y para obsesionarnos con esos beneficios a largo plazo, dejando que los precios de las acciones se cuiden solos.

Comentario sobre nuestros fondos de cobertura

Los fondos Alpha y Stability han caído bruscamente. No es sorprendente: son fondos protegidos contra las caídas generales del mercado, de manera que independientemente de cómo se comporte el mercado, no afecta a la cartera. La razón por la que su valor ha caído es que nuestra cartera ha caído más que el mercado. Por las razones explicadas anteriormente, creemos que esta situación cambiará en los próximos trimestres: nuestra cartera tiene ahora mucho más valor que el mercado en su conjunto. No olvide que el S&P 500 sigue cotizando a un ratio precio/beneficio de más de 20.

Novedades relacionadas con SIA

Tal y como anunciamos en nuestra newsletter anterior, Ed Yau y Jordi Costa se encuentran en la actualidad en Singapur, donde están poniendo en marcha, sobre el terreno, nuestro esfuerzo de investigación.

Naturalmente, algunos inversores se interesan por nuestra solidez financiera. Desde principios del ejercicio, hemos tenido amortizaciones netas equivalentes al 17% de nuestros fondos. En los niveles actuales de activos gestionados, incluso a niveles mucho menores, podemos seguir trabajando con una situación financiera saludable durante mucho tiempo, ya que nuestro grupo se encuentra muy bien capitalizado. No nos cabe ninguna duda de que la situación económica actual pasará, y de que se reconocerá el valor de nuestras acciones.

Un último punto: la caída repentina de nuestro valor liquidativo en el mes de septiembre no se ha debido a nuestras ventas. Como ya hemos señalado, el total de amortizaciones netas de todo el año equivale a un 17% y nuestra cartera goza de mucha liquidez. La cantidad que hemos tenido que vender resulta insignificante si la comparamos con el volumen de operaciones típico de las acciones que poseemos.

Como ya hemos anunciado, estamos organizando una serie de presentaciones, para las próximas semanas, encaminadas a intentar explicar detalladamente todas las oportunidades que nos brinda esta situación. Sin duda alguna, animamos a todos nuestros inversores a ponerse en contacto con nosotros si desean obtener alguna otra explicación.

Cifras de las clases en USD

Tabla 2: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en USD

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	335.13	-44.51%	-47.20%	274.66%	1,060.24
LTIF Alpha [USD]	191.03	-27.55%	-29.74%	46.55%	214.68
LTIF Global Energy Value [USD]	174.65	-26.13%	-20.55%	31.58%	49.03
Global Mining Value Fund [USD]	99.14	-39.75%	-35.76%	-26.01%	71.55
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3,726.69	-23.84%	-25.62%		

Figura 7
LTIF – Classic USD

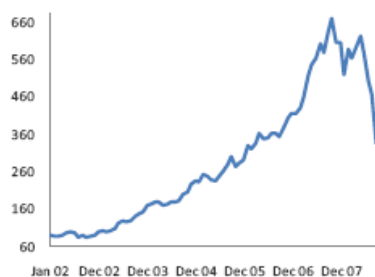


Figura 8
LTIF – Alpha USD



Figura 9
LTIF – Global Energy Value USD



Figura 10
Global Mining Value Fund USD



Cifras de las clases en CHF

Tabla 3: Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en CHF

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	375.77	-45.04%	-49.32%	153.81%	1,188.79
LTIF Alpha [CHF]	214.19	-28.25%	-32.57%	38.29%	240.71
LTIF Global Energy Value [CHF]	195.83	-26.84%	-23.75%	26.73%	54.97
Global Mining Value Fund [CHF]	111.16	-40.33%	-38.34%	-33.13%	80.22
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4,178.71	-24.57%	-28.60%		

Figura 11

LTIF – Classic CHF



Figura 12

LTIF – Alpha CHF



Figura 13

LTIF – Global Energy Value CHF



Figura 14

Global Mining Value Fund CHF



Aviso legal – Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund es una sociedad de inversión de capital variable de tipo “paraguas” constituida como “société anonyme” de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo, y con carácter de Sociedad de Inversión de Capital Variable (“SICAV”) al amparo de la Parte I de la ley de Luxemburgo del 20 de diciembre de 2002. Cuenta con tres subfondos activos, denominados “Classic”, “Alpha” y “Energy”, que reproducen plenamente tanto al fondo Long Term Investment Fund de BVI (clases “Classic” y “Alpha”) como al fondo Global Energy Value con respecto a sus objetivos de inversión y su estructura operativa. Esta newsletter va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

LTIF – Classic EUR
ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD
ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF
ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR
ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD
ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF
ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR
ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD
ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF
ISIN: LU0301246939
Telekurs: CH3101836
Bloomberg: LTIFGEC LX

Global Mining Value Fund es una Sociedad de Inversiones de Luxemburgo con diversos subfondos, constituida como “société anonyme” el 6 de junio de 2007, y se encuentra sujeta a la ley de Luxemburgo del 13 de febrero de 2007, relativa a Fondos de Inversión Especializados (SIF).

GMVF-Global Mining Value EUR
ISIN: LU0305469388
Telekurs: CH3183766
Bloomberg: GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD
ISIN: LU0305469545
Telekurs: CH3183768
Bloomberg: GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF
ISIN: LU0305470048
Telekurs: CH3183771
Bloomberg: GMVFCHE LX

Administrador:

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

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

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

Domicilio Social:

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxemburgo
Luxemburgo

Aviso legal – Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) fue aprobado por la Comisión Bancaria Suiza el 13 de julio de 2006. El fondo inició sus actividades, en francos suizos, el 1 de octubre de 2006. Esta newsletter va destinada exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos que no puedan resultar adecuados para sus lectores

LTIF - Stability
ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: LTIFSTA SW

Administrador:

Pictet Funds SA
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza

Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suiza

Depositario:

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginebra 73
Suiza