

LTIF - Fondo Investimento a Lungo Termine

Tutti i vari fondi sono riusciti a mantenere approssimativamente il loro Valore del Patrimonio Netto per azione durante il quarto trimestre del 2005, soffrendo dapprima una caduta ad ottobre, ma poi recuperandosi ampiamente nei due mesi successivi. I risultati annuali sono quelli illustrati nella Tabella 1, mentre l'evoluzione dell'indice azionario globale MSCI (Morgan Stanley World Index), rappresentato in euro, viene riportata a titolo meramente comparativo. I grafici 1, 2, e 3 offrono una rappresentazione grafica di questi risultati. Ovviamente non abbiamo provveduto ad includere in questi grafici i risultati della Serie Stability, operativo da soli quattro mesi.

Le attività in gestione complessivamente hanno raggiunto i 189 milioni di € distribuiti come segue: 93,1 milioni di € per la Serie Classic, 55,2 milioni di € per la Serie Alpha, 3,7 milioni di € per la Serie Stability, e per finire 37,3 milioni di € per il Fondo Global Energy Value.

Osservazioni sulla performance del Fondo

Come abbiamo ripetuto praticamente in ogni Bollettino Informativo, la performance veramente importante è quella delle nostre società, e non quella delle loro azioni. In questo senso ottobre potrebbe sembrar esser stato un mese pessimo, ma non è così: infatti le nostre società si sono comportate piuttosto bene, o per lo meno non peggio che in settembre. Ma noi sappiamo bene che sul lungo termine, entrambe le performance finiranno per coincidere. Passiamo adesso ad esaminare come si sono comportate durante il 2005.

La cifra più importante da conoscere per un investitore è quanti soldi stanno rendendo i suoi investimenti. Nel corso del 2005 le società del nostro portafoglio hanno registrato utili appena superiori ai 20 € per azione del Fondo (ossia la Serie Classic). Si tratta di un incremento di più del 17% rispetto agli utili del 2004. Il rapporto P/E (prezzo/utile) globale è al di sotto di 9. Di conseguenza, chi ha comprato un'azione del Fondo LTIF a 100 € nel 2002 sta ricavando un utile annuale pari al 20% sul suo investimento solamente quattro anni dopo l'inizio della sua operatività. E cosa ancora migliore: questi utili continuano ad aumentare ogni anno ad un livello del 20% circa. Fintanto che questi utili continuano e crescere e che il rapporto P/E non aumenta troppo, gli investitori possono stare certi di ricevere eccellenti rendimenti futuri, a prescindere di come si possa comportare il mercato. Ciononostante, se il mercato cade bruscamente potrebbero seguirlo anche le nostre azioni, come è già successo nel 2002. Ma a lungo termine gli utili ed i prezzi delle azioni finiranno per incontrarsi. È interessante notare come gli utili per azione si sono incrementati di un 20% circa l'anno, e altrettanto hanno fatto le azioni del Fondo. Nonostante questi prezzi siano più volatili (-7% nel 2002, +42,83% quest'anno), perché i mercati sono instabili, tuttavia alla fine i numeri dovranno convergere.

Grafico 1
LTIF – Classic



Grafico 2
LTIF – Serie Alpha

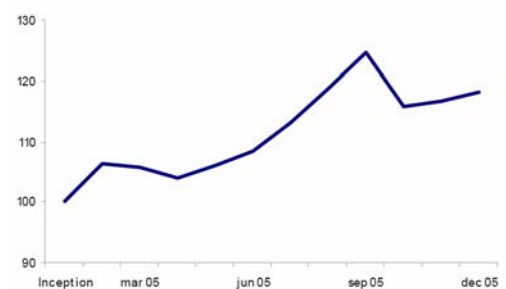


Grafico 3
GEVF

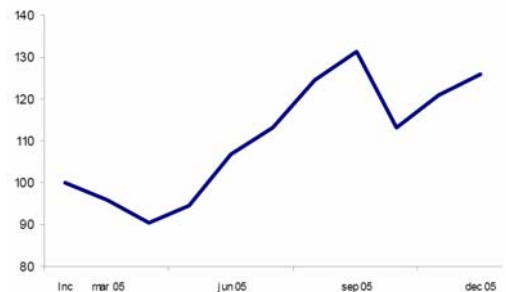


Tabella 1: Risultati annuali

	Valore del Patrimonio Netto	Δ Dicembre	Δ 3 mesi	Δ 12 mesi	Δ 2005
LTIF - Classic	245.44	2.69%	-0.56%	42.83%	42.83%
LTIF - Alpha	118.22	1.39%	-5.07%	NA	18.22% ¹
LTIF - Stability	100.45	1.68%	-0.72%	NA	0.45% ²
GEVF	126.13	4.38%	-4.14%	NA	26.13% ³
AC MSCI World Index	92.083	2.41%	5.62%	27.72%	27.72%

¹ a partire da febbraio 2005; ² a partire da settembre 2005; ³ a partire da marzo 2005

Naturalmente, quando si inizia pagando un prezzo troppo alto per le proprie azioni, questa convergenza delle performance non si verificherà: gli utili aumenteranno mentre il prezzo delle azioni no, perché gli utili semplicemente stanno recuperandosi (ed è quello si è stato verificando effettivamente negli ultimi anni nei mercati degli USA).

Al contrario, se le azioni possono essere acquistate a dei prezzi anormalmente bassi, i rialzi delle azioni saranno più alti degli incrementi degli utili (vedasi quello che è successo quest'anno in Brasile e Corea). Ed è per questo che noi cerchiamo sempre dei titoli azionari con una crescita degli utili relativamente buona per comprarli a dei prezzi relativamente bassi. Di conseguenza, nel lungo termine il prezzo delle nostre azioni dovrà aumentare alquanto più velocemente degli utili soggiacenti. E questo è ciò che in effetti è successo nel corso degli ultimi quattro anni.

Un altro modo di vedere i nostri utili è farlo usando il parametro più freddo: il circolante. Le nostre azioni hanno pagato quasi 7 € di dividendi quest'anno. Ancora una volta, per chi ha investito nel Fondo nel 2002, si tratta di un rendimento cash di quasi il 7%, che sta crescendo ad un livello di quasi 20% ogni anno.

Una questione importante è che il risultato di questa performance è stato ottenuto in un anno in cui le attività in gestione sono aumentate da 37 a 189 milioni di €, ossia si sono quintuplicate. Non vi è dubbio del fatto che ogni buon programma di investimenti deve avere i propri limiti, e noi li raggiungeremo forse anche in un futuro non troppo distante. Ma non ci sembra di essere ancora arrivati a questo punto. Siamo convinti che le attività in gestione possono ancora crescere in modo sostanziale senza che se ne risentano negativamente le performance. La gran maggioranza delle società in cui stiamo investendo sono dopo tutto abbastanza grandi per poter contenere posizioni più grandi senza problemi. Tuttavia, non ci sorprenderebbe il fatto di vederci obbligati a chiudere i fondi nei prossimi due anni. Inoltre, il nostro obiettivo non è e non è mai stato raggiungere determinate dimensioni, bensì quello di mantenere come minimo un rendimento annuale del 15% per i nostri investitori. Le dimensioni del fondo sono una variabile residuale per noi, e provvederemo a porvi limiti non appena riterremo che possano avere un impatto negativo sulle performance.

Annotazioni sul nostro portafoglio

Nel corso del 2005 abbiamo provveduto ad ampliare in nostro portafoglio con una serie di investimenti che gli hanno apportato una maggior diversificazione e crediamo pure un maggior potenziale di guadagno.

Anche se restiamo fedeli alla nostra strategia di concentrarci su 20-25 posizioni, come già spiegato in precedenza spesso assumiamo delle "sotto-posizioni". Per esempio, possediamo varie società canadesi di sabbie bituminose. Teoricamente, si procede a formare una posizione solo quando le loro performance sono strettamente correlate. Tuttavia abbiamo preferito aumentare la protezione a fronte dei rischi operativi tramite il possesso di varie società per formare una posizione

- Abbiamo stabilito delle nuove posizioni in tre aree minerarie: **rame, nickel e ferro**. Anche se ognuno di questi metalli rappresenta uno storico di investimenti differente, molte delle analisi che si applicano al petrolio si possono estendere pure a questi metalli: decenni di sotto investimenti ed un simultaneo boom della domanda hanno negli ultimi tempi prodotto una situazione in cui è veramente difficile rispondere alle necessità della domanda mondiale. E questa è tutt'altro che una situazione solamente transitoria, dato che lo sviluppo di una mina di nickel "vergine" (partendo da zero) richiede qualcosa come 10 anni. Ci sembra che quegli analisti che assumono che i prezzi sono troppo alti e che presto ritorneranno alle medie storiche, si dimenticano delle enormi difficoltà che le società devono affrontare per creare collegamenti di trasporto dove non ne esistono, dovendo al contempo obbedire a sempre più severe normative di tutela ambientale, o dovendo mantenere relazioni corrette con le popolazioni native.

Oltre a queste imprese produttrici di metalli vili, che costituiscono circa il 15% del fondo, abbiamo aperto delle posizioni in compagnie di assicurazioni e riassicurazioni, imprese di raffinazione, "contract manufacturers" (aziende terziste) e imprese di pollame.

- Il settore delle **riassicurazioni** ha sofferto un anno terribile a seguito degli enormi danni causati dagli uragani negli USA. Infatti molte società assicurative di dimensioni medie stanno chiudendo l'anno con perdite ridotte. Questo ha determinato una brusca crescita dei premi delle polizze di assicurazioni e riassicurazioni per il 2006. Noi riteniamo di esser riusciti di comprare al punto inferiore del ciclo di un mercato che è piuttosto redditizio nel tempo, e che presenta dei cicli totalmente scollegati da quelli del mercato energetico o dei metalli vili, di conseguenza con un valore extra aggiunto per il nostro portafoglio.
- Anche le imprese di **raffinazione** del greggio per i prodotti di largo uso come il petrolio, il combustibile per riscaldamento, il combustibile per aeroplani, ecc., stanno attraversando un periodo di crescita della domanda e di restrizione dell'offerta. Negli USA per esempio non è stata costruita nessuna raffineria nel corso degli ultimi 30 anni, mentre la domanda si è raddoppiata. Fino all'anno scorso, le espansioni incatenate agli impianti esistenti, e l'assorbimento dell'eccesso di capacità (che è stata la responsabile della caduta della profittabilità ai livelli storici minimi per tutte le società più importanti del settore) ha permesso all'industria di tener testa alla crescita della domanda. Ma adesso non vi è più capacità in eccesso disponibile, e le raffinerie stanno lavorando al limite. Se si aggiungono i nuovi requisiti ecologici che devono essere

rispettati e i margini della raffinazione che hanno raggiunto i massimi storici, dove probabilmente vi resteranno, è difficile prevedere come possa cadere la domanda o aumentare l'offerta nei prossimi anni. Infatti la costruzione di nuove raffinerie nei paesi occidentali è così difficoltosa che il futuro risiede nel costruirle direttamente vicino alle installazioni di produzione del crudo, le quali si trovano per la maggior parte nel Golfo Persico, da cui possono essere esportati i prodotti raffinati. Si tratterà di un processo assai costoso, dato che il petrolio raffinato è più difficile da trasportare e da stoccare rispetto al petrolio greggio, e che richiederà un sacco di tempo. Nel frattempo, abbiamo comprato delle società veramente redditizie che generano delle incredibili quantità di denaro e le cui azioni si stanno vendendo a dei prezzi veramente bassi.

- **Contract manufacturers** o aziende terziarie sono quelle che attualmente stanno producendo per esempio i computer su cui state leggendo questo Bollettino Informativo, o le stampanti su cui viene stampato. In genere sono localizzate in paesi come Taiwan, Singapore, Malesia o Thailandia, mentre le loro fabbriche si trovano sempre di più in Cina. Queste società si arricchiscono grazie ai loro costi veramente bassi e alla fornitura di buoni servizi ai loro clienti, cioè le grandi società del settore elettronico come IBM, Apple o Toshiba. Le società in se stesse non sono molto conosciute, le loro azioni sono poco costose, e il tasso di crescita dell'intero settore industriale è buono, dato che sempre più società occidentali (e ora persino anche giapponesi) stanno cedendo la loro produzione in outsourcing. La loro profittabilità non è enorme, perché non possono differenziarsi molto tra loro, e i loro clienti non permetterebbero mai loro di dominare il mercato. Ma nonostante tutto possono generare degli utili per nulla disprezzabili e pagano dei dividendi molto buoni.

- Storicamente, le azioni delle **imprese di pollame** sono sempre state scambiate a basso prezzo, dato che non erano molto conosciute in quanto relativamente di piccole dimensioni, con l'eccezione di una o due società leader del mercato. In aggiunta, le azioni delle imprese di pollame americane stanno subendo forti ribassi a causa dei timori della febbre aviaria e della caduta dei consumi di pollame che questa potrebbe provocare. La verità è che i prezzi del pollo sono scesi negli USA, ma una visione più ampia mostra una chiara tendenza al rialzo in tutto il mondo e, ai prezzi correnti, queste società dovrebbe facilmente essere in grado di offrire quella profittabilità del 15%-20% che noi stiamo cercando.

Per finire, ci piacerebbe dedicare alcune parole alla posizione principale che manteniamo nel Fondo: il settore energetico (21%).

Nel corso del 2005 il prezzo del petrolio è cresciuto di più del 50%, confondendo tutti quegli esperti che avevano dichiarato, come se fosse ovvio, che il prezzo sarebbe presto tornato a livelli precedenti di 30 \$ il barile al massimo, una volta sparito il "premio terrore". In realtà, il petrolio ha chiuso l'anno passato sopra ai 60 \$ il barile. Come abbiamo già ripetuto varie volte (vedasi edizione del Bollettino Informativo di Luglio 2005), non vediamo come il petrolio si possa stabilizzare al di sotto dei prezzi correnti, date le

dinamiche intrinseche della domanda e offerta. E con il petrolio a questi prezzi, le nostre società sono chiaramente sottovalutate. In base ai nostri calcoli queste potrebbero valere più del doppio del loro prezzo corrente, anche se alcune di queste società hanno registrato bruschi rialzi dei prezzi delle loro azioni, per esempio, quelle di Canadian Natural Resources e Nexen che hanno più che raddoppiato quest'anno, mentre quella della maggior parte delle altre società aumentando di più del 50%. Siamo ancora dell'opinione che si tratti di una posizione veramente solida che ci renderà degli eccellenti utili a lungo termine, anche se l'alta volatilità è il prezzo che dovremo pagare. I mercati, apparentemente incapaci di prezzare correttamente il petrolio e le società petrolifere, stanno fluttuando tra entusiasmo e disperazione, trasferendosi sui prezzi in misura superiore al 20% in un mese. Dobbiamo abituarci pertanto a convivere con questa situazione, e trarne vantaggio quando i prezzi sono anche più bassi dell'abituale. Queste osservazioni si applicano naturalmente anche al Fondo Global Energy Value, a maggior ragione. Onestamente crediamo che questo Fondo costituisca un ottimo strumento per incrementare l'esposizione degli investitori verso un settore chiave. I grafici 3 e 4 mostrano la ripartizione del Fondo LTIF per settore economico e per area geografica.

Grafico 3
Ripartizione per area geografica

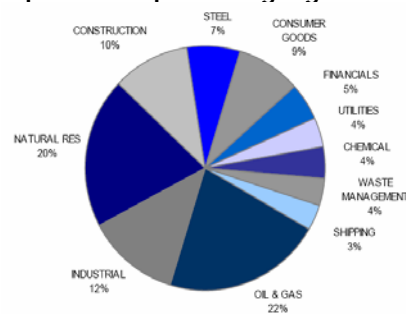
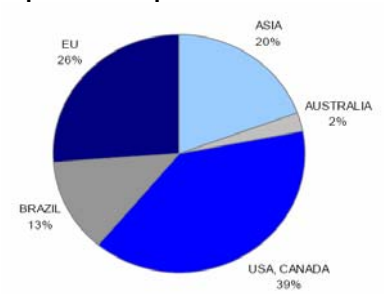


Grafico 4
Ripartizione per settore industriale



Alcune riflessioni sul rendimento assoluto: la Serie Alpha.

A febbraio del 2005 abbiamo lanciato la Serie Alpha, che come fanno i nostri investitori, consiste nello stesso portafoglio della Serie Classic, più una "copertura" contro il mercato. Nel corso del tempo i risultati della Serie Alpha saranno equivalenti a livelli in base ai quali il nostro portafoglio si comporta meglio dell'indice azionario globale MSCI. Nel mercato dei fondi, questo è noto come fondo a "rendimento assoluto": in linea di principio non risente delle fluttuazioni del mercato, proprio grazie alla qualità del suo portafoglio. Che abbia successo o meno ciò dipende da appunto questa qualità, a prescindere dagli alti e bassi del mercato.

Dopo i primi undici mesi di operatività, possiamo asserire fiduciosi che la Serie Alpha ha mantenuto le sue promesse. Ha registrato un rendimento annualizzato del 19,88% (ossia che il rendimento fin dall'inizio dell'operatività del fondo è solo del 18,22%, ma questa è iniziata a febbraio e non a gennaio). La nostra speranza è che renda più dell'1% mensile, a prescindere dalla evoluzione al rialzo o al ribasso del mercato, e così ha fatto fino ad ora. A causa della natura dell'investimento in titoli azionari, 1% mensile non significa 1% ogni mese: questa cifra deve essere considerata come una

media su molti mesi, preferibilmente nell'arco di più di un anno. Questo rendimento non deve venire comparato con quello del Fondo Classic, che invece è un fondo sensibile al mercato, ma con altri tipi di investimenti che non vengono influenzati dai prezzi globali delle azioni, come per esempio obbligazioni, investimenti immobiliari, ecc. Comparata con questo tipo di investimenti, la Serie Alpha si è comportata più che bene. Naturalmente un anno è un periodo di tempo troppo corto per poter giudicare, ma è tutto quello di cui disponiamo. E come si suol dire: fin qui, tutto va bene....

Dato che il nostro indice di riferimento, l'indice azionario globale MSCI, è aumentato del 27,7% (la sua migliore performance in cinque anni), è solo questione di logica che la performance della Serie Alpha sia inferiore a quella della Serie Classic. Tuttavia, l'indice non crescerà così tanto ogni anno. Gli investitori della Serie Alpha devono domandarsi se la loro scelta di investire in uno strumento "slegato dal mercato" sia stata ragionevole. Se la risposta è affermativa, dovrebbero continuare nella loro strategia e non cercare di modificarla solo perché il mercato ha registrato una tendenza al rialzo nel corso di un anno. Se al contrario gli investitori sono convinti che i mercati continueranno a crescere in un prossimo futuro, dovrebbero passare ad investimenti esclusivamente di tipo a lungo termine, come la Serie Classic.

In nostra opinione, l'avere una parte del proprio portafoglio investita in fondi "a rendimento assoluto" rappresenta un investimento assai sensato, dato che diversifica il rischio di mercato. Nel corso del tempo solo gli investimenti a lungo termine dovrebbero essere appena più redditizi, ma un investimento in un fondo a "rendimento assoluto" offre una polizza di assicurazione assai sensibile contro brusche cadute dei mercati.

Riflessioni per il 2006

A questo punto, risulta quasi obbligatorio offrire agli investitori una serie di previsioni rispetto a ciò che ha in serbo l'anno nuovo. Ancora una volta, dobbiamo ammettere la nostra totale ignoranza su cosa faranno i mercati, sia gli indici, il dollaro o qualsiasi altra variabile macro. Ed è per questo che stipulare una polizza di assicurazione è sempre una buona idea, precisamente perché non si sa mai se e quando la casa brucerà o no.

Ma come abbiamo detto sopra, noi iniziamo l'anno con un portafoglio molto ben diversificato, costituito da società altamente redditizie in forte crescita e che vengono scambiate a prezzi globalmente bassi. Il buon senso degli investitori potrà aumentare o diminuire, e con lui salire o scendere il prezzo delle azioni. Noi invece siamo piuttosto fiduciosi del fatto che nel 2006 i nostri utili per azione cresceranno al di sopra dei già notevoli livelli del 2005. E ciò è quello che in definitiva determina il nostro successo.

Avviso Legale

La distribuzione del Fondo LITF (serie A, B e C) è stata autorizzata in Irlanda (dove è stato ufficialmente quotato nella Borsa Valori di Dublino) diretta esclusivamente a investitori qualificati, ma non è stato registrato per la distribuzione al pubblico in Svizzera, Unione Europea o Stati Uniti. Il Fondo Global Energy Value non è stato autorizzato in alcun paese al di fuori delle Isole Vergini britanniche. 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 LTIF

Amministratore:

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O.Box 25121
3001 HC Rotterdam
Paesi Bassi

LTIF – Classic

Telekurs: 1341036

Bloomberg: LONGTRM VI

Gestore Investimento:

VDI Ltd.
Kings Court, Bay Street
P.O.Box N-1417
Nassau, Bahamas

LTIF – Alpha

Telekurs: 2048550

Bloomberg: LONGTRB VI

Sede Sociale:

Mill Mall, P.O.Box 964
Road Town, Tortola
Isole Vergini (GB)

LTIF - Stability

Telekurs: 2207914

Bloomberg: LONGTRC VI

Banca Depositaria:

Pictet & Cie
29, Boulevard Georges Favon
1204 Ginevra
Svizzera

GEVF

Telekurs: 2053248

Bloomberg: GLOBENV VI

Consulente Finanziario:

Strategic Investment Advisors SA
4, rue de l'Ecole de Chimie
1205 Ginevra
Svizzera