

Long-Term Investment Fund

Newsletter enero 2005

Resultados de nuestra cartera

Como explicamos en el manual del propietario, los inversores de LTIF deben mirar los resultados de nuestras sociedades para conocer los nuestros, más que el precio de sus acciones (y que el valor de liquidación del fondo, que es sencillamente la suma del precio de las acciones que tenemos en una fecha determinada). Por eso hablamos esencialmente de la "rentabilidad intrínseca", más que de la rentabilidad de las acciones.

Si desea una descripción detallada de la filosofía de inversión de LTIF, y su "manual del usuario", que explica a fondo nuestros conceptos de valoración, como el "valor intrínseco" y el "beneficio por acción del fondo", consulte nuestro sitio en Internet en la dirección www.ltif.com. También puede encontrar *newsletters* anteriores y resultados detallados del fondo desde su creación. Si tiene cualquier pregunta, envíela a info@ltif.com.

Nuestras sociedades siguen por buen camino. Los resultados han sido óptimos en la mayoría. De hecho, una gran mayoría de ellas está registrando en estos momentos beneficios récord. Durante todo el ejercicio, destaca el crecimiento en los beneficios por acción de Barratt Development (25%), McCarthy & Stone (30%), Zehnder (20%), etc.

Directorio LTIF

Administrador:

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Países Bajos

Gestor de

Inversiones:

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes
Británicas

Domicilio social:

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Islas Vírgenes
Británicas

Depositario:

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Ginebra
Suiza

Asesor:

Strategic Investment Advisors, SA
4 Rue de l'Ecole de Chimie
1204 Ginebra
Suiza

Telekurs: 1341036 **Bloomberg:** LONGTRM VI

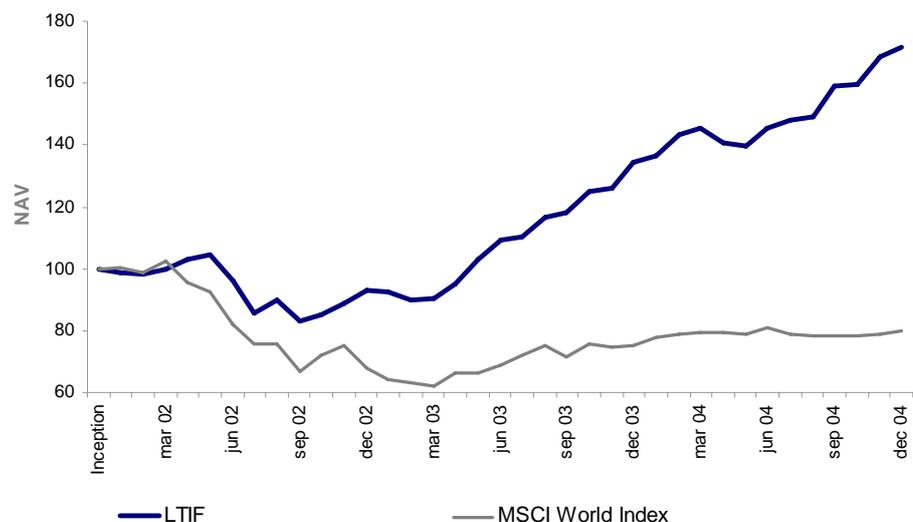
El valor teórico de la acción del fondo es de 171,84 €/acción, lo que representa un aumento del 8,08% en el trimestre y del 27,95% en todo el ejercicio 2004

Este aumento de beneficios ha permitido que el precio de las acciones subiera, sin que las sociedades se hayan encarecido necesariamente. En este sentido, varias de nuestras sociedades tienen p/b más bajos ahora que al inicio del ejercicio. En general, el Valor Liquidativo (VL), esto es, lo que se recibiría en caso de liquidación del fondo (el importe que se cobraría por las acciones en este instante si se vendieran), neto de todos los gastos y comisiones, asciende a 171,84 €, lo que representa un aumento del 27,95% en el ejercicio.

En los trimestres anteriores, ha seguido llegando el dinero al Fondo, ascendiendo el patrimonio en estos momentos a algo más de 37 millones de euros, con 13 millones de euros más ya comprometidos. Este crecimiento de los activos se ha traducido en varios efectos positivos, entre otros, que nos ha permitido obtener mejores condiciones por parte de nuestros principales proveedores, es decir, del banco depositario y del administrador del Fondo. Este ahorro beneficia directamente a todos los inversores.

En general, el ejercicio ha sido bastante regular, tanto en términos de rentabilidad intrínseca de nuestras sociedades como en términos de precios de las acciones (encapsulado en el VL), como puede verse en el siguiente gráfico.

Figura 1
Valor teórico de la acción de LTIF, en comparación con el índice MSCI World



Noticias de la cartera

Hemos comprado Gerdau, Usiminas, CST y CSN en el sector del acero y los procesadores de alimentos Perdigao y Sadia.

En este trimestre, hemos comprado y vendido varias sociedades. Como en el pasado, hemos seguido aumentando algunas de nuestras posiciones, para hacer pleno uso de las nuevas aportaciones recibidas.

Hemos comprado varias sociedades brasileñas en dos sectores básicos: el acero y la alimentación. Las que se dedican al acero son Gerdau, Usiminas, CST y CSN. Están tremendamente infravaloradas (VE/EBITDA 3 veces inferior, en algunos casos) y tienen un mercado interno en auge y una sólida posición de exportación, teniendo algunas de ellas el menor coste de todo el mundo. Representan en total un 8% de nuestra cartera.

Hemos vendido Boskalis, Bachoco, Cementir e Imperial Sugar.

Noticias administrativas

Centrémonos en las acciones: nuestros tres primeros años

Un par de errores costaron dinero a nuestros inversores en 2002. Esperamos haber aprendido la lección.

El sector alimentario está representado por Sadia y Perdigao, los dos mayores productores de ave y porcino, tanto fresco como elaborado. También en este caso, estas sociedades disfrutaban de un sólido mercado interno y una envidiable posición de exportación: Brasil tiene el menor coste de brotes de soja, maíz y otros alimentos para animales. Las exportaciones a las antiguas repúblicas soviéticas y China están creciendo rápidamente, y creemos que sus ventajas competitivas estarán bien protegidas. Las valoraciones son muy bajas (p/b 2005 por debajo de 7).

Hemos vendido Boskalis, Cementir, Bachoco e Imperial Sugar. En todos los casos, el motivo fue que el precio de la acción era tan elevado que no podíamos justificarlo con futuros beneficios. Pensamos que nuestro dinero sería más rentable en otra inversión. Las ventas fueron rentables, sacando en todos los casos más de un 40% de plusvalía.

El Fondo ha estado cargando un 1% a todos los nuevos inversores. Este cargo fue introducido para cubrir los costes de contratación, y revertido a todos los partícipes. Dado que el fondo es ahora mucho mayor, el cargo ya no es necesario y ha sido eliminado.

La posibilidad de cotizar el fondo en Irlanda o incluso en Suiza está siendo estudiada en estos momentos. La idea es facilitar la inversión de los residentes en Suiza y la Unión Europea. En cualquier caso, sólo se llevará a cabo si los costes adicionales son suficientemente pequeños como para ser compensados con el ahorro resultante de los mayores volúmenes.

El denominado "sector de los fondos", como cualquier otro, utiliza una serie de estadísticas básicas para medir la calidad de sus productos. Una de ellas es la "rentabilidad a tres años" de un fondo determinado, entendida como la variación anualizada del valor liquidativo (VL) por acción o valor teórico de la participación en el fondo durante esos tres años. Los primeros tres años de vida de nuestro fondo representan así un hito que invita a reflexionar sobre lo que hemos hecho... y lo que nos queda por hacer.

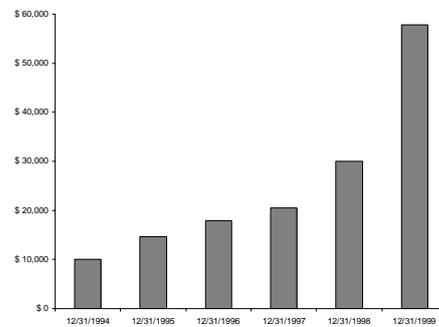
Primero, las malas noticias: hemos cometido dos errores, ambos en el primer año, que han costado dinero a nuestros inversores. Hemos comprado una sociedad que fue un fraude (Actrade, US) y una que era mucho menos valiosa de lo que pensamos (Teleplan, NL). Sin duda, podríamos encontrar excusas, pero lo cierto es que ambos errores podían y debían haber sido evitados. Por desgracia, cometeremos más errores en el futuro, aunque no estos: cuando una sociedad no nos facilite información sobre sus clientes y los números parezcan demasiados buenos para ser verdad... es que probablemente lo son. En el caso de Teleplan, una compleja contabilización de fusiones escondía, en realidad, una baja rentabilidad. Por suerte, no hemos cometido ningún otro "error" en el sentido de comprar una sociedad que resulte valer menos de lo pagado (tenemos un par de sociedades cuya cotización es, en estos momentos, inferior a su precio de compra, pero no lo consideramos errores, porque creemos que valen mucho más).

*La rentabilidad parece buena, pero...
¿qué es la rentabilidad?*

Después, las buenas: nuestra rentabilidad. Pero, ¿qué es la rentabilidad? Según el sector, como decimos, la rentabilidad es la apreciación anualizada del VL por acción o valor teórico de la participación del Fondo. Una vez dicho esto, nuestra rentabilidad a tres años ha sido muy buena: 19,26% al año, en euros, con una volatilidad anualizada de 10,63%, que pone a LTIF en cabeza de cualquier clasificación de fondos de renta variable. Pero ¿realmente debemos sentirnos orgullosos de esto?

Veamos el fondo presentado en la figura 2. Parece una inversión excelente, con una rentabilidad espectacular. La mala noticia es, por supuesto, que el gráfico termina en enero de 2000 y ahora sabemos lo que sucedió después. Los inversores que no pudieron predecir la evolución que tendría el mercado (muchos, pensamos, y nos incluimos entre ellos) perdieron más del 50% de su inversión en los dos años y medio siguientes.

Figura 2
Valor teórico de la participación, Fidelity Select Software & Computer Fund, cierre de ejercicio 1994-1999



Y es importante destacar que esas pérdidas son permanentes: la mayoría de las sociedades que componían ese fondo ya no existen.

Veamos ahora la inversión presentada en la figura 3, mediante barras oscuras (las más claras son la rentabilidad del índice). No parece muy apetecible, puesto que sus resultados han sido, en total, un 40% inferiores a los del índice en cuatro años. Sin embargo, esa inversión, a un precio de 38 \$ la acción al cierre de 1975 cotiza hoy por más de 87.000 \$, con una apreciación de más de 2.000 veces. La inversión es, por supuesto, Berkshire Hathaway. ¿Qué queremos decir con esto?

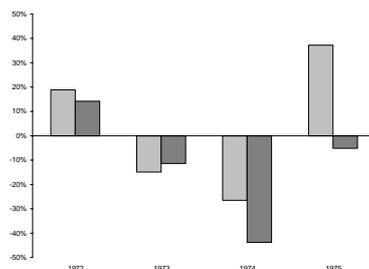


Figura 3:
Rentabilidad anual del precio de la acción, en comparación con el índice S&P 500, 1972-1975

La "rentabilidad" que realmente importe a largo plazo es la rentabilidad del negocio, no del precio de la acción

Nuestros negocios han obtenido muy buenos resultados: nuestras acciones ganan un 70% más ahora que hace tres años (gracias al aumento de nuestros beneficios, y a que hemos vendido acciones con p/b más altos y hemos comprado otras con p/b más bajos en estos años)

Lo que queremos decir es que, a corto-medio plazo, la rentabilidad de la sociedad y la rentabilidad de sus acciones pueden no ir de la mano. Si un inversor no es capaz de predecir lo que hará el precio de la acción, debe hacer caso omiso de la evolución del precio de las acciones, ya que no significan mucho, y concentrarse en cómo va la sociedad (o sociedades que componen el fondo). Por supuesto, el "inversor ideal" hubiera comprado acciones en el fondo Fidelity en 1994, las hubiera vendido en febrero de 2000, y hubiera comprado algo como Berkshire Hathaway en 1976 (no un año antes) y las hubiera vendido en febrero de 2004, cuando alcanzaron su pico. Pero no conocemos a ese inversor, y no tenemos idea de cómo puede conseguirse esto. Por eso, seguiremos comprando inversiones como Berkshire Hathaway en 1972 si creemos que valen más de su precio actual y seguiremos evitando valores inflados en cualquier momento. La experiencia muestra que, a largo plazo, nuestro dinero aumentará. Por tanto, la definición realmente importante de rentabilidad es la del negocio que se está comprando, no la de los precios pasados de sus acciones.

Y, por último, las noticias excelentes: la rentabilidad de nuestras sociedades ha sido excelente en estos tres años. La mejor manera de verlo es imaginar el fondo como una firma muy diversificada que posee participaciones en algunos negocios (nuestras sociedades). Así podemos calcular los beneficios por acción del fondo. El cálculo no es exacto, pues hay que realizar una serie de complejos ajustes (monedas, periodificaciones, etc.), pero nos da una buena idea de la evolución de la rentabilidad real del fondo.

En 2002, los beneficios obtenidos por las sociedades que poseemos representaron 10,2 € por participación del fondo. Dado que esas participaciones partían de un precio de 100 €, cada inversor inicial "ganó" más de un 10% de su inversión (al cierre del ejercicio, el precio de mercado de las participaciones del fondo se redujo un 7%). En 2004, esa misma participación del fondo ha "ganado" 17 €. Y esta es la rentabilidad real de nuestros negocios: cada vez ganamos más dinero con ellos. El hecho de que el mercado lo haya reconocido, haciendo subir el valor de nuestras participaciones, es secundario. A largo plazo, ningún mercado puede ignorar a una sociedad que cada año gana más dinero (y, si lo hiciera, nos haríamos ricos con los dividendos, que ascienden a más del 3% de nuestra inversión, con una elevada tasa de crecimiento).

Si las sociedades en las que invertimos mantienen su rentabilidad, podemos estar seguros de la apreciación a largo plazo de nuestras acciones, con independencia de cualquier "rentabilidad negativa" a corto plazo en el valor de las acciones. Un día, todos los mercados bajarán, como lo hicieron en 2002, y nuestras participaciones con ellos. Mientras las sociedades sigan dando beneficios, debemos aprovechar esa situación para comprar más (el mercado de valores es el único mercado en el que los compradores se alegran de que los precios suban, lo que demuestra lo equivocados que están algunos y explica por qué no consiguen muchos beneficios a largo plazo).

El camino por recorrer

Para mantener nuestra rentabilidad tenemos que seguir encontrando sociedades infravaloradas, donde quiera que estén, sin aumentar nuestro perfil de riesgo

Como los mercados están sujetos a las "modas", las sociedades valiosas tienden a concentrarse por país, sector o alguna característica que el mercado está pasando por alto

Una cartera de valor siempre estará concentrado en cierta medida, pero nos aseguraremos de estar bien diversificados

Tres años es un periodo breve para una inversión, sobre todo en un instrumento llamado "Long-Term Investment Fund" (que significa, fondo de inversión a largo plazo). Luego debemos mirar más allá.

En nuestro folleto, escrito cuando se creó el Fondo, expresamos nuestro objetivo de alcanzar una rentabilidad anual del 15%. No estaba tan claro que pudiéramos lograrlo, ya que estaba muy por encima de las rentabilidades de mercado. ¿Cómo lo hemos logrado y, sobre todo, cómo vamos a lograrlo en el futuro?

La fórmula es sencilla: comprar empresas rentables, con un sólido futuro, a baja precio. Si un inversor hace esto sistemáticamente, la rentabilidad a largo plazo está garantizada. Esto es lo que hemos hecho. El resto es seguir haciéndolo.

Como dijimos en una *newsletter* anterior, cuanto más alto llegue el mercado, más difícil es encontrar inversiones adecuadas. En estos momentos, invertir en empresas grandes y bien establecidas, las conocidas "blue chip", garantiza que los inversores no consigan una rentabilidad a largo plazo del 15%: el precio de partida es tan elevado que el mercado no puede soportar, en unos años, esa tasa de crecimiento. ¿Qué hará entonces?

La respuesta no es "asumir más riesgo". Eso no aporta valor, y no creemos que invertir signifique asumir riesgos. De hecho, se trata de minimizar los riesgos obteniendo al mismo tiempo un buen rendimiento. Lo que tenemos que hacer es lo que hemos hecho durante estos tres años, sólo más de lo mismo: buscar inversiones que sean rentables y hayan sido pasadas por alto, y sean por tanto económicas.

En 2002, ese era el caso de la mayoría de las empresas pequeñas. Muchos inversores las evitaron, porque le parecían "más arriesgadas". Pero eso (cierto o no) es una tremenda generalización que de poco sirve: existen decenas de miles de empresas pequeñas en los mercados bursátiles, y lo único que tienen en común es que son pequeñas (y sólo temporalmente: muchas crecen y se convierten en grandes, y otras desaparecen). Hemos encontrado buenas inversiones en ese área, algunas de las cuales aún tenemos (McCarthy and Stone, por caso, que ha crecido un 100% desde que la compramos) o ya hemos vendido obteniendo un buen beneficio (Petroleum Development Corporation, vendida por más de tres veces su valor de compra).

Progresivamente, movimos nuestra cartera hacia los "recursos básicos" y ahora hacia algunos "mercados emergentes" (tenemos varias sociedades brasileñas y coreanas). Pero no perseguimos "temas" ni cambiamos de enfoque. Siempre es el mismo: buscar sociedades sólidas a bajos precios. Lo que sucede es que, a medida que evolucionan los mercados, el "valor" aparece en sitios diferentes. No cambiamos (ni cambiaremos) nuestra estrategia; sencillamente, la seguimos a donde nos lleve.

Esta estrategia tiene un efecto interesante: a muchos inversores nunca les gustará nuestra cartera, porque compramos lo que otros pasan por alto. Pero es un corolario necesario de nuestro estilo de inversión: lo que le gusta a la gente es, casi por definición, caro.

Ahora estamos asumiendo posiciones de "grupo" en sociedades muy similares del mismo sector, para reducir el riesgo operacional.

Pero mantenemos nuestra política general de tenencia en torno a 20 "posiciones"

Insistimos, no creemos que estemos asumiendo más riesgos. Antes de comprometer fondos con una sociedad, tratamos de entender su negocio y su posición. El hecho de que la sociedad sea relativamente pequeña, u opere en un país lejano, no lo convierte en una inversión arriesgada. Puede parecer demasiado arriesgada para los inversores que no se toman la molestia de entender el negocio y prefieren quedarse con nombres más conocidos. Pero, ¿qué grado de seguridad tiene una inversión en acciones de una "blue chip" farmacéutica, cuyos beneficios se derivan mayoritariamente de un par de medicamentos cuyas patentes (o seguridad) está en riesgo, y que vende a más de 20 veces los beneficios previstos (si todo va bien)? Muchos inversores se han enterado este año. Próximamente, comentaremos con más detalle los riesgos en otra *newsletter*, porque creemos que es un concepto clave, pero insuficientemente comprendido.

Hemos adoptado desde el principio una política de inversión en unas veinte sociedades en el fondo. El motivo es que es muy difícil seguir realmente muchas más y que impone una disciplina sana: si encontramos una sociedad que nos gusta, nos preguntamos: ¿nos gusta más que algunas de las sociedades que tenemos? De ser así, la sustituimos, y mejoramos la calidad de la cartera. De no serlo, no compramos, ya que diluiría esa calidad. Sin embargo, ahora estamos haciendo dos excepciones a esa regla (de hecho, ahora mismo tenemos 26 sociedades).

En primer lugar, en algunos casos compramos varias sociedades del mismo sector, que comparten muchas características, como productoras de petróleo canadienses o fabricantes de acero brasileños. Creemos que el análisis fundamental se aplica de igual modo al menos a varias de esas sociedades y que comprar varias reduce los riesgos operacionales. Por eso compramos posiciones pequeñas que, en conjunto, representan una posición completa.

La segunda excepción es cuando encontramos una sociedad que realmente nos gusta, y que parece muy económica, pero con algunos interrogantes por resolver (si son importantes, no compramos). En esos casos, puede que compremos media posición, con idea de completarla una vez resueltas las dudas. Si tras unos meses no se han resuelto, vendemos. Dado que, por definición, sólo compramos muy barato, es muy probable que sea un negocio rentable (hasta ahora éste ha sido el caso).

Pero en lugar de la sobrevaloración general de las acciones, seguimos convencidos de que encontraremos suficientes inversiones para alcanzar nuestras metas a largo plazo, sin asumir riesgos indebidos, aun cuando ello implique invertir en sociedades y sectores que no están de moda... ni en el pensamiento de nadie. Así es como creemos que nos ganaremos nuestras comisiones (parece que muchos gestores de fondos no trabajan para ganarse sus comisiones, sino para protegerlas: ¿conoce algún caso de despido por comprar "blue chips" sobrevaloradas o cualquier otro valor que estuviera de moda?).

Nos gustaría aprovechar este momento de "reflexión a futuro" para mencionar un par de novedades relacionadas con Long-Term Investment Fund.

La serie Alpha

La primera es el lanzamiento de la "Serie Alpha" del fondo. Como saben los lectores, será una inversión que se compondrá de acciones del LTIF y una "venta en corto" del índice de mercado global de forma que el fondo sea "inmune" a las subidas y bajadas del mercado. Así se obtendrán mejores resultados que con LTIF cuando los índices caigan y peores resultados cuando suban. En general, esos periodos se cancelarán recíprocamente, lo que significa que, a largo plazo, los resultados serán similares para ambos fondos, pero más constantes en el caso de la Serie Alpha.

Algunos inversores que entienden bien nuestra filosofía han argumentado que la Serie Alpha es superflua, si los resultados a largo plazo serán similares y no nos importan las fluctuaciones a corto plazo. Estamos de acuerdo. Pero lo cierto es que muchos inversores prefieren una volatilidad menor a corto plazo si puede conseguirse sin sacrificar los resultados a largo plazo.

Todos los detalles sobre la Serie Alpha pueden consultarse en nuestro sitio web, www.ltif.com

El fondo Global Energy Value Fund

La segunda novedad es el lanzamiento del fondo Global Energy Value Fund. En nuestra *newsletter* anterior explicamos por qué la energía (y, sobre todo, el petróleo) probablemente será una excelente inversión en los próximos años. LTIF ha invertido cerca de un 20% en energía, y creemos que no deberíamos sobrepasar ese límite, por obvios motivos de diversificación. Pero creemos que cada inversor debería tener una parte importante de su cartera (al menos un 10-15%) invertida en energía. Nuestro estudio del sector nos ha llevado a desarrollar este fondo que, creemos, es un modo muy eficiente de lograr ese nivel de inversión. Como de costumbre, sus características son riesgos muy medidos, limitados al máximo posible, puntos de entrada muy bajos y un alto potencial de subida. Una vez esté operativo el fondo (en unas semanas), publicaremos información sobre él en www.ltif.com, mientras se desarrolla su propio sitio web.

Aviso legal

Long-Term Investment Fund y el fondo Global Energy Value Fund no cuentan con autorización de distribución pública en Suiza, la Unión Europea ni Estados Unidos. Esta *newsletter* sólo se dirige a inversores privados cualificados que han manifestado su deseo de recibirla y, en modo alguno, constituye una oferta para vender productos financieros que no puedan ser adecuados para esos inversores.