

# Fondo di Investimento a Lungo Termine

Bollettino Informativo Gennaio 2005

Come già spiegato nel Manuale del Titolare, gli investitori nel fondo LTIF devono prestare attenzione ai risultati delle nostre società per poter realizzare una stima del nostro andamento, più che ai prezzi delle loro azioni (e al valore di liquidazione del fondo, che rappresenta semplicemente la somma del prezzo delle azioni che possediamo ad una determinata data). È per questo che noi parliamo essenzialmente di "performance intrinseca" più che di performance delle azioni.

Per una descrizione completa della filosofia d'investimento nel fondo LTIF, e del relativo "Manuale d'Istruzioni", che illustra nei dettagli i nostri concetti di valorizzazione, come per esempio "valore intrinseco" e "utili del fondo per azione", siete pregati di far riferimento al nostro sito internet: [www.ltif.com](http://www.ltif.com). Potrete inoltre consultare i nostri precedenti bollettini oltre ai risultati dettagliati del fondo dalla sua data di inizio delle operazioni.

Per qualsiasi altra richiesta, si prega di scrivere al seguente indirizzo e-mail: [info@ltif.com](mailto:info@ltif.com).

## Risultati del nostro Portafoglio

Le nostre società stanno andando veramente bene. I risultati sono stati buoni per la maggior parte delle società. La gran maggioranza di queste sta registrando infatti degli utili record. Per l'intero anno la crescita degli utili per azione è stata evidente per Barratt Development (25%), McCarthy & Stone (30%), Zehnder (20%), ecc.

*Il Valore del Patrimonio Netto si aggira ora su 171,84€ per azione, pari all'8,08% in più per il quadrimestre e al 27,95% in più per l'intero 2004.*

La crescita degli utili ha permesso l'aumento del prezzo delle azioni, senza che le società siano diventate necessariamente più costose. In questo senso, un certo numero delle nostre società attualmente ha un indice P/E (prezzo/utile) più basso di quello registrato all'inizio dell'anno. Complessivamente, il Valore del Patrimonio Netto, ossia il valore di liquidazione del fondo (il prezzo che si potrebbe ricavare dalle azioni detenute se fossero vendute in questo momento), al netto di tutte le spese e commissioni, si attesta sui 171,84 € per azione, che suppone un incremento del 27,95% dall'inizio dell'anno.

Come nei precedenti quadrimestri, il fondo ha incominciato a ricevere denaro e il patrimonio netto alla data odierna ammonta a più di 37 milioni di €, con ulteriori 13 milioni di € già impegnati. Questo incremento di attivi ha determinato un certo numero di effetti positivi. Tra gli altri, ci ha permesso di ottenere delle migliori condizioni dai nostri fornitori, per esempio dalla banca depositaria e dal gestore del fondo, risparmi questi che beneficiano direttamente tutti gli investitori.

## Direttorio LTIF

### Amministratore:

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

### Gestore Investimento:

J3 Associates Ltd.  
Mill Mall, P.O. Box  
964  
Road Town, Tortola  
Isole Vergini (GB)

### Sede Sociale:

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

### Banca Depositaria:

Pictet & Cie  
29, bd Georges  
Favon  
1204 Ginevra  
Svizzera

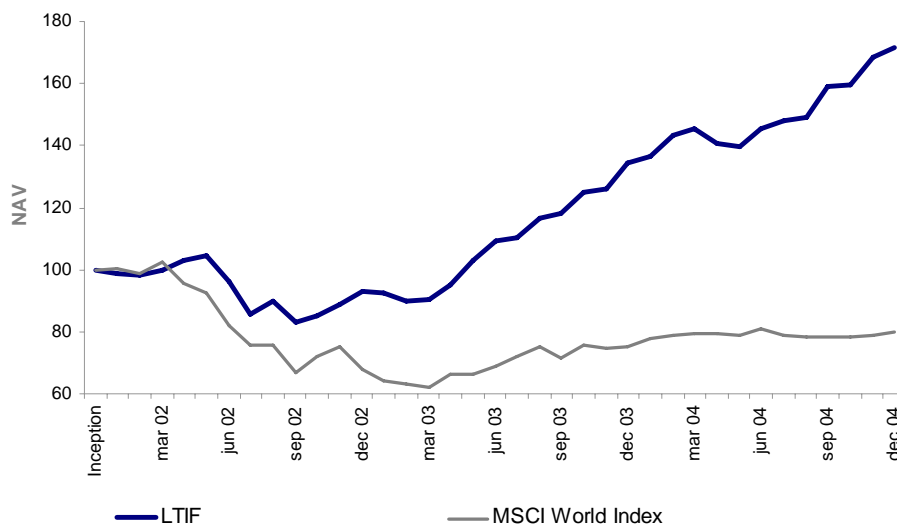
### Consulente Finanziario:

Strategic Investment Advisors, SA  
4 Rue de l'Ecole de Chimie  
1204 Ginevra  
Svizzera

Telekurs: 1341036 **Bloomberg:** LONGTRM VI

Complessivamente l'anno è stato normale in termini di profittabilità intrinseca delle nostre società e in termini di prezzi delle azioni (racchiusi nel Valore del Patrimonio Netto), come si può vedere dal seguente grafico.

**Grafico 1**  
**Valore di liquidazione per azione del fondo LTIF comparato con l'indice azionario globale MSCI.**



## Novità del Portafoglio

*Abbiamo comprato Gerdau, Usiminas, CST, e CSN nel settore siderurgico; Perdigao e Sadia nel settore alimentare.*

*Abbiamo venduto Boskalis, Bachoco, Cementir, e Imperial Sugar.*

Durante questo trimestre abbiamo comprato e venduto un certo numero di società. Come già in passato, abbiamo proceduto a rinforzare molte delle nostre posizioni, per impiegare pienamente tutti i nuovi fondi ricevuti.

Abbiamo proceduto all'acquisto di un certo numero di società brasiliane che operano basicamente in due settori: siderurgico e alimentare. Le società siderurgiche sono Gerdau, Usiminas, CST, e CSN. Si tratta di società estremamente sottovalutate (con un indice EV/Ebitda 3 volte inferiore in certi casi) ed hanno il vantaggio di trovarsi in un mercato con un forte boom interno e di mantenere una forte posizione nell'export, con dei costi di produzione tra i più bassi del mondo. Queste rappresentano un 8% del totale del nostro portafoglio.

Il settore alimentare è rappresentato da Sadia e Perdigao, i due principali produttori di pollame e insaccati del mercato, sia freschi che lavorati. Come le precedenti, anche queste due società hanno il vantaggio di trovarsi in un forte mercato interno e di mantenere un'invidiabile posizione come esportatori: il Brasile vanta i prezzi più bassi del mondo per i germogli di soia, le granaglie e altri mangimi animali. Le esportazioni verso le repubbliche dell'ex Unione Sovietica e la Cina sono in rapida crescita, e noi riteniamo che i loro vantaggi competitivi siano ben protetti. La loro quotazione è molto bassa (P/E rapporto prezzo/utile inferiore a 7 nel 2005).

Abbiamo messo in vendita le società Boskalis, Cementir, Bachoco e Imperial Sugar. In tutti questi casi la ragione è stata il prezzo delle azioni, che era diventato così alto da non potersi giustificare rispetto agli utili futuri. Abbiamo ritenuto che il nostro denaro avrebbe potuto essere dispiegato altrove in modo più redditizio. Le vendite sono state redditizie, generando in tutti dei redditi di capitale superiori al 40%.

## **Novità amministrative**

Prima il fondo fatturava un importo dell'1% su tutti i nuovi investitori. Questo supplemento era stato introdotto per coprire i costi di trading, e ripercosso su tutti i membri del fondo. Poiché alla data odierna il fondo è molto più grande, il ricarico si è rivelato inutile ed è stato eliminato.

La possibilità di quotare in borsa il fondo in Irlanda o anche in Svizzera è attualmente allo studio. L'idea è quella di facilitare l'investimento per i residenti in Svizzera e l'Unione Europea. In ogni caso, vi si procederà solo nel caso in cui i costi extra siano sufficientemente ridotti da essere compensati dai risparmi provenienti dai volumi più alti.

## **I nostri primi tre anni comprando azioni**

Il cosiddetto "mercato dei fondi", come qualsiasi altro settore economico, utilizza un certo numero di statistiche di base per misurare la qualità dei suoi prodotti. Una di queste misure è rappresentata dalla "performance a tre anni" di un determinato fondo, intesa come il cambio annualizzato in Valore del Patrimonio Netto per azione del fondo durante questo periodo di tre anni. I primi tre anni di vita del nostro fondo rappresentano di conseguenza una pietra miliare che invita ad alcune riflessioni su cosa abbiamo fatto... e cosa resta da fare.

*Un paio di errori  
hanno implicate  
perdite per i  
nostri investitori  
nel 2002.  
Speriamo di aver  
appreso da  
questi.*

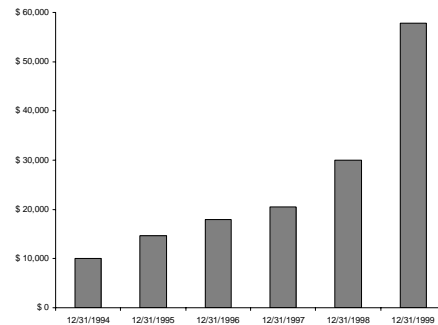
Per prima cosa, le brutte notizie: abbiamo commesso due errori, entrambi durante il primo anno di operatività, che hanno supposto delle perdite per i nostri investitori. Avevamo comprato una società che si è poi rivelata essere una frode (Actrade, USA) ed una che aveva un valore di gran lunga inferiore a quello che pensavamo (Teleplan, Paesi Bassi). Sicuramente potremmo accampare varie scuse al proposito, ma la verità è che ambedue gli errori si potevano e si dovevano evitare. Sfortunatamente potremo commettere altri errori in futuro, ma sicuramente non questi due: quando una società non fornisce informazioni sui propri clienti ed i suoi numeri sembrano troppo buoni per essere veri... allora probabilmente non lo sono. Nel caso di Teleplan, i complessi bilanci di fusione avevano occultato una realtà di bassa profittabilità. Fortunatamente, non abbiamo commesso nessun altro errore nel senso di procedere all'acquisto di una società che poi risulta valere molto meno di quello che l'abbiamo pagata (abbiamo un paio di società il cui prezzo delle azioni è attualmente al di sotto del nostro prezzo di acquisto, ma non lo consideriamo un errore, dato che riteniamo che queste società valgono molto di più).

*Le performance  
sembrano molto  
buone ma...  
Cos'è una  
performance?*

Quindi le buone notizie: le nostre ottime performance. Ma che cos'è una performance? Secondo il mercato, come già detto, la performance è la rivalutazione annualizzata del Valore del Patrimonio Netto per azione. D'accordo con questa definizione, la nostra performance a tre anni è stata piuttosto buona: 19,26% annuo in euro, con una volatilità annualizzata del 10,63%, che situa il fondo LTIF alla cima di ogni ranking dei fondi comuni di investimento in titoli azionari. Ma è un risultato di cui veramente possiamo essere orgogliosi?

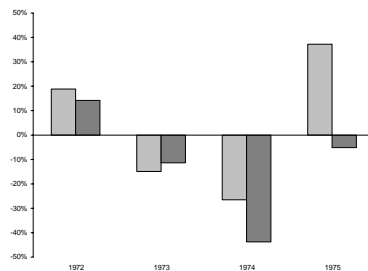
Prendete il fondo rappresentato nel Grafico 2. Sembra a prima vista un investimento eccellente, con una performance sbalorditiva. Le brutte notizie sono, naturalmente, che il grafico termina a gennaio del 2000, e noi sappiamo cosa succede dopo. Quegli investitori che non sono stati in grado di predire i movimenti dei mercati (tra i quali riteniamo di rientrare anche noi), hanno perso più del 50% del loro investimento, nel corso di due anni e mezzo.

**Grafico 2**  
**Valore del Patrimonio Netto**  
**per azione, Fidelity Select**  
**Software & Computer Fund,**  
**alla fine dell'anno 1994-**  
**1999.**



E cosa importante da sottolineare, queste perdite sono permanenti: la maggior parte delle società che costituivano questo fondo non esistono più.

Considerate adesso l'investimento del Grafico 3, rappresentato dalle colonne scure (quelle più chiare sono quelle delle performance dell'indice selezionato). Non sembra molto attraente, con una sottoperformance dell'indice nell'arco di un periodo di quattro anni superiore al 40% del totale. Ma questo investimento, quotato a 38 \$ per azione alla fine del 1975 viene scambiato oggi per più di 87 *migliaia di \$*, con una rivalutazione di più di 2000 volte. L'investimento naturalmente è Berkshire Hathaway. Qual è allora il punto della questione?



**Grafico 3**  
**Performance del prezzo annuale**  
**dell'azione, comparato con l'indice**  
**S&P 500, 1972-1975**

*La "performance" che realmente importa sul lungo termine è la performance aziendale, e non il prezzo dell'azione.*

Il punto è che nel breve medio termine, la performance della società e la performance delle sue azioni possono essere scollegate. Se un investitore non è in grado di predire cosa farà il prezzo delle azioni, deve semplicemente ignorare i movimenti del prezzo delle azioni perché questi non significano molto, e concentrarsi su come sta andando la società (o le società del fondo). Naturalmente l'"investitore ideale" avrebbe comprato le azioni del fondo Fidelity nel 1994, per rivenderle poi a febbraio del 2000, o avrebbe comprato quelle di Berkshire Hathaway nel 1976 (e non un anno prima) per rivenderle a febbraio del 2004, quando raggiungeva la sua quotazione massima. Ma noi non conosciamo questo investitore, e non abbiamo idea di come avrebbe potuto farlo. Noi pertanto continueremo a realizzare investimenti come Berkshire Hathaway nel 1972, se riteniamo che abbiano più valore del prezzo attuale delle loro azioni e continueremo ad evitare in ogni momento di comprare titoli gonfiati. L'esperienza dimostra che a lungo termine il nostro denaro crescerà comunque. Di conseguenza, la definizione realmente importante di "performance" è quella della società che si sta acquistando e non quella dei prezzi passati delle sue azioni.

*Il nostro business ha registrato ottime performance: le nostre azioni rendono attualmente un 70% di più che tre anni fa (grazie all'incremento degli utili, ed alla vendita delle nostre partecipazioni con più alto rapporto P/E e all'acquisto di partecipazioni con P/E bassi nel corso di questi anni)*

### **La strada da percorrere**

*Per mantenere il livello di performance dobbiamo continuare a cercare società sottovalutate, dovunque si trovino, senza aumentare il nostro profilo di rischio.*

E ora le notizie veramente belle: le performance delle nostre società sono state eccellenti nel corso di questi tre anni. La maniera migliore di vedere questo dato è immaginare il fondo come un'impresa altamente diversificata che possiede delle partecipazioni in altre attività (le nostre società). Di conseguenza siamo in grado di calcolare gli utili per azione del fondo. Il calcolo non è esatto, per il fatto che ci sono un certo numero di aggiustamenti complessi (valute, periodizzazioni, ecc.) da fare, ma offre una buona idea dell'evoluzione reale della profittabilità del fondo.

Nel corso del 2002, gli utili registrati dalle società che possedevamo rappresentavano 10,2 € per azione del fondo. Siccome quelle azioni erano state emesse ad un prezzo iniziale di 100 €, ogni investitore aveva "guadagnato" un utile superiore al 10% del suo investimento (alla fine dell'anno, il prezzo di mercato delle azioni del fondo era caduto di un 7%). Nel 2004, le stesse azioni del fondo avevano "generato" un utile di 17 €. Ed è questa la performance reale delle nostre attività: stiamo guadagnando sempre più denaro grazie a queste. Il fatto che il mercato l'abbia riconosciuto, spingendo verso l'alto il valore delle nostre azioni, è secondario. Sul lungo termine, nessun mercato può permettersi di ignorare una società che guadagna sempre più soldi anno dopo anno (e quando lo fa, noi ci arricchiremo comunque con i dividendi, che ammontano a più del 3% del nostro investimento e con un forte tasso di crescita).

Se le società in cui investiamo mantengono la loro profittabilità, possiamo stare certi che a lungo termine vi sarà una forte rivalutazione delle nostre azioni, a prescindere da ogni "sottoperformance" sul breve periodo nel valore delle partecipazioni azionarie. Un giorno o l'altro, tutti i mercati cadono, come hanno già fatto nel 2002, ed anche le nostre azioni cadranno. Fintanto che le performance delle nostre società continueranno ad essere buone, dovremo approfittare di questa situazione per comprarne di più ( il mercato azionario è l'unico mercato dove i compratori desiderano che i prezzi aumentino, il che dimostra quanto sono in torto la maggior parte di essi, e spiega perché non guadagnano tanti soldi a lungo termine).

Tre anni sono un periodo di tempo corto per un investimento, specialmente per uno strumento denominato "Fondo di Investimento a Lungo Termine". Dobbiamo guardare avanti.

Nei nostri prospetti, pubblicati all'inizio dell'operatività del Fondo, ci eravamo prefissati di ottenere un rendimento annuale del 15%. Si tratta chiaramente di un obiettivo non facile, dato che si trova ben al di sopra dei rendimenti dei mercati a lungo termine. Come lo abbiamo ottenuto? Ma soprattutto, come lo otterremo in futuro?

La formula è semplice: comprare società redditizie, con delle solide prospettive di futuro, ad un basso prezzo. Se un investitore lo fa sistematicamente, la sovraperformance di lungo termine è assicurata. È questo è ciò che abbiamo fatto. La sfida vera è continuare a farlo.

Come avevamo già detto in una precedente edizione del Bollettino Informativo, più cari sono i mercati e più è difficile trovare dei buoni investimenti. Nell'attualità, investire in "blue chip" (società grandi e solide) garantisce solo che gli investitori non potranno ottenere un rendimento di lungo termine del 15%: il prezzo di partenza è così alto

*Siccome i mercati sono soggetti a "mode" le società di valore tendono a raggrupparsi per paesi o per settori, o per alcune caratteristiche che il mercato sta trascurando.*

*Un portafoglio di valore sarà sempre in qualche modo concentrato, ma noi possiamo garantire di esser ben diversificati.*

che i mercati non potranno sostenere questo tasso di crescita su di un certo numero di anni. E allora, cosa si fa?

La risposta è non assumere rischi maggiori. Ciò non aggiunge nessun valore, e non crediamo che investire abbia nulla a che vedere con l'assunzione di rischi. Infatti, investire significa minimizzare i rischi mentre si ottengono dei buoni rendimenti. Ciò che dobbiamo fare è solo e sempre quello che abbiamo fatto in questi anni: cercare investimenti che siano redditizi e che siano stati trascurati dal mercato, di conseguenza economici.

Nel corso del 2002, ciò ha significato investire principalmente in piccole società. Molti investitori trascuravano queste società in quanto le ritenevano "più a rischio". Ma si tratta solo di una rozza generalizzazione inutile (anche se mediamente vera o no): nei mercati azionari sono presenti decine di migliaia di piccole società, e l'unica cosa che hanno in comune solo le piccole dimensioni, ma è solo una questione di tempo: molte crescono e diventano grandi società, mentre altre spariscono. Noi abbiamo trovato dei buoni investimenti in questo settore, alcuni di quali sono ancora presenti nel nostro portafoglio (per esempio McCarthy & Stone, che è cresciuta di più del 100% da quando l'abbiamo comprata), o che abbiamo già venduto ricavando dei buoni utili (Petroleum Development Corporation per esempio, venduta per più di tre volte tanto il prezzo di acquisto).

Progressivamente abbiamo spostato il nostro portafoglio sulle "risorse di base" e attualmente anche verso alcuni "mercati emergenti" (abbiamo comprato partecipazioni in varie società brasiliane e coreane). Ma non stiamo inseguendo una moda o cambiando l'approccio. Questo resta sempre lo stesso: cercare delle società solide a basso prezzo. Quello che succede è che siccome i mercati si muovono, il "valore" appare in posti differenti. Noi non stiamo cambiando la nostra strategia, né vogliamo farlo, stiamo semplicemente seguendola là dove ci porta.

Questa strategia ha un effetto interessante: a molti investitori non piacerà mai il nostro portafoglio, perché noi compriamo cose trascurate. Ma si tratta di un corollario necessario del nostro stile di investimento: ciò che piace alle persone è per la maggior parte delle volte per definizione sempre caro.

Ripetiamo, noi non riteniamo di stare assumendo dei rischi maggiori. Prima di investire i fondi in una società, cerchiamo di conoscere la sua attività e di comprendere la sua posizione. Il fatto che la società sia relativamente piccola o che operi in un paese lontano, non rende un investimento rischioso in se stesso. Potrà sembrare rischioso a quegli investitori che non si prendono il disturbo di conoscere la loro attività e preferiscono restare attaccati a nomi famosi. Ma sicuro potrà continuare ad essere un investimento in azioni di una società farmaceutica "blue chip", la cui maggior parte di profitti proviene da una paio di farmaci i cui brevetti (o la cui sicurezza) stanno venendo contestati, e che stanno vendendo a più di venti volte gli utili previsti (se tutto va bene)? Molti investitori l'hanno scoperto quest'anno sulla propria pelle. Tratteremo più nei dettagli i rischi nelle prossime edizioni del nostro Bollettino Informativo, perché riteniamo che si tratti un concetto chiave e poco compreso.

*Attualmente stiamo acquistando posizioni di "gruppo" in società molto simili all'interno dello stesso settore commerciale, per abbassare il rischio operativo.*

*Ma manteniamo la nostra politica globale di mantenere 20 "posizioni" circa.*

Abbiamo adottato fin dall'inizio una politica di investimento focalizzata su circa 20 società del fondo. La ragione è che è assai difficile poter seguire realmente un numero maggiore di società, e questo ci porta a stabilire una regola salutare e quando scopriamo una società che ci piace, allora ci chiediamo: ci piace di più di una della società che già possediamo? Se la risposta è sì, la si sostituisce, e si migliora la qualità del portafoglio. In caso contrario non la compriamo, perché potrebbe diluire la qualità. Stiamo tuttavia facendo due eccezioni a questa regola: infatti in questo momento possediamo 26 società.

La prima eccezione è che in certi casi compriamo varie società dello stesso settore, che hanno in comune la maggior parte delle caratteristiche, come per esempio le società petrolifere canadesi o le siderurgiche brasiliane. Noi crediamo che l'analisi fondamentale si possa applicare almeno ad alcune di quelle società e che comprarne varie diminuisca i rischi operativi. Di conseguenza compriamo piccole posizioni che tutte insieme costituiscono una posizione completa.

La seconda eccezione è quando troviamo una società che ci piace realmente e che sembra molto economica, ma dove vi sono alcuni persistenti interrogativi (se questi sono importanti, allora rinunciamo all'acquisto). In questi casi, possiamo procedere a comprare solo metà della posizione, con l'idea di completarla una volta che questi dubbi siano stati dissipati. Se nel giro di pochi mesi non è stato così, la vendiamo. Dato che, per definizione noi compriamo solo a prezzi veramente bassi, è altamente probabile che sarà comunque una transazione redditizia (ed è sempre stato così fino ad ora).

Ma nonostante la sopravvalutazione generale dei titoli azionari, noi restiamo convinti di poter trovare sufficienti investimenti di lungo termine per ottenere i nostri obiettivi, senza dover assumere dei rischi non necessari, anche se ciò implica investire in società e settori commerciali che ritenuti "fuori moda" ... "fuori strada". Questo è il modo in cui crediamo di doverci guadagnare le nostre commissioni (molti gestori di fondi sembra che lavorino non per guadagnarsi le loro commissioni, ma solo per proteggerle: infatti non si verrà mai licenziati per comprare delle blue chip sovrapprezzo o qualsiasi altro tipo di titoli di moda).

Desideriamo approfittare adesso di questo "sguardo in avanti" per menzionare un paio di sviluppi relazionati con il Fondo LTIF.

## **La Serie Alpha**

La prima novità riguarda il lancio della "Serie Alpha" del fondo. Come i lettori già sapranno, si tratta di un investimento che consiste in azioni del fondo LTIF e di una "vendita allo scoperto" degli indici di mercato globali al fine di rendere il fondo "immune" agli alti e bassi del mercato. Questo potrà generare dei risultati migliori del LTIF quando gli indici cadono, o dei peggiori risultati quando gli indici salgono. Nel complesso, questi periodi dovrebbero annullarsi a vicenda, il che significa che a lungo termine i risultati saranno comunque simili per entrambi i fondi, ma saranno più stabili per la Serie Alpha.

Alcuni investitori che comprendono bene la nostra filosofia, hanno dedotto che la Serie Alpha è superflua, se i risultati a lungo termine saranno simili a quelli del Fondo e non prestiamo attenzione alle fluttuazioni nel breve periodo. Siamo completamente d'accordo, ma la verità è che molti investitori preferiscono abbassare la volatilità del

## ***Il Fondo Global Energy Value***

breve periodo, se ci si può riuscire senza subire perdite nella performance di lungo termine.

Troverete tutte le informazioni dettagliate sulla Serie Alpha a disposizione nel nostro sito web, [www.ltif.com](http://www.ltif.com)

Il secondo sviluppo è il lancio del Fondo Global Energy Value. Nelle precedenti edizioni del nostro Bollettino Informativo avevamo spiegato che le energie (specialmente il petrolio) rappresentano probabilmente un eccellente investimento per vari anni a venire. Il Fondo LTIF possiede circa un 20% investito nel settore energetico, e riteniamo che non debba superare tale limite per ovvie ragioni di diversificazione. Ma riteniamo pure che tutti gli investitori dovrebbero mantenere una parte importante del proprio portafoglio (almeno dal 10 al 15%) investita nel settore energetico. La nostra ricerca nel settore ci ha condotto a sviluppare questo fondo che costituisce in nostra opinione una maniera assolutamente efficace per raggiungere questo livello di investimenti. Come sempre, le sue caratteristiche sono dei rischi assai misurati, limitati al massimo possibile, punti di entrata veramente bassi, ed un alto potenziale di upside (probabilità di rialzo indipendente dal mercato). Non appena il fondo sarà operativo (entro poche settimane), pubblicheremo le informazioni provvisoriamente nel nostro sito web [www.ltif.com](http://www.ltif.com), in attesa dello sviluppo di un sito web proprio.

## ***Avviso legale***

Il Fondo Long-Term Investment e il Fondo Global Energy Value Fund non sono autorizzati per la distribuzione al pubblico in Svizzera, Unione Europea e Stati Uniti. 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.