

# LTIF - Fondo d'Investimento a Lungo Termine

## Bollettino Dicembre 2003

Come già spiegato nel Manuale del Titolare, gli investitori in 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 in 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)

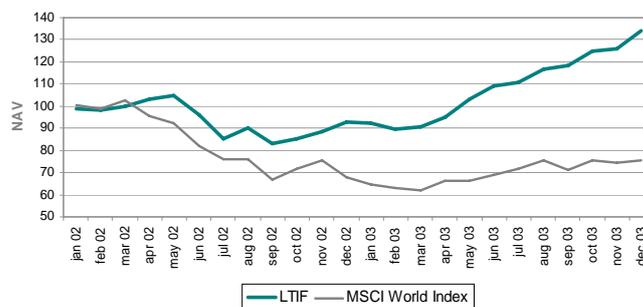
### ***Risultati del nostro portafoglio***

Ancora la maggior parte delle nostre società sono andate molto bene durante l'ultimo trimestre. Non siamo ancora in possesso dei dati globali di chiusura del 2003, ma oltre la metà delle società del nostro portafoglio registrerà utili record per quest'anno. Nella prossima edizione del nostro Bollettino di marzo saremo in grado di fornirvi una valutazione sul valore intrinseco del fondo, una volta che siano stati pubblicati tutti i risultati annuali. Possiamo comunque anticiparvi già che ha sperimentato una buona crescita. È interessante notare che nessuna delle società che abbiamo acquistato nel 2003 ha registrato delle performance negative.

### ***Praticamente tutte le nostre società hanno generato utili eccellenti***

L'evoluzione del Valore Patrimoniale Netto del fondo, comparata con l'indice azionario globale MSCI, con dividendi (netti), in euro, è stata superiore nel corso degli ultimi due anni, come indicato nella tabella inferiore:

### ***Il valore di liquidazione del fondo è aumentato fino al 44.25%, al netto di tutte le spese.***



### ***Direttorio del LTIF***

#### ***Amministratore:***

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

**Telekurs:** 1341036

**Bloomberg:** LONGTRM VI

#### ***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

***Il Valore del Patrimonio Netto totale è passato da 4.818.440 € a 12.497.584 € nel 2003***

Nel nostro secondo anno di operazioni, il mercato ha riconosciuto la nostra filosofia di investimenti. Di conseguenza il "valore di liquidazione" del fondo ha subito un'impennata verso l'alto, superando la rivalutazione globale della maggior parte dei mercati. Gli investitori del fondo potranno osservare una rivalutazione dei loro investimenti del 44,25% per quest'anno, al netto di tutte le commissioni e spese.

Questo si è verificato in un contesto di costanti afflussi di denaro in entrata nel fondo. Il Valore Patrimoniale Netto del fondo è passato da 4.818.440 € alla fine del 2002 a 12.497.584 € al 31 di dicembre. Questo incremento è dovuto agli afflussi di capitali in entrata (4.540.111 €) ed alla rivalutazione del capitale, più i dividendi.

I dati della performance del fondo sono i seguenti:

**Performance al 31 di dicembre del 2003, al netto delle commissioni.**

· Mensile	6,69%
· Annuale fino alla data odierna	44,25%
· Dalla data di inizio delle operazioni del fondo	34,30%
· Performance rolling a 3 mesi	13,63%
· Performance rolling a 6 mesi	23,00%
· Performance rolling a 12 mesi	44,25%

**Analisi statistica (Performance rolling a 12 mesi).**

· Deviazione standard	3,42%
· Deviazione standard (annualizzata)	11,85%

**Comparazione con l'indice base (indice azionario globale MSCI con dividendi netti, in euro).**

· Alpha	26%
· Beta	.54

***Novità del portafoglio***

***Petroleum Development Corporation è stata venduta ricavando un utile veramente notevole (rivalutazione del capitale di più di un 250%)***

Dall'ultima edizione del nostro Bollettino, abbiamo dovuto vendere due società, ancora una volta per opposte. Abbiamo inoltre proceduto ad aggiungere altre due nuove società al nostro portafoglio.

Siamo stati obbligati a vendere Petroleum Development perché, nonostante continuiamo a ritenere che si tratti di un'ottima società, la sua quotazione è andata ben al di sopra di ogni ragionevole giustificazione. Avevamo comprato la società al prezzo di 6 \$ per azione circa (rafforzando poi la nostra posizione al prezzo di 9 \$ per azione), ed abbiamo venduto ad un prezzo di circa 22 \$. È una gran posizione che ha generato per il fondo dei rendimenti eccezionali. Continuiamo a credere che il settore del gas naturale in USA costituisca un grande investimento, ed abbiamo provveduto a ridirigere alcuni dei proventi della vendita per aumentare le nostre partecipazioni azionarie nella società Canadian Natural Resources Limited. Se il prezzo delle azioni delle PET dovesse ridiscendere a dei livelli ragionevoli, potremmo tornare ad acquistare di nuovo azioni di questa società.

***Teleplan NV è stata venduta con perdite importanti (45%)***

Teleplan NV è stata una continua delusione. Per prima cosa, ci siamo sbagliati comprando a un prezzo troppo alto, come avevamo già ammesso in uno dei nostri bollettini dell'anno scorso. Abbiamo appreso che quando la crescita degli utili viene dalle acquisizioni, è difficile valutare le prospettive reali di una società. È forse l'unica società che abbiamo comprato ad un prezzo superiore a quello che normalmente domandiamo, ma ritenevamo che le sue eccellenti prospettive di crescita avrebbero comunque garantito dei multipli ben più abbondanti.

Ebbene, ci eravamo sbagliati. Per prima cosa, la società ha sorpreso gli investitori con risultati ben al di sotto di quello che ci aveva indotto a credere. Poi era trapelato che aveva chiuso dei contratti a lungo termine in dollari, ma i suoi costi sono in euro. La "relativa" caduta del dollaro (perché relativamente facile da prevedere) ha reso la società basicamente non redditizia.

Il problema è che la società non aveva previsto questi rischi valutari più seri (scoperti) fino a quando non è stato troppo tardi. Altrimenti, avremmo potuto vendere prima e ad un prezzo migliore. Ma onestamente noi credevamo che, in comparazione con le aspettative sugli utili della società, avevamo comprato ad un prezzo veramente buono. Sfortunatamente il prezzo era di circa la metà di quanto abbiamo pagato.

***Abbiamo aggiunto due nuove società brasiliane al fondo ed abbiamo continuato a rafforzare le nostre posizioni nel settore delle materie prime.***

Siamo stati costretti a trovare dei nuovi investimenti durante l'anno perché, come già menzionato, abbiamo ricevuto molto più denaro nuovo di quello che avevamo all'inizio dell'anno, in più abbiamo dovuto reinvestire i proventi derivati dalla vendita delle società.

Nella precedente edizione del Bollettino avevamo detto che le società di materie prime potevano costituire un eccellente investimento per il lungo termine, sempre che fossero ben amministrare e disponibili ad un prezzo basso. Continuiamo lungo questa rotta, ma il problema è che la maggior parte delle società di materie prime sono diventate troppo care, dato che il mercato ha realizzato la scarsità di alcuni dei componenti basici necessari per la crescita economica.

Coerenti con il nostro approccio al valore intrinseco, abbiamo deciso di procedere all'acquisto di società di materie prime veramente interessanti, con sede in Brasile. Anche se il fondo cerca di concentrarsi nei paesi sviluppati, crediamo che il Brasile offra un ambiente relativamente sicuro per il nostro denaro, in special modo quando le società che stiamo comprando sono basicamente orientate all'esportazione ed hanno pertanto le loro vendite denominate in dollari.

- Caemi è una società che deriva la maggior parte del suo fatturato dalla vendita di minerali ferrosi, di cui è una dei principali produttori del mondo. Vende in Europa e in Cina. L'abbiamo trovata ad un prezzo veramente basso, e si è significativamente già rivalutata di un 35% in un paio di mesi. Crediamo che abbia davanti un eccellente futuro, grazie ai suoi costi veramente bassi e gli enormi depositi. Anche nell'eventualità in cui la domanda di minerali ferrosi diminuisse (diminuendo quindi gli utili della società), noi riteniamo che saremo comunque in grado di ricavare ben più del doppio del nostro investimento in pochissimi anni.

- Klabin, una società pure questa con sede in Brasile, è un'impresa che lavora con polpa di legno e carta. È specializzata nella produzione di scatole di cartone. I suoi costi approssimativamente un terzo dei costi in USA. Possiedono delle estese piantagioni di eucalyptus ed hanno dei solidi piani di crescita. La società ha attraversato una fase di pessime strategie, ma ha ultimato il processo di ristrutturazione che ha lasciato dietro di sé una società ben amministrata e focalizzata.

### ***Prospettive per il 2004***

È parte fondamentale della filosofia del fondo il non cercare di tirare a indovinare cosa farà il "mercato". Di conseguenza vi confessiamo di non aver idea di cosa faranno i prezzi nel 2004. Ma siamo piuttosto fiduciosi che le società del nostro portafoglio si comporteranno bene. Di conseguenza, anche nel caso in cui i prezzi delle azioni dovessero cadere nel corso del 2004, continueremo a costruire valore intrinseco e a raccogliere dei buoni risultati sulle nostre azioni non appena i mercati invertano la rotta. Se invece i mercati continueranno a salire, lo stesso faranno anche le nostre azioni.

In ogni caso, ci sono tre punti chiave da tener presente, in nostra opinione, quando si cerca di scrutare dentro al 2004:

- La continua debolezza del dollaro.

Ancora una volta, non sappiamo cosa farà il dollaro. Ma crediamo sia estremamente probabile che continui a scendere e che il suo valore resterà basso per un periodo relativamente lungo di tempo. Ciò comporta due conseguenze per noi. La prima, che dobbiamo continuare con le operazioni di copertura di tutte le nostre posizioni denominate in dollari. La seconda, che dobbiamo andare cauti al momento di comprare società con fatturati vendite importanti in USA. Per questa ragione, non abbiamo aumentato le nostre posizioni in società come Natuzzi e Hunter Douglas. Ambedue le società hanno sede in Europa, ma il 50% delle loro vendite va negli USA. In ambedue i casi, il volume del loro fatturato sta aumentando, ma in realtà diminuisce quando viene trasformato in Euro. Fortunatamente, entrambe le società hanno una grossa parte dei loro costi denominati pure in dollari, ma gli utili sono necessariamente più bassi di quello che avrebbero dovuto essere, se la quotazione del dollaro fosse rimasta più alta. Noi riteniamo che questo fenomeno affetterà sul lungo termine i modelli di consumo: gli Europei consumeranno di più e gli Statunitensi di meno. E ciò è un bene, ma le società dovranno prendersi tempo per ridirigere le loro azioni di marketing, e noi dobbiamo tenere questo processo bene a mente.

- La crescita in Cina e, strettamente correlate, le pressioni sui prezzi delle materie prime.

Alla fine del 2002, i prezzi della maggior parte delle materie prime erano talmente bassi, invariabilmente in dollari, che erano agli stessi livelli di 20 anni fa. Ciò era dovuto ad un certo numero di fattori, ma aveva avuto un chiaro effetto: gli investitori non avevano messo molto denaro nella produzione delle materie prime negli ultimi 10 anni. Di conseguenza la capacità era infatti diminuita in anni più recenti, dato che le miniere, le foreste e sorgenti di gas naturale erano state esaurite senza rinnovazione.

Questa era ovviamente una situazione insostenibile, ma lo squilibrio di bilancio tra domanda e offerta era stato ulteriormente aggravato dalla forte crescita registrata dalla Cina. Questa crescita avrà un tremendo impatto nel futuro prossimo, ed è probabilmente l'evento più importante per un investitore dall'inizio di questo secolo.

Altri paesi hanno mostrato un rapido sviluppo in passato, dagli USA nel XIX° secolo al Giappone o le "Tigri Asiatiche" (Corea, Singapore, Hong Kong e Taiwan) nel XX° secolo. La differenza questa volta naturalmente risiede nelle dimensioni della Cina. Di conseguenza l'impatto sul resto del mondo non è lo stesso se la Cina cresce di 8% che se Singapore crescesse di un 8%. Certamente, solo una parte della Cina sta realmente "avanzando", ma si tratta di una parte più grande di quello che la maggior parte dei popoli fanno. Per dare due esempi: l'industria siderurgica cinese è già più grande di quella di USA e Giappone messi insieme; la penetrazione della telefonia mobile è già al 18% della popolazione totale (che per certo significa che praticamente *tutta* la crescita di questo settore industriale si concentra adesso in Cina).

La Cina non crescerà più in linea retta. Vi saranno delle crisi, come succede in ogni paese in via di sviluppo (il suo settore bancario per esempio è corrotto). Ma la tendenza globale è ovvia. A questo rispetto, risulta interessante la comparazione con gli USA del XIX° secolo. In un centinaio di anni gli USA sono passati da un'economia rurale e sottosviluppata ad essere la più grande potenza economica mondiale. Ma gli investitori esteri hanno perso tutti ben sei volte nel corso di varie crisi. Di conseguenza, le prospettive per il lungo periodo sono buone, ma investire alla cieca nelle "novità" è sicuramente una perdita di denaro.

La Cina mantiene una grande differenza con gli USA: è povera di risorse naturali. Di conseguenza lo sviluppo della Cina metterà necessariamente pressione sui prezzi delle materie prime necessarie sia per l'estero che per la Cina. Investire oculatamente in queste materie prime riteniamo sia la miglior maniera per approfittare della crescita a lungo termine della Cina.

- Il rincaro globale dei prezzi dei titoli.

Il terzo punto è in certo modo relazionato con i primi due. I titoli sono, da un punto di vista fondamentale, molto cari negli USA, piuttosto cari in Europa e ragionevolmente quotati solo in altri mercati, se uno dimentica i loro rischi intrinseci.

Dopo quasi venti anni di mercati in ascesa, gli investitori sono ancora ossessionati dai titoli. Ma questi non rappresentano più un buon investimento, presi nel loro complesso, e probabilmente non lo saranno per molti anni a venire, in considerazione del loro forte rincaro.

Di conseguenza dobbiamo essere molto cauti al momento di investire. Cercare il tipo di società che desideriamo è difficile, perché i prezzi sono molto alti in generale. Ma si tratta di un approccio che garantisce che i nostri investimenti genereranno frutti, anche se non necessariamente nel breve periodo, certamente su un orizzonte da tre o cinque anni.