

Long Term Investment Fund

"Il mercato, come il Signore, aiuta coloro che si aiutano da soli. Ma a differenza del Signore, il mercato non perdona coloro che non sanno ciò che fanno".

Warren Buffett, Rendiconto Annuale 1982

Queste parole, inviateci da uno dei nostri primi investitori (e un buon amico) rappresentano l'introduzione appropriata al presente Bollettino Informativo, redatto in un momento in cui sono tante le persone che non sanno cosa stanno facendo. Quando i prezzi delle azioni subiscono un rialzo di quasi il 10% in un giorno e di seguito delle forti oscillazioni per vari giorni di fila, com'è successo ad alcune delle nostre azioni, uno è costretto ad ammettere che ci sono un sacco di persone che veramente non sanno che cosa sia il prezzo reale di queste azioni. Questo non è il momento per lasciarsi prendere dal panico, ma piuttosto di approfittarne.

Ben Graham, il "padre" dell'investimento in valore, scriveva nel suo famoso libro "The Intelligent Investor" a proposito di "Mr. Market". Noi crediamo che sia utile ripetere qui la sua parabola.

Immaginate di possedere una piccola partecipazione in un'azienda privata, che vi costa 1.000 \$. Uno dei vostri soci, che chiameremo Mr. Market, è una persona veramente molto gentile. Ogni giorno vi dice quanto pensa che valga la vostra quota e si offre inoltre di rilevarla o di vendervi delle ulteriori quote sulla base del valore da lui indicato. Talvolta la sua valutazione del valore della vostra quota vi sembra plausibile e giustificata dall'andamento dell'attività dell'azienda e dalle sue prospettive future, tali e come le conoscete. Altre volte invece Mr. Market si lascia prendere dal proprio entusiasmo o dal proprio pessimismo, e il valore che vi indica vi sembra un po' ridicolo.

Se voi foste un prudente investitore o un uomo d'affari sensato, lascereste che la chiamata quotidiana di Mr. Market influenzi il vostro punto di vista sul valore della vostra di partecipazione di 1.000 \$? Sì, ma solo nel caso in cui voi foste d'accordo con lui, o nel caso in cui aveste intenzione di fare affari con lui. Potreste essere contenti di vendere a lui qualora vi proponesse un prezzo ridicolmente troppo alto, ed ugualmente contenti di comprare da lui qualora il prezzo proposto fosse esageratamente basso. Ma per il resto del tempo sareste così saggi da formarvi da soli la vostra opinione sul valore della vostra partecipazione, basandovi su dei rendiconti esaustivi della società relativi al suo andamento ed alla sua posizione finanziaria.

Il vero investitore si trova in questa stessa posizione, quando possiede i titoli di una società quotata in borsa. Può trarre vantaggio dalla quotazione giornaliera del prezzo di mercato delle sue azioni, o non farvi nessun caso come gli dettano il suo giudizio e le sue inclinazioni. Deve prendere atto dell'importanza di certi movimenti dei prezzi, ma dal nostro punto di vista, tali segnali possono risultare fuorvianti almeno tanto quanto possono risultare utili. Essenzialmente, le fluttuazioni dei prezzi hanno un solo significato rilevante per il vero investitore: gli forniscono un'opportunità di agire in modo saggio, comprando quando i prezzi delle azioni cadono bruscamente, e vendendo quando subiscono forti rialzi. Tutte le altre volte, farà meglio a dimenticarsi del mercato azionario e a prestare attenzione ai rendimenti dei dividendi ed ai risultati operativi delle società in cui possiede partecipazioni.

Benjamin Graham, The Intelligent Investor (1949), pag. 42.

Grafico 1
LTIF – Classic EUR

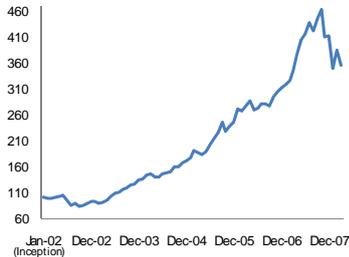


Grafico 2
LTIF – Alpha EUR

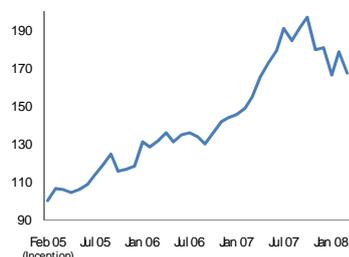


Grafico 3
LTIF – Global Energy Value EUR

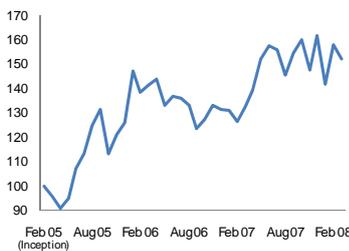


Grafico 4
LTIF – Stability CHF

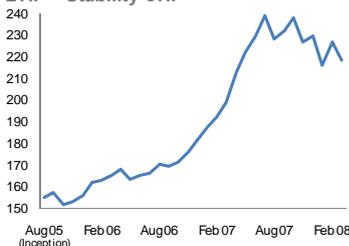
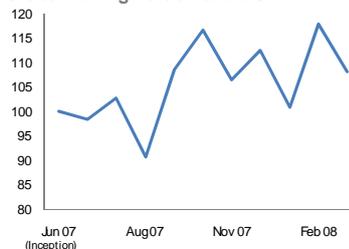


Grafico 5
Global Mining Value Fund EUR



Fintanto che le persone accetteranno suggerimenti da Mr. Market (“un tipo un po’ instabile”, come definito da Warren Buffett) invece di approfittare di lui, saranno condannate eternamente ed irrimediabilmente a perdere i loro soldi. Compreranno a caro prezzo degli articoli di “moda”, come ad esempio le azioni delle tecnologiche nei tardi anni novanta, o come più tardi i sofisticati titoli obbligazionari ad alto rendimento con rating AAA (ed i relativi fondi di comuni di investimento collegati a questi)... solamente per doverli poi vendere una volta scoperto che sono assolutamente privi di valore. E, cosa altrettanto negativa, potranno farsi prendere dal panico e vendere delle attività perfettamente redditizie a prezzi ridicoli, perdendo in tal modo qualsiasi chance di guadagnare dei soldi a lungo termine. Come si vedrà oltre, vendere alcune delle nostre azioni ai prezzi correnti equivale a vendere definitivamente delle attività che rendono assai più del 10% *al netto dell’inflazione*.

I risultati dei nostri fondi nel corso degli ultimi tre mesi sono stati piuttosto volatili: abbiamo sperimentato due dei “peggiori” mesi da sempre... ma anche il mese “migliore”. (Vedasi la Tabella 1 e i Grafici da 1 a 5). Anche se i nostri investitori sanno bene che i movimenti a breve termine dei prezzi non sono molto significativi (è per questo che diciamo “peggiore” e “migliore” tra virgolette), è importante capire che cosa sta succedendo .

Tabella 1: Valore del Patrimonio Netto - Patrimonio Netto in gestione in EUR

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (In mio)
LTIF Classic [EUR]	355.00	-14.06%	2.87%	255.00%	1'234.49
LTIF Alpha [EUR]	167.38	-7.19%	8.26%	67.38%	253.82
LTIF Global Energy Value [EUR]	152.13	-5.93%	14.72%	52.13%	39.50
LTIF Stability Series [CHF]	218.30	-4.88%	9.75%	41.04%	86.55
Global Mining Value Fund [EUR]	108.20	-3.86%	n.a	8.20%	79.19
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'812.06	-15.99%	-18.31%		

Una caratteristica dei nostri fondi, probabilmente durevole, è che le nostre azioni cadono di più rispetto mercato quando si diffondono le vendite dovute al panico. Abbiamo verificato questo fenomeno nel corso degli ultimi anni: nonostante poi si rivalutino ad un ritmo molto più rapido rispetto al mercato nel suo complesso (più del 25% l’anno), in periodi di turbolenza le nostre azioni si comportano “peggio”, come potrete vedere dalla seguente tabella.

Tabella 2: Valore del Patrimonio Netto - Patrimonio Netto in gestione in EUR

Date	MSCI World TR EUR	LTIF Classic
31.05.2006	-5.19%	-6.03%
2006 YTD	7.93%	27.61%
30.11.2007	-5.42%	-11.23%
2007 YTD	-1.18%	31.88%
31.01.2008	-8.78%	-15.21%
31.03.2008	-5.07%	-7.86%
2008 YTD	-15.99%	-14.06%

Questo “ribasso extra” ha delle conseguenze tecniche: il Fondo Alpha, essendo un fondo coperto e che pertanto non ci si aspetta che segua i ribassi del mercato, in questi mesi ha sofferto dei

ribassi perché le nostre azioni sono cadute più del mercato, rendendo pertanto insufficiente “l’assicurazione”.

I fondi si comportano in tal modo perché noi, per definizione, quasi sempre compriamo delle azioni che non piacciono agli altri, altrimenti non le troveremmo a dei prezzi così bassi. Abbiamo successo quando acquistiamo tra tutte le azioni a basso prezzo del mondo intero quelle che non meritano la loro bassa valutazione. Come indicato dal nostro track record, in passato abbiamo avuto ragione piuttosto spesso. Ma questa strategia ci obbliga a comprare azioni nei mercati emergenti, in società a media capitalizzazione, in produttori di materie prime, ecc... tutte cose che sono considerate “rischiose” e che vengono liquidate alla svelta quando si diffonde il panico. Se i fondamentali sono buoni, queste azioni si recupereranno ampiamente non appena il mercato recupererà la sua normalità (da qui la nostra ottima performance storica), anche se ci si deve aspettare comunque un certo livello di “dumping” in periodi di nervosismo. Di per sé, ciò non ha conseguenze di alcun tipo, eccetto quella di offrire periodicamente ai nostri investitori dei buoni punti di entrata. Questi ribassi sono negativi solo se ci spingono a vendere e quindi a buttare al vento eccellenti prospettive di futuro.

Noi stessi siamo naturalmente degli investitori: i gestori e i dipendenti del Gruppo Strategic Investment Advisors possiedono la maggior parte del nostro patrimonio netto investito nei nostri fondi, e siamo probabilmente i maggiori investitori “individuali” – diciamo “probabilmente” dato che i fondi sono costituiti ai sensi delle leggi vigenti in Lussemburgo e Svizzera, che in base alle loro severe normative sul segreto bancario non permettono di conoscere quali sono gli azionisti finali. E in qualità di investitori pertanto, sperimentiamo delle reazioni automatiche quando dobbiamo affrontare questi periodi di turbolenza: controlliamo il nostro portafoglio e procediamo ad una nuova stima di tutti gli utili futuri per tutte le nostre società, una volta e un’altra ancora. Ciò riafferma la nostra fiducia nella qualità dei nostri investimenti e ci aiuta ad ignorare i rumori del mercato. Solo perché alcune delle nostre azioni siano cadute di un 30% nel giro di poche settimane, non significa che in futuro guadagneremo di meno come proprietari di queste società. Mr. Market attualmente è in preda al panico e forse ci sta offrendo un’eccellente opportunità di guadagnare ancor più del previsto.

Approfittiamo di questo Bollettino Informativo relativamente lungo, per dare a tutti i nostri investitori l’opportunità di prender parte a questo “reality check” riesaminando nei dettagli alcuni dei nostri principali investimenti. Abbiamo sempre cercato di dare ai nostri investitori una prospettiva su cosa stiamo realmente acquistando, fornendogli per esempio il P/E (rapporto prezzo/utile) globale dei fondi, o il loro dividend yield (rapporto dividendo/prezzo). Ma adesso vogliamo spiegare loro la giustificazione logica che sta dietro ad ognuno di questi investimenti ed il modo in cui stimiamo i loro utili futuri. Si tratta ovviamente dell’unico modo serio di fare investimenti.

Alcune considerazioni “macro”

Per prima cosa, risulta inevitabile un accenno alle attuali condizioni "macro". Chiunque legga la stampa specializzata, o peggio ancora, guardi i canali TV di economia, sta venendo costantemente bombardato con argomenti estremamente superficiali. Un esempio: "... data l'attuale crisi finanziaria, i consumatori USA, che rappresentano il 70% del PIL in America, non sono più in grado di consumare e ciò avrà come conseguenza un effetto catastrofico sulla Cina, che non potrà esportare verso gli USA, effetto che sua volta si ripercuoterà disastrosamente sui prezzi delle materie prime, che comunque sono già arrivati a livelli stratosferici". Pochi reportage ricordano di menzionare l'Europa, che possiede un'economia leggermente più grande di quella degli USA e che non è "consumer-oriented" come quest'ultima. Per di più, questi reportage quando menzionano l'Europa è solo per dire che non potremo mai andare bene se gli USA vanno male (il contrario invece, non è mai sembrato rappresentare comunque un problema per i commentatori statunitensi).

Tutto ciò naturalmente non ha alcun senso. Per prima cosa, il consumo non fa parte del PIL, come ben dicono le parole Prodotto Interno Lordo. Il consumo è qualcosa che uno può fare con qualsiasi cosa sia stata prodotta (l'altra principale azione è risparmiare/investire, che al contrario di quanto si crede in genere, non è illegale negli USA). In secondo luogo, gli USA rappresentano il 25% dell'economia mondiale, e solo il 15% circa della loro economia deriva dal commercio internazionale, di modo che le loro importazioni rappresentano poco più del 3% del totale dell'economia globale. Il restante 85% dell'economia USA è costituito da produzione locale destinata al consumo locale, come per esempio tutti i dipendenti federali, statali e municipali che producono e consumano il 40% circa dell'intero PIL, e che non vanno da nessuna parte, neppure al ristorante, né spendono per le cure mediche. La maggior parte di quello che viene scambiato a livello internazionale viene fatto in modo così inevitabile, sia perché non ci sono alternative (come per il petrolio) sia perché si tratta di transazioni interaziendali: società come IBM, o Caterpillar, importano pezzi di ricambio fatti all'estero per i macchinari che assemblano negli USA, e non possono smettere di importare questi ricambi senza scombussolare la produzione dell'intero gruppo. In passato, l'impatto di una recessione negli USA sul commercio mondiale si è rivelato essere piuttosto scarso. La ragione è semplice: una recessione negli USA significa per esempio un abbassamento dell'1% del PIL americano in un anno. Questo si ripercuote con un abbassamento dello 0,25% del PIL mondiale, il quale di conseguenza crescerà, per esempio del 3,75% invece che del 4% l'anno. Non sembra una conseguenza poi così terribile per una società d'investimento.

L'impatto infatti risulta poi ancor più limitato per la maggior parte delle società globali, dato che sono pochissime quelle che concentrano le loro attività nei settori più colpiti dell'economia USA. La maggior parte delle transazioni commerciali dei paesi emergenti avviene per esempio con altri mercati emergenti. Per di più, i mercati emergenti che crescono a ritmo più rapido, come in Cina, Russia o India, hanno avviato degli ingenti programmi d'investimento intern, per soddisfare la domanda di comunicazioni, strade e alloggi che proviene dalle loro popolazioni. La loro

situazione non risente nel modo più assoluto di quanto sta accadendo negli USA. La Cina, per esempio, che possiede più di un trilione di dollari di riserve in valuta estera, potrebbe benissimo cessare tutte le sue esportazioni e concentrarsi unicamente sulla costruzione interna, pagando per le importazioni delle sue materie prime necessarie con il suo enorme surplus accumulato. Ed è in effetti ciò che si sta gradualmente verificando.

Il quadro della situazione macro nei fatti è relativamente semplice: gli USA hanno continuato per anni a consumare più di quello che hanno prodotto, da qui il loro deficit commerciale. Questo deficit corrispondeva all'avanzo della bilancia commerciale di molti altri paesi del resto del mondo, come per esempio la Cina (e la Svizzera!) che hanno prodotto molto di più di quello che hanno consumato. Adesso, come avevano richiesto per anni i responsabili politici di ogni parte del mondo, questo squilibrio si sta correggendo da solo. Il problema è che questo ai cittadini USA non sembra un riequilibrio della bilancia: sembra piuttosto l'inferno, perché devono finalmente limitare i loro consumi, pagare per i loro enormi debiti, e lasciare che i produttori di paesi come la Cina e la Svizzera (e il Giappone, la Francia, ecc...) si godano di più quello che producono. E, cosa ancor peggiore per loro, per compensare tutti questi anni di sovraconsumo, gli USA devono inviare a tutti questi stranieri qualcosa di più valido che le loro obbligazioni collaterali di debito (CDO) legate a mutui "spazzatura", o delle azioni in Blackstone o Carlyle Capital, sottraendo questo "qualcosa" al loro consumo abituale. Gli americani stanno male, e si vede. E continueranno a parlare di recessione per anni e anni... Ma nel resto del mondo non la vedranno allo stesso modo. Piuttosto tutto questo sembrerà parte naturale del business, come sempre, con le inevitabili fluttuazioni dell'economia. Dopotutto, sia il Giappone che la Germania, la seconda e la terza economia mondiale rispettivamente per grandezza (che insieme sono pari a quasi i 2/3 dell'economia USA), hanno passato la maggior parte degli ultimi 10 anni crescendo a dei livelli veramente bassi o addirittura nulli, mentre il resto del mondo (specialmente gli USA) cresceva più rapidamente. Ma poche persone parlano dell'attuale boom economico in Germania, dove la disoccupazione continua a ridursi (come pure in Francia). Durante un paio dei nostri recenti viaggi a Shanghai ed Hong Kong, dove ci siamo riuniti con più di 50 società, abbiamo avuto l'opportunità di verificare di prima mano come la maggior parte di queste imprese risentono veramente poco di questi problemi a livello "macro".

Per correggere lo squilibrio cronico della bilancia commerciale USA era necessario un forte choc che comprendesse due caratteristiche: ai consumatori USA finalmente vengono denegati i crediti e la continua caduta del dollaro. Entrambi questi eventi forzeranno e faciliteranno il graduale sfilamento della posizione dei debitori USA verso quella di un paese equilibrato, in cui le proprie importazioni vengono compensate con l'equivalente in esportazioni. Ed è proprio quello che si sta verificando adesso: gli enti di credito hanno realizzato che hanno continuato a prestare denaro a debitori non adeguati, ed il dollaro USA sta crollando nei confronti di tutte le valute.

Naturalmente, se una parte significativa del mondo cresce più lentamente o non cresce del tutto, anche il mondo nel suo complesso crescerà più lentamente. Ma cosa significa tutto ciò per un investitore? Non molto in realtà. Nel corso del tempo, le buone società non si vedono seriamente pregiudicate da questi eventi. Primo, perché l'impatto reale è scarso: come avevamo già detto in un precedente Bollettino Informativo, la differenza tra un anno fantastico ed un anno terribile per l'economia mondiale è pari ad un 2% di crescita in meno. Secondo, perché se le condizioni esterne diventano considerevolmente differenti, le buone società vi si adeguano. La maggior parte ricorrono ad operazioni di copertura della loro esposizione valutaria, producono e vendono in vari paesi differenti, e cercano di disegnare i propri prodotti per quei paesi in cui la domanda è più intensa. Con il passare degli anni, i profitti si generano comunque, se una società è buona e ben gestita, a prescindere da come vada l'economia. Per riprendere uno degli esempi precedenti, sia IBM sia Caterpillar sono passate attraverso vari periodi di recessione sia negli USA sia in altre parti del mondo, ed hanno continuato a generare rendimenti eccellenti un anno dopo l'altro. Quando si sono trovate in difficoltà, è stato sempre a causa di problemi aziendali specifici operativi o strategici, e non a causa di problemi "macro".

Ciò che importa agli investitori è la qualità delle società che comprano (i loro utili futuri) ed il prezzo che pagano per queste. Dividendo il primo fattore per il secondo, come risultato si trova la profittabilità a lungo termine dell'investimento. Ma qui arrivano le brutte notizie. Nonostante tutti i ribassi di questi ultimi anni, il mercato USA, a cui normalmente si guarda come titolo guida, continua ad essere troppo caro. Credeteci o no, il P/E (rapporto prezzo/utile) del 2007 per la totalità delle 500 società dell'indice S&P è pari a 18. Nessuno si aspetta che i loro profitti possano in media crescere molto nel 2008, per cui anche il rapporto P/E per il 2008 è pari a 18. Ora, comprare con un rapporto P/E a 18 condanna gli acquirenti ad una profittabilità del 5% per il resto della vita... a meno che gli utili crescano improvvisamente ad un ritmo rapidissimo, o che si incontri subito il mitico "bigger fool", pronto a pagare un prezzo anche più alto per quelle azioni.

Ma noi non compriamo a questi prezzi. Il nostro rapporto P/E medio per il 2008 è intorno a 7. Ciò significa che, se la nostra previsione sugli utili è corretta, noi, in qualità di proprietari delle società, guadagneremo il 15% quest'anno, indipendentemente da quello che faranno i mercati. Credeteci o no, è nell'interesse di quelle persone che cercano di far crescere i loro investimenti nel tempo che le azioni vadano giù e non il contrario, come è nell'interesse di chi acquista delle proprietà immobiliari trovare delle occasioni e non acquistare con i prezzi al loro massimo livello.

Un ultimo punto sulla situazione "macro" prima di addentrarci nei dettagli dei nostri investimenti. I nostri fondi sono basicamente denominati in euro, anche se possediamo delle serie in dollari USA e franchi svizzeri. L'euro è stata la divisa più robusta del mondo per un buon periodo (insieme al franco svizzero che ultimamente si è rafforzato). Ciò significa che i prezzi delle nostre azioni acquistate nei mercati mondiali, sembrano anche più economici di

quello che sono nelle loro divise quando vengono tradotti in euro. Non effettuiamo operazioni di copertura valutaria perché si tratta di una pratica troppo dispendiosa che distrugge valore nel corso del tempo. Tuttavia, certe volte potrebbe comunque risultare utile ricorrevi (quasi come comprare il biglietto vincente della lotteria: altamente redditizio, ma solo se è quello vincente). L'attuale forza dell'euro potrà un giorno svanire, ma allora la nostra "performance" sembrerà persino migliore. Nessun problema.

Alcune osservazioni sui nostri investimenti principali

Barratt Development è una società di costruzioni edili del Regno Unito. Si tratta della più grande del paese, con 18.000 case costruite e vendute l'anno passato. È ampiamente risaputo che il settore immobiliare nel Regno Unito sta attraversando una crisi per due ragioni fondamentali, che si alimentano una con l'altra: i prezzi delle case sono aumentati troppo in fretta a scapito della loro accessibilità, e l'attuale turbolenza nei mercati creditizi diminuisce le possibilità della gente di ottenere mutui. Senza finanziamento i costruttori edili non possono vendere perché poche persone possono pagare in contanti per le loro case.

Ovviamente noi teniamo in conto questi fattori. In modo specifico, la nostra previsione include una caduta del 20% nel volume delle vendite di case nel 2008 rispetto al 2007, una cosa senza precedenti, come pure una caduta del 5% dei loro prezzi, anche questa una cosa senza precedenti (per quanto sappiamo alla fine di del mese di marzo i prezzi delle case nuove non si sono affatto abbassati) Di conseguenza prevediamo un recupero assai lento del volume di vendite e dei prezzi statici che, al netto dell'inflazione, significano una caduta intorno al 3% o 5% l'anno in termini reali. Noi pensiamo che i volumi di vendite aumenteranno, perché a differenza degli USA o degli altri mercati europei, come Irlanda e Spagna, nel Regno Unito c'è una penuria cronica di case. Nel corso dell'ultimo anno sono state costruite solo 170.000 case nuove, a fronte di una domanda di 250.000 secondo le stime governative (come riferimento, in Francia ne sono state costruite 400.000 in un mercato di dimensioni similari, e in Spagna 700.000).

Con queste premesse, noi riteniamo che Barratt potrà fruttare circa 50 centesimi per azione nel 2008, 60 nel 2009 e 70 nel 2010. Con un prezzo delle azioni di 420 centesimi, questo genera un utile netto per l'investitore di un 15% nel tempo. Gran parte proviene un cash: il dividend yield (rapporto dividendo/prezzo) previsto per il 2008 è superiore all'8%, che è piuttosto ben coperto. Barratt è diventata assai economica perché avevano acquistato Wilson Bowden al culmine del suo prezzo di mercato, e si erano indebitati per pagarla, di conseguenza gli investitori nutrivano timori sulla società. Tuttavia i costruttori edili non hanno problemi di liquidità a breve termine: hanno una gran credito immobiliare, che possono contrarre semplicemente cessando di comprare per un certo periodo. Dal momento che i prezzi dei terreni stanno scendendo (cattive notizie per Barratt, ma comprare quei terreni così cari è stato un errore del passato), in questo momento i costruttori edili non stanno comprando terreni, per cui sono pieni di liquidità. Come risultato, non crediamo che la società possa soffrire dei problemi finanziari di alcun tipo. Qualsiasi perdita, se anche vi fosse,

sarebbe il semplice riconoscimento del fatto che la società ha distrutto valore con l'acquisto di Wilson. Ma ciò è accaduto in passato. Quello che importa adesso è che la società produrrà profitti in futuro, e quanto dobbiamo pagare per questi. A questi prezzi, noi riteniamo sia stato un buon affare. Circa il 2% dei portafogli del Fondo Classic e del Fondo Alpha è stato investito in questa società.

Società industriali europee

La brusca caduta dei prezzi delle azioni durante il mese di gennaio ci ha permesso di comprare alcune società molto interessanti a dei prezzi veramente eccellenti. Una di queste è stata **Biesse**. Si tratta del secondo produttore più importante del mondo di utensili per la lavorazione del legno (la più grande è **Homag**, anche questa comprata da noi). Ha sede in Italia, nel 2007 ha registrato vendite per 466 milioni di € e i suoi utili hanno raggiunto i 38,74 milioni di €. Abbiamo scoperto questa società all'inizio dell'anno scorso, e siamo andati a visitare la loro fabbrica a Pesaro. Anche se il valore del titolo non era così economico quanto ci sarebbe piaciuto, abbiamo comprato poche azioni, dato che la storia era piuttosto avvincente. Le azioni erano scambiate a 18 € in quel momento. Sono salite alquanto rapidamente, e abbiamo venduto a maggio, tre mesi più tardi, a 22 €: la storia era eccellente, ma credevamo di poter guadagnare di più altrove. A gennaio del 2008 abbiamo scoperto in occasione di uno dei nostri "screen" periodici che le azioni della società si stavano vendendo a 12 €. Dopo una lunga conferenza telefonica con la direzione, nel corso della quale abbiamo riscontrato che tutto quello che avevamo detto a febbraio del 2007 si era verificato in maggiore o minore misura, e che la storia era rimasta invariata. Abbiamo comprato dunque a quel prezzo. Ci attendiamo degli utili per azione di 1,6 € per quest'anno, con un'apprezzabile tendenza al rialzo, che ci frutterà dei rendimenti aggiustati a lungo termine del 19%. Storie similari si sono verificate con Homag, la principale concorrente di Biesse, e con **KSB AG**, ambedue con sede in Germania. Siamo dell'opinione che le loro azioni siano state svendute perché gli investitori hanno pensato che, siccome negli USA è in corso una recessione, il resto del mondo smetterà di comprare i loro prodotti. Ma si tratta di una sciocchezza: queste società vendono in tutto il mondo a clienti molto solidi. Nel corso degli ultimi 10 anni, l'anno peggiore è stato il 2002, al culmine dell'ultima recessione, quando le vendite erano cadute di un 1%. Durante tutti gli ultimi 15 anni avevano registrato una crescita delle vendite media del 2,7% l'anno, a partire dal 1991. In questo momento, nessuna di queste società dipende per una parte importante delle sue vendite dagli USA, e anche se così fosse, le vendite non sarebbero comunque azzerate: una recessione negli USA non significa che il paese sparisca di colpo nell'oceano, ma solo che il suo PIL resterà fermo e leggermente negativo per quell'anno. Queste società sono assai elastiche. Per esempio, un cliente cruciale di KSB, che è leader mondiale nella fabbricazione di pompe di precisione, è il settore energetico il quale, come si vedrà oltre, è in piena fase di boom. Alcune delle loro pompe vengono installate in centrali nucleari, che le devono sostituire con frequenza e che per legge le devono comprare solo dal fabbricante originale. Questo gruppo di società rappresenta circa il 7% del nostro portafoglio.

Distributori di acciaio europei

Attualmente possediamo tre imprese europee di distribuzione dell'acciaio: **IMS**, **Kloeckner**, e **Jacquet Metals**. Apparentemente, potrebbero essere messe tutte nella stessa cesta, in realtà si tratta di società assai differenziate che non sono in concorrenza una con l'altra. IMS (International Metal Services) è una società con sede a Parigi, attiva nel settore della distribuzione specializzata di acciaio. Si tratta basicamente di un rivenditore all'ingrosso posizionato tra i produttori d'acciaio e la miriade di piccole aziende che utilizzano l'acciaio per i loro prodotti (come talune delle società esaminate nel paragrafo precedente, per esempio). Hanno migliaia di clienti in tutta Europa le cui fatture medie si aggirano sui 2.000 €.

Questo settore non è specialmente complicato, ma richiede una logistica eccellente e soprattutto un controllo perfetto delle scorte. Dei sofisticati sistemi di IT forniscono a IMS un chiaro vantaggio rispetto ai suoi concorrenti, che per la maggior parte sono operatori locali a livello familiare. Infatti l'intero settore sta subendo una fase di graduale ristrutturazione e concentrazione. IMS, come concentratore strategico, registra un tasso di crescita a lungo termine del 15%, di cui un 6% è organico (togliendo quote di mercato ai piccoli operatori) ed un 9% attraverso acquisizioni di piccole imprese, normalmente quando il fondatore va in pensione. Di conseguenza, il tasso di crescita si dimostra assai attraente, anche nel caso in cui il mercato complessivo crescesse solo ad un 3% l'anno (assai stabile). Prevediamo che la società frutterà circa 3,8 € per azione quest'anno, il che riflette una profittabilità prevista per il lungo termine del 19% (le azioni si stanno scambiando intorno ai 25 €). Ci piacerebbe comprare più azioni di questa società se fosse un po' più grande, ma non vogliamo restare con posizioni illiquide nei nostri fondi. Ci siamo riuniti in varie occasioni con la direzione e siamo convinti della sua eccellenza ed integrità. Kloeckner e Jacquet Metals agiscono in segmenti differenti, ma possiedono un approccio simile. La prima società, che è piuttosto grande commercia acciaio comune, mentre la seconda, molto più piccola, è specializzata in lastre d'acciaio inossidabile. Tutte queste tre società frutteranno molti più guadagni di quanto ci aspettava quest'anno, perché i prezzi dell'acciaio stanno aumentando rapidamente e questo farà registrare degli utili straordinari per la rivalutazione delle loro scorte. Non facevamo conto su questi utili perché sono una tantum, ma sono sempre benvenuti. Queste tre società costituiscono poco meno del 6% dei portafogli dei nostri Fondi Classic e Alpha. Jacquet Metals ha appena pubblicato i bilanci consuntivi per il 2007. Il suo P/E (rapporto prezzo/utile) per quell'anno e quello previsto per il 2008, è inferiore a 5.

Cantieri navali

Abbiamo attualmente circa il 4% del nostro portafoglio investito in cantieri navali in Corea. L'anno scorso tale percentuale era maggiore, ma abbiamo dovuto vendere perché le loro azioni si erano rivalutate bruscamente. Queste società dimostrano un'eccellente visibilità di vendite: i loro registri degli ordinativi sono completi per i prossimi tre anni ed hanno aumentato i loro prezzi. Sfortunatamente, stanno aumentando pure i costi per l'acciaio e le altre spese, per cui i loro margini probabilmente saranno leggermente inferiori a quello che ci si aspettava. Ma una società come Hyundai Mipo Dockyard ha un P/E per il 2008 pari a 6,2, se

ragguagliato per mezzo delle partecipazioni incrociate con le altre società del Gruppo Hyundai. Nel corso delle prime settimane del 2008 le sue azioni sono state svendute ad un 30%, per nessuna ragione speciale eccetto la liquidazione generalizzata delle posizioni in Corea da parte di fondi esteri. Abbiamo avuto occasione di parlare d'affari con la direzione in varie riunioni, e non abbiamo riscontrato particolari problemi con le nostre previsioni. La società sta espandendo i cantieri navali che possiede in Vietnam, dove i costi di produzione sono anche più bassi che in Cina, come via per una crescita e una competitività future.

Società petrolifere

In un nostro precedente Bollettino Informativo del 2005 ([cliccare qui per recuperarlo](#)), avevamo discusso sulla difficoltà relativa di stimare il prezzo del petrolio. Tutto ciò che avevamo bisogno di sapere era il livello della futura domanda, della futura offerta e dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo del petrolio. Tutti questi tre fattori sono relativamente facili da predire in un orizzonte di 5 anni, dato che la crescita è piuttosto costante, tra l'1% e il 3% l'anno dal lato della domanda. L'offerta è facilissima da determinare: per sviluppare un nuovo giacimento di petrolio occorrono più di 5 anni, per cui adesso sappiamo già quanto petrolio entrerà in produzione nei prossimi 5 anni (approssimativamente, perché possono esserci ritardi). L'elasticità della domanda (quanto cade quando i prezzi aumentano) è stata stimata da una gran quantità di agenzie. Si deve solo aggiungere un punto finale: l'esaurimento dei pozzi, ossia quanta produzione si perde ogni anno perché alcuni dei giacimenti attualmente in produzione si seccano, e si otterranno tutti gli elementi per stimare il prezzo del petrolio per i prossimi 5 anni. Si tratta naturalmente di stime approssimative: la crescita esatta della domanda varierà anno per anno; non tutti i nuovi progetti entreranno in produzione; l'elasticità della domanda è meramente stimativa; e l'esaurimento è difficile da calcolare in modo preciso perché alcuni produttori chiave mantengono segreto questo dato. Ma usando delle cifre sensate eravamo giunti alla conclusione che i prezzi del petrolio (nonostante allora fossero al pur fantastico livello di 50 \$ il barile) non potessero diminuire.

Se ripetiamo i nostri calcoli al giorno d'oggi, giungiamo alla stessa conclusione: è difficile prevedere come i prezzi possano diminuire, quando la domanda continua ad aumentare in tutto il mondo (anche in caso di una recessione negli USA, ogni giorno a Pechino vengono immatricolate più di 1.000 nuove automobili) e l'offerta non può farvi fronte. Infatti, il mondo nel corso di questi ultimi anni ha continuato a produrre "a pieno regime" con un esiguo margine di capacità residuo nel sistema. Ciò significa che non c'è abbastanza petrolio per tutti e che i prezzi continueranno ad aumentare a meno che si convincano certe persone a smettere di consumarlo, e si convincano altre persone che l'esplorazione è una buona soluzione. È difficile prevedere come questi semplici fatti possano cambiare nel breve periodo.

I commentatori hanno continuato a dire per anni che in base ai "fondamentali," il petrolio è sovrapprezzato e che questi prezzi alti sono dovuti alla "speculazione" o ad un "premio paura", o ad entrambi questi fattori. Forse sì, ma per noi, i "fondamentali" sono

solo la domanda e l'offerta, e questi sono molto chiari e facili da tracciare. Il prezzo del petrolio ha superato la soglia dei 100 \$, e la sua tendenza a lungo termine, anche se costellata da oscillazioni, è ancora al rialzo.

In questo contesto, dovrebbe essere facile guadagnare dei soldi investendo in società petrolifere, ma non è così. Per iniziare, molte società petrolifere non possiedono molto petrolio, devono sostituire quello che vendono ogni anno cercando delle nuove fonti. E i giacimenti sono difficili da trovare, e una volta trovati, sono molto più costosi da sfruttare che in passato. Aggiungete a questo le crescenti imposte prelevate dai governi locali, che in fin dei conti sono i proprietari di queste risorse, ed il risultato netto è che le società petrolifere possono generare modesti rendimenti anche con questi prezzi.

Per queste ragioni, noi investiamo in società che sono dotate di importanti riserve verificate ed in paesi stabili, come per esempio i produttori di sabbie bituminose in Canada, o che siano molto attraenti grazie alle loro scoperte in zone altrettanto attraenti per le loro condizioni economiche stabili, come per esempio la produzione off-shore al largo dell'Africa Occidentale. Questi produttori di petrolio e gas costituiscono il 9% dei nostri Fondi Classic e Alpha, e rappresentano il 35% del Fondo Energy, dove vengono complementate da società di servizi petroliferi oltre a produttori di carbone (vedasi oltre).

Società di estrazione

Cercare il petrolio e poi estrarlo una volta trovato richiede l'esecuzione trivellazioni del terreno, sia in terraferma che in alto mare, talvolta migliaia di metri di profondità. Questa attività viene svolta normalmente per mezzo di impianti di trivellazione, che sono di proprietà e gestiti da società specializzate che li noleggiano alle società petrolifere attraverso dei contratti a medio e lungo termine. Alcuni di questi impianti sono delle piattaforme petrolifere off shore dalle strutture impressionanti, la cui costruzione costa più di 700 milioni di dollari. Attualmente i tempi di consegna normali variano dai 3 ai 4 anni, e vengono noleggiate a tariffe che arrivano fino a 600.000 \$ al giorno.

Come in tante altre attività in cui investiamo, la visibilità del settore è piuttosto buona: data la necessità di trovare nuovi giacimenti di petrolio, come spiegato nei paragrafi precedenti, si può facilmente supporre che in futuro la domanda crescerà in modo intenso. La situazione dell'offerta è altrettanto nota: sappiamo quanti impianti di trivellazione ci sono nel mondo, quanti sono in costruzione e quanti altri ne sono stati ordinati ma non sono ancora stati costruiti. Di conseguenza, sappiamo con certezza che fintanto che il genere umano non perda interesse per il petrolio, questo sarà sempre un solido business. Le attuali alte tariffe naturalmente stanno attraendo più capacità e, a differenza del petrolio stesso, questa capacità può essere costruita, ma ci vorrà del tempo. Noi procediamo alla valutazione di queste società assumendo una graduale crescita delle tariffe nel corso dei prossimi 5 anni, quando la capacità aggiunta diverrà accessibile per il resto del settore. Tuttavia, anche a prescindere dell'eventuale decremento dei margini, al prezzo attuale delle azioni stimiamo che i rendimenti

lungo il ciclo saranno comunque ben al disopra del 15%. Le società di trivellazioni, con sede in Norvegia e negli USA, costituiscono il 9% circa dei nostri Fondi Classic e Alpha e il 25% del nostro Fondo Energy.

Società di ricerche sismologiche

Per le ragioni esposte sopra, l'esplorazione alla ricerca di petrolio sta diventando sempre più costosa. Di conseguenza, le società petrolifere sono sempre più interessate ad ottenere il massimo aiuto possibile per minimizzare i loro "pozzi secchi". Le società di ricerche sismologiche che cercano di "mostrare" cosa c'è sottoterra, specialmente in alto mare (ossia sotto terra e in fondo all'oceano), contribuiscono a determinare i punti in cui è ragionevole effettuare trivellazioni e dove probabilmente è inutile in questo momento. Per darvi un'idea di quando sia importante evitare i pozzi secchi: l'unico pozzo che Petrobras ha trivellato per testare la sua scoperta di un gran giacimento petrolifero è costata 280 milioni di dollari.

Le società di ricerche sismologiche armano delle navi con attrezzature altamente specializzate da rimorchiare verso l'area da analizzare. Queste emettono suoni che vengono riflessi indietro e captati dai sensori, fornendo una specie di "scansione interna" di cosa si trova sotto la superficie della terra in fondo al mare. Di recente, gli ultrasuoni sono stati complementati con dei segnali elettromagnetici che forniscono una descrizione più accurata degli strati.

Si tratta di tecnologie complesse che richiedono navi ed attrezzature specializzate oltre ad impianti computerizzati per processare tutti i dati raccolti in alto mare. I risultati ottenuti vengono venduti a tutte le società petrolifere interessate ad ottenere le licenze per quella zona, che hanno bisogno di "sapere" quanto sia promettente quell'area; oppure vengono venduti in esclusiva ad una società che possiede già queste licenze. Nel secondo caso, lo studio viene fatto dietro contratto d'opera e pertanto non vi sono rischi economici per la società di ricerche sismologiche.

La domanda dei servizi di queste società è in enorme aumento, e le tariffe (e gli utili) attuali sono di conseguenza molto alti. Come sempre, l'offerta non può aumentare: la consegna di nuove navi attrezzate richiede lunghi tempi, gli equipaggi sono altamente specializzati ed il personale con esperienza scarso. I mercati temono un calo dei loro profitti, perché sono ancora sotto choc per il collasso totale della domanda di 10 anni fa, quando i prezzi del petrolio crollarono a 10 dollari il barile e tutte le società cancellarono tutti i programmi di esplorazione. Ma, come visto sopra, questa situazione non si ripeterà di nuovo e noi crediamo che genereranno solidi profitti per molti anni a venire: tutto quello che si perderà in termini di margini più bassi in quanto i concorrenti entreranno nel mercato, si recupererà in volume. In questo momento queste società (**Wavefield, TGS, PGS, Seabird...**) registrano dei rapporti P/E di circa 8, con tassi di crescita intorno al 20% l'anno. Hanno sede in Norvegia, dove hanno sviluppato le loro potenzialità tecniche nei giacimenti petroliferi del Mare del Nord e abbiamo avuto l'opportunità di visitarle varie volte.

Società minerarie

Come gruppo, il settore minerario rappresenta la posizione più importante nel Fondo Classic, che comprende più del 15%. Come diremo oltre, probabilmente non è una buona idea guardare a questo gruppo come un blocco omogeneo, ma è solo un modo per classificarlo. Il settore minerario costituisce il nucleo fondamentale anche del nostro Fondo Mining specializzato.

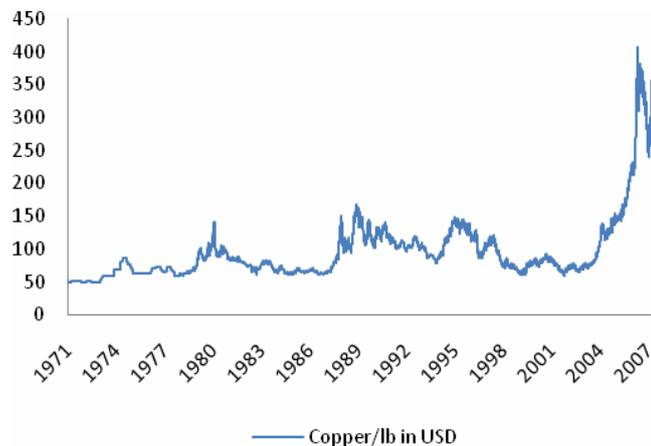
Valutare la produttività di una società mineraria non è molto difficile: in generale, le riserve possono essere determinate con una certa precisione, e non c'è dubbio che il prodotto verrà venduto a prezzi di mercato dato che si tratta di una materia prima. A parte eventuali problemi tecnici, l'unica vera fonte d'incertezza è il prezzo futuro delle materie prime. Siccome le miniere hanno un ciclo di vita media che oscilla tra i 10 e i 20 anni, è necessaria una previsione molto a lungo termine per poter giungere ad una valutazione sensata.

Ma è possibile una previsione di lungo termine di questo tipo? Certamente no. Se uno guarda ai prezzi dei titoli delle società minerarie, questi possono soffrire oscillazioni superiori al 20% in un paio di settimane. Tuttavia, i prezzi delle materie prime in se stessi non cambiano tanto. E allora, cosa succede?

In nostra opinione è qualcosa di simile a quello che succede con le società petrolifere. I mercati non sembrano farsi un'idea chiara di come valutare le società minerarie, e vendono spinti al rialzo e al ribasso da pressioni meramente speculative. Nonostante ciò, come nel caso del petrolio, giungere ad una previsione fattibile per il prezzo sul lungo termine delle materie prime che abbia un senso non è così difficile. Prendiamo l'esempio del rame.

Storicamente i prezzi del rame erano esplosi negli anni '70, per poi attraversare un lungo periodo di depressione durato quasi 30 anni. Pochi anni fa hanno iniziato a risalire e, con alti e bassi, attualmente sono vicini ai loro massimi storici (vedasi Grafico 6).

Grafico 6
Evoluzione del prezzo del rame



Nel corso degli ultimi anni, gli analisti e i commentatori hanno assunto che gli alti prezzi erano solamente un segnale temporaneo causato da qualche specie di "speculazione", dando per sicuro che i prezzi sarebbe tornati ad alcuna sorta di "media storica" pari a

poco più di 1 \$/lb. Di conseguenza, non raccomandavano di investire nelle società produttrici di rame perché vedevano i loro alti profitti come qualcosa di esclusivamente temporaneo. In effetti riuscirono a convincere vari produttori di rame (che avevano sofferto un ventennio terribile) che dovevano sfruttare questi prezzi straordinariamente alti (1,5 \$/lb!) per effettuare delle operazioni di copertura sulle loro produzioni a quei prezzi per i prossimi anni. Società come Phelps Dodge, allora la maggiore produttrice di rame degli USA, seguirono il consiglio.

Ma i prezzi del rame invece si sono rifiutati di scendere. Ciò ha prodotto uno strano effetto sulle società che avevano realizzato operazioni di copertura: dato che i prezzi a pronti erano saliti ben oltre i loro prezzi previamente concordati, hanno dovuto riconoscere delle perdite contabili. Phelps Dodge allora riuscì a perdere denaro nello stesso momento in cui i prezzi del rame erano più alti che mai. La società è stata di seguito acquistata da Freeport McMoran, attualmente il maggior produttore di rame del mondo.

Le società che non avevano fatto operazioni copertura invece hanno iniziato ovviamente a guadagnare delle valanghe di soldi, specialmente quelle con costi relativamente alti. Si prenda l'esempio di una società come Quadra Mining, in cui partecipiamo. Ha dei costi di produzione intorno a 1,5 \$/lb. Se il prezzo di vendita è pari a 2 \$, ci guadagnano a malapena. Ma se invece è pari a 3 \$, guadagnano 1,5 \$ per libbra che moltiplicato per 130 milioni di libbre, che corrisponde alla loro produzione annuale media, diventano 195 milioni di \$ di guadagno al lordo di svalutazione e imposte. Al prezzo di 3,5 \$, (16% più alto), il loro Ebitda (marginale operativo lordo) tocca i 260 milioni di \$, un 33% più alto.

Ancora una volta, gli analisti e i commentatori hanno rifiutato di credere che i prezzi sarebbero rimasti a livelli così alti, per cui le azioni hanno continuato ad essere scambiate a prezzi relativamente bassi. Noi invece abbiamo scelto un'altra linea di condotta: ci siamo chiesti quale potrà essere il prezzo fondamentale a lungo termine del rame.

Sul lungo termine, il prezzo di qualsiasi articolo generale deve essere tale per cui produrlo risulti redditizio, ma non così tanto. Se non è redditizio, le imprese smetteranno di produrlo per cui i prezzi aumenteranno per la scarsità dell'offerta. Se è troppo redditizio, allora anche altre imprese inizieranno a produrlo ed i prezzi cadranno. Vi sono poi ovviamente dei casi speciali in cui la concorrenza non può entrare facilmente in quel mercato (come cercar di vendere sistemi operativi per PC in concorrenza con Microsoft, o vendere un farmaco brevettato da qualcun altro), ma nel caso delle materie prime la concorrenza può affiorare. Per conoscere il prezzo futuro del rame, dobbiamo conoscere che prezzo potrebbe offrire un "ragionevole" livello di utili per il "produttore marginale", ossia quello con i costi più alti, che sarebbe il primo a smettere di produrlo se i prezzi fossero troppo bassi e il primo ad iniziare se fossero troppo alti.

Per semplificare, un produttore di rame sostiene due tipi di costi: spese in conto capitale ("capex") e costi di esercizio ("opex"). Le

“capex” corrispondono all’importo di denaro necessario per costruire la miniera e tutti gli impianti accessori, che includono gli stabilimenti di lavorazione e spesso generatori di energia, strade (o addirittura ferrovie), ecc. In molti casi, le miniere si trovano in posti isolati, e si deve provvedere a dotarle di tutte le infrastrutture di trasporto. Gli “opex” naturalmente corrispondono invece ai costi correnti di estrazione, lavorazione e trasporto del minerale fino al processore finale (la fonderia), che è quello che fabbrica il rame. Alcune miniere producono direttamente il proprio prodotto finito, ma spesso vendono semplicemente il prodotto intermedio (il “concentrato”) alla fonderia, che può anche trovarsi dall’altro capo del mondo.

Ovviamente, sia le “capex” che gli “opex” possono variare tantissimo da miniera a miniera. È comunque possibile fare alcune generalizzazioni. Al giorno d’oggi è quasi impossibile avviare una miniera produttiva per meno dell’equivalente a 5 \$ la libbra di produzione annuale. Ciò significa che per esempio avviare una miniera in grado di produrre 100 milioni di libbre di rame l’anno costa 500 milioni di \$. Una miniera come questo normalmente dura 15 anni.

Anche gli “opex” possono variare di molto e sono fortemente influenzati dai prodotti derivati. Le miniere di rame normalmente producono anche altri metalli come oro, argento, cobalto o molibdeno in piccole quantità. Si tratta di metalli preziosi che contribuiscono ad “abbassare” i costi di esercizio, perché sono considerati come “costo negativo”. Infatti alcune miniere di rame producono così tanti prodotti derivati o sottoprodotti che il loro costo è pari a zero, o addirittura negativo. Vi sono tuttavia delle eccezioni. Mediamente una miniera di rame sostiene dei costi oscillanti tra 1 \$ e 1,5 \$/lb.

E allora, che prezzo del rame può offrire un rendimento “equo”? Sicuramente deve essere al disopra degli “opex”, per cui 1,5 \$ potrebbe sembrare un prezzo sufficiente, e che corrisponde al prezzo che tanti analisti accettano attualmente. Ma è una sciocchezza: nessuno va ad aprire una miniera spendendo 500 milioni di \$ per coprire appena i costi, lasciando 500 milioni di \$ non recuperati. Le miniere si vanno esaurendo anno dopo anno, e la domanda è crescente, il che significa che vanno aperte ogni anno delle nuove miniere. Se il prezzo del rame al netto degli “opex” non offre un margine che giustifichi l’investimento, allora nessuno lo farà.

La successiva domanda è quanto ampio deve essere questo margine per giustificare l’investimento. Vari investitori potrebbero avere differenti aspettative, ma chiediamo ai nostri lettori che rendimento vorrebbero ricevere da un investimento in cui mettono denaro, aspettano almeno 5 anni (il tempo richiesto per sviluppare una miniera) e poi, se tutti va secondo i piani, inizia a generare profitti per 15 anni. Questi profitti naturalmente dipenderanno dal prezzo del rame nei prossimi 20 anni, che molti analisti vi diranno che sarà molto basso o totalmente impossibile da stimare. Alla fine non resta altro, salvo le spese finali per il ricondizionamento del posto. Naturalmente, la miniera si potrebbe trovare in Guatemala, Ecuador o nella Repubblica Democratica del Congo, e verrebbe

comunque contestata da vari gruppi no-global, ONG e ambientalisti, per cui molti permessi verranno negati in prima istanza, e concessi solo dopo lunghi processi di revisione. Un'altra questione: se siete fortunate ed il prezzo del rame aumenta più del previsto, potete star certi che i governi locali non perderanno tempo per aumentare le tasse e le royalties.

Quindi, se chiediamo agli investitori cosa chiederebbero a cambio di tale investimento, riceviamo la risposta unanime: silenzio. Nessuno sembra interessato a un tale affare a nessun prezzo. Fortunatamente, le imprese minerarie sono troppo abituate a queste situazioni per lasciarsi spaventare, ma comunque hanno bisogno di ottenere denaro dagli investitori. Noi affermiamo che poche persone accetterebbero di investire in un tale schema senza un TIR (Tasso rendimento interno) netto del progetto pari ad almeno il 20%.

Per ottenere un rendimento del 20% da qualcosa che inizia a rendere dopo 5 anni, e che dura solo per 15 anni, avete bisogno di generare durante questi 15 anni degli utili annuali pari a circa 160 milioni di \$, considerando un investimento iniziale di 500 milioni di \$. Ciò rappresenta 1,6 \$ per libbra prodotto ogni anno (ricordate che la nostra miniera produce 100 milioni di libbre l'anno). Di conseguenza, per ottenere il loro rendimento del 20%, gli investitori di questa miniera ipotetica avrebbero bisogno di un prezzo del rame stabile intorno a 3,1 \$/lb durante tutto il ciclo di vita del progetto, che possa in tal modo coprire 1,5 \$ di opex e lasciando il margine necessario.

Le cifre che abbiamo usato in questo esempio sono ipotetiche, ma non arbitrarie: possono essere riscontrate in vari progetti reali in via di studio. Alcuni degli ultimi progetti esaminati hanno delle spese in conto capitale anche superiori, e i costi stanno aumentando dappertutto, sia a livello di capex che di opex. Aggiungete a ciò le gravi difficoltà per negoziare con ambientalisti e le esigenze continuamente crescenti dei governi sulle royalties, il tutto logicamente erode direttamente gli utili, per cui è estremamente difficile immaginare come il mondo possa essere rifornito di rame se i prezzi andassero al disotto dei 3 \$/lb. Noi utilizziamo i 2,8 \$/lb per le valutazioni delle nostre società, ben sapendo che si tratta probabilmente di una stima troppo cauta: i prezzi attualmente hanno raggiunto i 4 \$/lb e, come nel caso del petrolio, non sappiamo di nessun progetto di vasta portata che possa entrare in produzione e che possa equilibrare la domanda e l'offerta. Piuttosto succede il contrario: per tutta una serie di ragioni, dalle carenze energetiche e i conflitti lavorativi alla carenza di pezzi di ricambio fondamentali, le società stanno soffrendo seri problemi per mantenere i livelli produttivi, per non parlare di aumentarli.

Prima di continuare, bisogna rispondere a questa domanda: se 3 \$/lb probabilmente sarà il prezzo minimo del rame in futuro, perché è rimasto così basso per un periodo così lungo? Per una serie di ragioni economiche, strategiche e tecnologiche nei primi anni '70 si è investito selvaggiamente in eccesso nelle società minerarie. Quando si trova capacità in eccesso in miniere già costruite, le imprese, disperate per il cash flow desiderano abbassare i loro prezzi al disotto del costo pieno fintanto che sono in grado di

coprire le loro opex. Ma questa capacità extra adesso non c'è più: molte grandi miniere si sono esaurite, e la domanda ha continuato a crescere ad un tasso piuttosto costante durante tutti questi anni. La situazione è cambiata e data la scarsità di grandi progetti in via di sviluppo, ci vorrà molto tempo prima di tornare a vedere di nuovo capacità in eccesso.

Tale situazione naturalmente potrebbe anche verificarsi. Se si aprono tante miniere, perché il prezzo del rame sembra giustificare l'investimento, è concepibile che l'industria possa trovarsi con capacità di produzione in eccesso sulla domanda. In questo caso i prezzi tornerebbero a cadere in fretta al livello dei costi del produttore marginale, e nessuno potrebbe ottenere il proprio ambito rendimento del 20%. Tuttavia, è necessario aprire delle nuove miniere ogni anno, perché quelle vecchie non sono più produttive, per cui l'aggiustamento dei prezzi sarebbe relativamente rapido: se non venissero aperte nuove miniere per pochi anni, ciò riassorbirebbe immediatamente l'ipotetica capacità in eccesso. Questo processo non è immediato, ed è per questo che le oscillazioni dei prezzi del rame tardano alcuni anni ad aggiustarsi. Gli investitori possono star certi che nel lungo termine il prezzo del rame resterà vicino a quello risultante dalle nostre analisi.

I lettori forse si saranno resi conto che abbiamo esaminato il prezzo di una materia prima strategica senza fare il minimo riferimento alla recessione negli USA, alle esportazioni cinesi, all'attività dei fondi comuni d'investimento e ad altre distrazioni. Come dimostrato nel nostro piccolo esempio, per sviluppare una nuova offerta si tardano dai 5 ai 10 anni, e le decisioni sugli investimenti vanno prese con un orizzonte da 20 a 30 anni. Qualsiasi cosa succeda all'economia USA l'anno prossimo è totalmente irrilevante per determinare il valore delle società produttrici di rame con miniere attive per oltre 15 anni. A meno che il genere umano trovi un modo di funzionare senza energia elettrica, il rame sarà necessario fintanto che potrà essere estratto.

Abbiamo assunto un'analisi simile alla base di altre materie prime. Come ci si aspettava, abbiamo ottenuto differenti risultati. Alcune materie prime, come lo zinco, sembrano avere un'ampia offerta, e dei prezzi piuttosto bassi, rendendo la vita veramente difficile a quei produttori ad alti costi, che probabilmente dovranno chiudere l'attività. In ogni caso, il produttore marginale sta comunque aprendo una miniera. Altri metalli, come il nichel, sono in una posizione in cui tanti attuali produttori sono altamente redditizi perché i nuovi progetti di ampia portata che dovevano entrare in produzione sono stati seriamente ritardati e hanno sfondato il budget. Altre materie prime sono ancora in fase di boom a causa di seri problemi dell'offerta: il carbone dall'Australia deve venire esportato alla Cina attraverso un certo numero di porti che adesso sono completamente saturati. Di conseguenza, anche se vi fossero miniere a sufficienza (e attualmente non ce ne sono ancora, anche se ci saranno nel giro di pochi anni), non potranno inoltrare tutto il carbone, di modo che quello che viene spedito via mare viene attualmente venduto ad alti prezzi: il prezzo di cokizzazione del carbone, usato per la manifattura dell'acciaio si è triplicato negli ultimi 12 mesi.

Dobbiamo sopportare continuamente dei commentari che attribuiscono questo aumento dei prezzi delle materie prime ai “fondi comuni d’investimento” e agli “speculatori”. Non c’è da sorprendersi: anche prima del Crash del 1929 dei misteriosi speculatori venivano continuamente incolpati per qualsiasi cosa andasse male secondo i giornalisti, o se i prezzi del petrolio andavano su, o se i prezzi dei titoli andavano giù (per colpa di quei sinistri venditori allo scoperto). Ma la cosa interessante da notare è che queste materie prime che gli speculatori non possono comprare perché non ci sono mercati di future per loro, come per esempio il ferro o il carbone, sono aumentate di prezzo più di quelle con cui uno può giocare a speculare. Infatti, a differenza delle azioni, le materie prime vengono consumate realmente. Uno può naturalmente giocare a speculare o vendere futures su materie prime. Ma il rame viene usato ogni giorno, il grano viene mangiato, il petrolio viene raffinato e bruciato ogni giorno. E si tratta di attività reali, non speculative. I prezzi attuali sono semplicemente quelli necessari per far coincidere domanda e offerta. Il fatto che le riserve fisiche di tante materie prime siano a minimi storici, dimostra fino a che punto gli alti prezzi riflettano semplicemente la forte domanda.

Riassumendo, noi non “speculiamo su materie prime”, semplicemente cerchiamo delle società fondamentalmente sottovalutate che producano quello che sia: petrolio, rame, utensili per il legno o assicurazioni sulla vita. Al giorno d’oggi possiamo trovare enorme valore in molte società produttrici di metalli.

Società finanziarie

Dopo le società minerarie, manteniamo un’importante posizione in società di servizi finanziari che comprende circa il 14% dei portafogli dei Fondi Classic e Alpha. Prima di parlare di queste, dobbiamo fare una prima distinzione tra banche e compagnie assicurative. Da quando è iniziata la grande svendita di società finanziarie l’estate scorsa, abbiamo comprato quelle banche che ci sembravano eccessivamente scontate. Le abbiamo rivendute non molto tempo dopo con delle perdite (relativamente piccole), dato che abbiamo iniziato a credere che le banche, a differenza delle compagnie assicurative (vedasi oltre), non solo devono affrontare una crisi a breve termine, ma pure un deterioramento sul lungo termine del loro modello di business.

Nelle pagine di apertura del presente Bollettino Informativo, abbiamo insistito sul fatto che una recessione negli USA di per se non produce effetti troppo negativi sugli utili delle società. Vi sono tuttavia delle eccezioni, e il settore bancario è una di queste. In una recessione, i crediti inesigibili aumentano bruscamente, moltiplicando normalmente la proporzione “media” di varie volte. Per definizione, le banche sono entità altamente leveraged. Ciò significa che se i crediti inesigibili aumentano dallo 0,8% al 4% (una cosa assai normale in tempi di recessione), gli utili delle banche possono cadere di più di un 40% e restare depressi per vari anni. Di per se, ciò richiederebbe un prezzo di entrata molto più basso del normale: ciò che sembra un rapporto P/E (prezzo/utile) di 7 potrebbe in realtà essere un P/E differito di 11 e restare a quel livello per un certo tempo.

Questo succede alle banche in tutte le recessioni. Tuttavia, l'attuale debolezza economica in alcuni mercati è realmente concentrata nel settore bancario: grosse perdite per investimenti balordi stanno generando delle grosse perdite a breve termine ben oltre i normali crediti inesigibili tipici delle recessioni. Se una banca dovesse sostenere delle perdite pari ai profitti di un anno, ciò spingerebbe il suo P/E in alto di 1 punto (da 11 a 12, nel nostro esempio di cui sopra). E peggio ancora, se le perdite fossero importanti, la banca dovrebbe emettere azioni per sostenere la sua solvenza. Questo tende a diluire gli attuali azionisti, e farebbe così abbassare il PE per esempio di un altro punto. E siamo arrivati a 13. Per finire, alcune banche si erano affidate in modo notevole su fonti di finanziamento alternative ai depositi bancari (wholesale funding) per cui probabilmente dovranno pagare di più in futuro (ottenendo di conseguenza margini inferiori), e molti business, come la securitizzazione richiederanno dei tempi lunghi per tornare al loro attuale livello.

Tutto ciò rende le banche meno attrattive in futuro di quanto implichi la loro vaporazione storica. Ciò non le rende di per se un cattivo investimento: una solida "franchise" ad un P/E di 13 (nella peggiore delle ipotesi) al suo minimo è probabilmente un investimento migliore che puntare sul mercato in generale, ma non è così buono come quello che vogliamo per i nostri fondi.

Le compagnie assicurative d'altra parte, non hanno questi problemi. Molte delle azioni del settore sono cadute bruscamente, la maggior parte a causa del timore a cattivi investimenti. Alcune compagnie, anche se non tutte, hanno fatto dei cattivi investimenti. Tuttavia, si tratta di eventi realmente sporadici: il ciclo del settore assicurativo non si è visto veramente pregiudicato dalle recessioni, e gli attuali problemi di raccolta di fondi, più che una fonte di problemi costituiscono in realtà delle opportunità per queste compagnie piene di liquidità. Oggi possiamo acquistare tali compagnie assicurative a circa lo stesso P/E delle banche, ma senza i problemi inerenti a queste ultime. Di conseguenza noi riteniamo che i P/E *differiti* delle nostre compagnie di assicurazioni e riassicurazioni sono pertanto tra 6 e 8, con una visibilità relativamente buona. Ovviamente non scartiamo la possibilità di tornare a comprare alcune banche, nel caso in cui i loro prezzi dovessero ulteriormente cadere, facendole quindi diventare attrattive. Come abbiamo già detto, non siamo preoccupati sulla qualità delle loro "franchises" in futuro (almeno in molti casi), ma su dove determinare un livello realistico di utili per i prossimi 4-5 anni.

Questi sono alcuni dei nostri investimenti chiave. Sono diversificati per settore e per zona geografica, come indicato nei Grafici 7 e 8. Sussiste naturalmente una propensione verso quei settori che attualmente hanno bisogno di denaro, perché tendono a pagare meglio i loro investitori. Abbiamo finito anche per comprare alcune società non comprese dal mercato, società cicliche, dove premesse semplicistiche possono condurre il mercato a sottovalutare le loro azioni. Ma noi non compriamo "temi", né ci occupiamo di "asset allocation". Noi analizziamo ogni società in base ai propri meriti specifici, cercando di capire quali sono gli elementi motori della loro profittabilità futura. Tuttavia, se il mondo dovesse smettere di utilizzare il petrolio, il rame e le navi, e non si

assicurasse conto i rischi, il nostro portafoglio ne risentirebbe. Ma non vediamo uno scenario simile in cui ciò si possa verificare, salvo un collasso completo dell'economia mondiale. Inoltre, se ciò avvenisse, non crediamo che molti altri investimenti potrebbero fare di meglio.

Figure 7
Ripartizione per settore economico

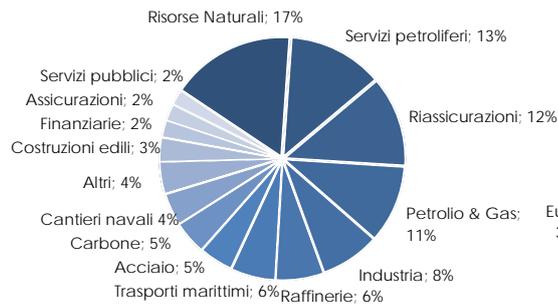
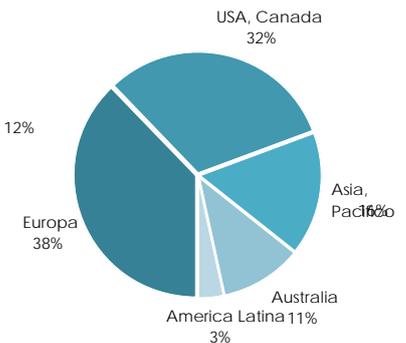


Figure 8
Ripartizione per zona geografica



L'attuale turbolenza del mercato ha una chiara origine geografica negli USA, ed un forte epicentro nel settore finanziario. Siccome gli USA dominano la stampa economica, non c'è da sorprendersi che le notizie siano fortemente allarmistiche. Il fatto poi che il mercato USA continui ad essere caro non contribuisce: si merita di crollare. Ma questa non è tutta e neppure la parte più interessante della storia. Gli investitori faranno meglio a pensare in modo indipendente, mantenere la calma e cercare di sapere quello che stanno facendo. Vendere a questi livelli di ribassi potrebbe sembrare prudente ("ci piace giocare sul sicuro, e conservare un sacco di liquidità in tempi come questi"), ma stanno semplicemente vendendo al ribasso e precludendo a se stessi dei futuri profitti (e finiranno per ricomprare a dei prezzi alti). Questo non è il modo per ottenere dei grossi rendimenti a lungo termine.

Notizie SIA

La più importante delle notizie nel corso dell'ultimo trimestre è che abbiamo il nostro personale pienamente operativo. Un certo numero di neo assunti con i quali avevamo negoziato alla fine dell'anno scorso si sono finalmente incorporati. Abbiamo fatto dei grossi sforzi per creare un team di ricerche a livello mondiale, per assicurarci di poter analizzare e seguire tutti i nostri investimenti con la migliore attenzione e la più assoluta concentrazione possibili. Con l'eccezione di poche integrazioni al personale, non si prevede un altro importante aumento di organico

I nuovi membri sono:

Xavier Brun, Analista Finanziario Junior
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Nato a Barcellona, Spagna, Xavier Brun ha studiato Economia Aziendale presso l'Università Pompeu Fabra, e di seguito si è iscritto ad un Master in Banca e Finanza presso l'IDEC – UPF.

Attualmente è candidato al Dottorato in Scienze Economiche presso l'Università di Barcellona, con una tesi centrata su "Fonti di rischio nei Fondi comuni di investimento". È inoltre docente aggiunto presso l'Università Pompeu Fabra e coordinatore del Master in Mercati Finanziari presso l'IDEC-UPF.

Prima di incorporarsi a SIA, è stato incaricato di attività di middle office in Gesiuris, SGIIC (Barcellona) per 5 anni.

Alejandro Scherk, Analista Finanziario Senior
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Nato a Barcellona, Spagna, Alejandro Scherk ha ottenuto un diploma di Master in Business Administration presso l'ESADE (Spagna) e un diploma di laurea in Medicina presso l'Università Autonoma di Barcellona.

Fino a dicembre del 2007 è stato Direttore Investimenti di Qrenta AV, un gestore di investimenti spagnolo con sede sociale in Barcellona. In questa posizione ha sviluppato l'Unità di Analisi Fondamentale ed ha gestito dei Fondi Azionari.

Prima aveva lavorato come gestore di investimenti presso Winterthur, una compagnia assicurativa svizzera leader del settore, e in due gestori di investimenti a Barcellona. È il principale socio fondatore e presidente di una piccola impresa di investimenti e analisi.

Inoltre è docente presso la IEF Business School di Barcellona e collabora regolarmente con una rinomata rivista economica spagnola.

Si è formalmente incorporato a SIA SA in qualità di analista senior a gennaio del 2008.

Joan Borràs, Analista Finanziario Senior
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Nato a Barcellona, Spagna, Joan Borràs ha ottenuto un Executive Master in Business Administration presso l'Instituto de Empresa (Spagna), un Dottorato in Ingegneria Elettrica e Computer presso la Rutgers University (USA), ed un diploma di Master in Scienze di Ingegneria delle Telecomunicazioni presso l'Università Tecnica di Catalogna (Spagna).

Fino a dicembre del 2007, ha rivestito la carica di Direttore di Business Development e Strategic Planning presso Tempos 21, Mobile Applications Innovation, S.A., in Barcellona. In questa posizione è stato responsabile per la definizione dei prodotti (coordinando un team di product managers), business plan e strategie di marketing, oltre che di consulting practice. Prima di incorporarsi a Tempos 21, nel 2002, ha lavorato presso Telcordia Technologies (USA) in qualità di Ricercatore Scientifico, e prima ancora presso l'Università Tecnica di Catalogna in qualità di Assistente.

Si è incorporato a Strategic Investment Advisors Group in qualità di Analista Finanziario a gennaio del 2008.

Karin Ruettimann, Assistente CEO
SIA Funds AG

Karin Ruettimann si è incorporato a SIA Funds AG in qualità di Assistente CEO a gennaio del 2008.

Karin possiede una solida esperienza lavorativa in qualità di Assistente CEO in Von Roll per vari anni. Prima ancora, ha svolto vari lavori in qualità di assistente amministrativa senior presso Dow Chemical.

Ramon Alfonso, Analista Finanziario Senior
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Ha iniziato la sua carriera professionale in qualità di revisore dei conti Arthur Andersen nel 1987. Tra il 1990 e il 1993 è stato assunto come financial controller nel gruppo britannico Shandwick. Nel 1994 si è incorporato al Dipartimento Tesoreria del Banco di Sabadell in qualità di analista finanziario, e nel 1997 è entrato a far parte di GesCaixa, la società di gestione dei fondi della cassa di risparmio "la Caixa". Nel 1999 è stato nominato Direttore di Investimenti di Gesfibanc. Tra gli anni 2000 e 2004 è stato Chief Investment Officer presso il Credit Andorra.

A partire dal 2004 ha lavorato come consulente di investimenti e finanziario per vari family office. Dal 1995, ha dato vari seminari e corsi in varie scuole di business come Esade, Università di Barcellona, IdEC-Università Pompeu Fabra, IEF e tanti altri corsi di formazione interna presso istituti finanziari. È nato a Barcellona, Spagna, ed ha studiato all'Università Autonoma di Barcellona.

Jordi Costa, Analista Finanziario Junior
Strategic Investment Advisors (Svizzera), SA

Nato a Toronto, Canada, Jordi Costa possiede un diploma di laurea in Ingegneria Fisica presso la Queen's University (Canada), un diploma di laurea in Ingegneria Aerospaziale presso la SUPAERO/ENSAE (Francia), e un Master in Business Administration della IESE Business School (Spagna).

Fino a gennaio del 2008 Jordi ha ricoperto la posizione di Direttore dei programmi di oltremare per la Nissan Motor Ltd. A Barcellona è stato responsabile per la profittabilità globale di 3 veicoli in tutti i mercati europei ed essenzialmente di mantenere l'equilibrio customer value (presenza nel mercato) e costi. Nel suo ruolo precedente di Analista Economico a Parigi, ha sviluppato dei modelli avanzati di identificazione e valutazione di rischi ed opportunità e potenziamento della profittabilità dell'Unità di Business dei Veicoli Commerciali Leggeri di Nissan. Prima di essere assunto da Nissan in 2004, Jordi ha ricoperto presso Renault SA la carica di Group Manager e di Project Manager nel Dipartimento di Ingegneria della società.

Jordi si è incorporato a Strategic Investment Advisors Group a febbraio del 2008.

Marcos Hernandez Aguado, Analista Finanziario Senior
Strategic Investment Advisors (Svizzera), SA

Nato a Madrid, Spagna, Marcos Hernández possiede un Diploma di laurea in Scienze Economiche presso l'Università Pontificia di Comillas (ICADE E-2). Fino a febbraio del 2008 è stato Direttore di SIG (Strategic Investment Group), una divisione di asset management interna di Merrill Lynch Europe, con sede a Londra. In questa posizione ha gestito un portafoglio specializzato di azioni ordinarie nel settore industriale, oltre ad essere membro del Comitato Investimenti di SIG.

Marcos ha maturato 13 anni di esperienza presso Sell-Side Research dove ha coperto vari settori industriali, come costruzione, edilizia immobiliare, media, servizi pubblici, tempo libero e alimentare. Prima di incorporarsi a SIG, è stato analista senior di Merrill Lynch Europe, all'interno del team dedicato a Materiali da Costruzione ed Edili, classificato tra i primi 3 posti nel ranking della rassegna annuale di Investitori Istituzionali. Marcos è stato inoltre votato come il miglior analista del settore della costruzione di Spagna, nell'anno 2001 e 2002 (d'accordo con il Greenwich Survey), e anche come il miglior analista nella categoria di società small cap (di bassa capitalizzazione) di tutta Europa dal Reuters Survey del 2002.

Si è incorporato a SIA SA in qualità di Analista Senior marzo del 2008.

Josep Sumoy, Analista Finanziario Junior
Strategic Investment Advisors (Svizzera), SA

Nato a Tarragona (Spagna), Josep holds ha ottenuto un Master in Business Administration (con Lode) dall'Università di Cambridge (UK), in Master di Scienze In Petrolchimici, Polimeri e Materie Plastiche dalla IFP School (Francia), e un Master di Scienze in Ingegneria Chimica (con Lode) dall'Università Rovira i Virgili (Spagna). Ha studiato anche presso la McGill University (Canada) e l'INP Toulouse (Francia).

Prima di incorporarsi a SIA a febbraio del 2008, Josep ha ricoperto diverse posizioni come ingegnere di processo e project management presso Dow Chemical Ibérica (Spagna).

Gosia Eggimann, Analista Finanziario Senior
Strategic Investment Advisors (Svizzera), SA

Nata a Varsavia, in Polonia, Gosia Eggimann ha ricevuto un Master in Business Administration dall'HEC Paris ed è diplomata presso la Scuola Alberghiera di Hotel Management EHL di Losanna (Svizzera) e l'Università di Varsavia.

Nella sua precedente posizione all'interno di una società privata d'investimenti a Ginevra ha occupato la carica di esperta finanziaria a supporto di transazioni di private equity (capitali di rischio in società non quotate) per conto di ultra HNWI (persone che possiedono patrimoni al disopra dei 30 milioni di euro).

Prima ancora, in qualità di Manager M&A di Michelin, la multinazionale francese del settore automotive, Gosia ha gestito transazioni transfrontaliere incluso acquisizioni e joint ventures in Europa, Stati Uniti e Asia. Nei suoi 10 anni di lavoro all'interno di questa società ha maturato inoltre una particolare esperienza in prezzatura di trasferimento e una vasta conoscenza nel campo del corporate finance.

Si è incorporata a SIA a febbraio del 2008.

Borja Costa, Assistente IT
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Nato a Barcellona (Spagna) Borja ha ottenuto un diploma di laurea in Ingegneria Informatica presso l'Università Politecnica di Catalogna. Durante gli studi ha partecipato a programmi di intercambio con l'Università di Padova in Italia ed attualmente sta studiando per il programma CEFA/CIIA dell'Istituto di Studi Finanziari di Barcellona.

Borja ha preso parte a progetti su modelli di presa di decisioni e si è incorporato al nostro team a febbraio del 2008.

Jennifer Goodman, Assitente Ricercatrice
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Originaria del Regno Unito, Jennifer ha vissuto a Barcellona dal 2002 dove ha tenuto vari corsi di formazione e ha gestito corsi di lingua professionali e di comunicazione aziendale.

Oltre alle sue qualifiche come insegnante possiede un diploma di laurea in Economia Internazionale con Francia dell'Università di Plymouth, un Diplôme de Commerce Internationale dell'EPSCI (Groupe ESSEC), ed attualmente sta studiando per un Master in Business Administration presso la Warwick Business School.

Grazie alla sua carriera di insegnante, agli studi internazionali ed alla sua esperienza nei paesi dove ha vissuto (Francia, Messico e Spagna), ha potuto sviluppare una serie di capacità che l'hanno portata ad unirsi al nostro team a febbraio del 2008.

Cristian Busquets, Analista Finanziario Junior
Strategic Investment Advisors (Spagna), SA

Nato a Barcellona, (Spagna) Cristian ha studiato al Liceo Francese di Barcellona, per cui parla francese oltre a catalano e spagnolo. Durante gli studi ha studiato anche un anno in Svizzera in una scuola inglese (Aiglon College di Villars). Ha ottenuto un diploma di laurea in Business Administration & Management dell'ESADE (2000-04) ed un Master in Finance e Business Administration dell'Università McGill's (Canada) nel 2005.

Mentre seguiva il suo corso di laurea, ha lavorato un anno come praticante per Morgan Stanley (Private Wealth) in qualità di assistente di direzione (2003-04). Nel 2003, ha conosciuto Walter Scherk, per il quale ha lavorato per 3 estati di seguito costruendo valore per una serie occupandosi di portafogli di titoli azionari (2003-05). Alla fine del Master in Business Administration si è

incorporato allo Studio Legale Garrigues (Spagna) dove ha lavorato per oltre 2 anni come Consulente Fiscale.

A febbraio del 2008, si è incorporato a SIA in qualità di Analista Finanziario Junior.

Grafici delle classi in USD

Tabella 3: Valore del Patrimonio Netto - Patrimonio Netto in gestione in USD

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	562.52	-6.86%	22.46%	528.86%	1'956.11
LTIF Alpha [USD]	265.22	0.58%	28.87%	103.46%	402.18
LTIF Global Energy Value [USD]	241.06	1.95%	36.56%	81.61%	62.59
Global Mining Value Fund [USD]	171.45	4.19%	n.a	27.96%	125.48
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	4'455.80	-8.95%	-2.77%		

Grafico 9
LTIF – Classic USD



Grafico 10
LTIF – Alpha USD

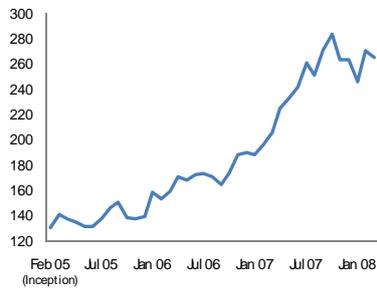
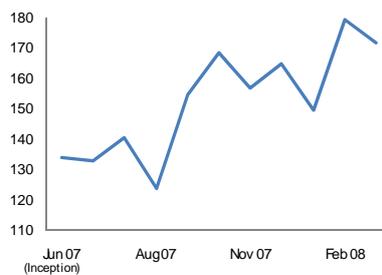


Grafico 11
LTIF – Global Energy Value USD



Grafico 12
Global Mining Value Fund USD



Grafici delle classi in CHF

Tabella 4: Valore del Patrimonio Netto - Patrimonio Netto in gestione in CHF

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	556.36	-18.63%	-0.79%	275.79%	1'934.69
LTIF Alpha [CHF]	262.32	-12.13%	4.99%	69.36%	397.78
LTIF Global Energy Value [CHF]	238.42	-10.93%	11.26%	54.29%	61.90
Global Mining Value Fund [CHF]	169.57	-8.98%	n.a	2.01%	124.11
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4'407.15	-20.45%	-21.22%		

Grafico 13
LTIF – Classic CHF



Grafico 14
LTIF – Alpha CHF

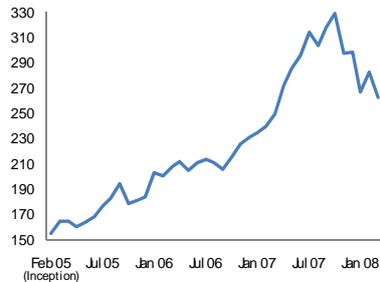


Grafico 15
LTIF – Global Energy Value CHF

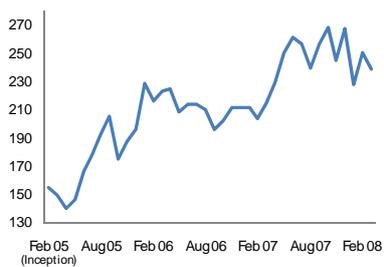
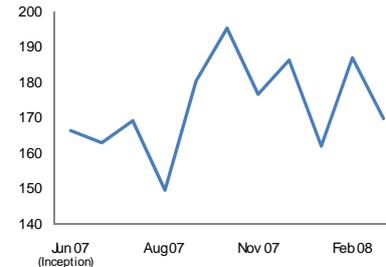


Grafico 16
Global Mining Value Fund CHF



Avviso legale - Lussemburgo

La performance fino al 31 di maggio del 2006 è quella del Fondo LTIF sede nelle Isole Vergini Britanniche di cui il Fondo LTIF Lussemburgo è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso la SIA Fund AG. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Long Term Investment Fund è una società di investimento a capitale variabile di tipo a ombrello organizzata nella forma di "société anonyme" in conformità con le leggi del Granducato di Lussemburgo, qualificata Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") ai sensi della Parte I della Legge del Lussemburgo del 20 di dicembre del 2002. La società possiede tre comparti attivi denominati "Classic", "Alpha", ed "Energy", che sono totalmente similari al Fondo LTIF nelle Isole Vergini Britanniche (le classi "Classic" e "Alpha") e al Fondo Global Energy Value, per quanto riguarda i loro obiettivi di investimento e la loro struttura operativa. 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.

Fondo LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: Fondo LTIFCLA LX

Fondo LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: Fondo LTIFCLU LX

Fondo LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: Fondo LTIFCLC LX

Fondo LTIF – Alpha EUR

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: Fondo LTIFALP LX

Fondo LTIF – Alpha USD

ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: Fondo LTIFALU LX

Fondo LTIF – Alpha CHF

ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: Fondo LTIFALC LX

Fondo LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: Fondo LTIFGEV LX

Fondo LTIF – Global Energy Value USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: Fondo LTIFGEU LX

Fondo LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: CH3101836
Bloomberg: Fondo LTIFGEC LX

Il Fondo Global Mining Value Fund è una Società di Investimento del Lussemburgo a comparto multiplo, organizzata nella forma di "société anonyme" e costituita in data 6 di giugno del 2007 ai sensi della Legge del Lussemburgo del 13 di febbraio del 2007 relativa ai Fondi di Investimento Specializzati (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: GMVCHF LX

Amministratore:

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

Gestore Investimento:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Switzerland

Banca Depositaria:

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

Sede Legale

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Avviso legale - Svizzera

La performance alla fino al 30 di settembre del 2006 è quella del Fondo LTIF con sede nelle Isole Vergini Britanniche, denominato in CHF, di cui il Fondo LTIF Stability è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso il Gruppo SIA. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Il Fondo LTIF Stability (SIA Funds AG) è stato approvato dalla Commissione Bancaria Svizzera in data 13 di luglio del 2006. Il Fondo ha iniziato le sue operazioni commerciali denominate in Franchi Svizzeri (CHF) a partire dal 1 di ottobre del 2006. 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.

Fondo LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: CH2638920
Bloomberg: Fondo LTIFSTA SW

Amministratore:

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Geneva
Switzerland

Gestore Investimento:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Switzerland

Banca Depositaria:

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Geneva
Switzerland