

Long Term Investment Fund

Grafico 1

LTIF – Classic EUR



Grafico 2

LTIF – Alpha EUR

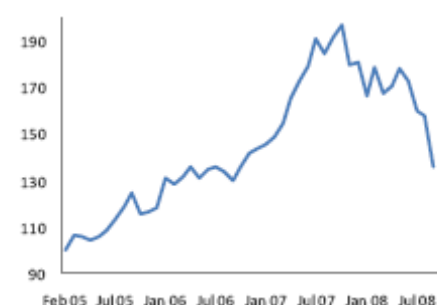


Grafico 3

LTIF – Global Energy Value EUR



Grafico 4

LTIF – Stability Series CHF



Grafico 5

Global Mining Value Fund EUR



“Il prezzo è quello che paghi. Il valore è quello che ottieni”.

Warren Buffet

Tabella 1: Valore del patrimonio netto - Patrimonio Netto in gestione in EURO

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	238.59	-42.24%	-48.54%	138.59%	754.81
LTIF Alpha [EUR]	138.00	-24.59%	-28.87%	36.00%	152.84
LTIF Global Energy Value [EUR]	124.34	-23.11%	-19.56%	24.34%	34.80
LTIF Stability Series [CHF]	194.10	-15.42%	-18.34%	25.41%	77.80
Global Mining Value Fund [EUR]	70.58	-37.29%	-34.96%	-29.42%	50.94
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2,653.28	-20.73%	-24.68%		

L'evoluzione negativa del Valore Patrimoniale Netto (NAV) dei nostri fondi, già esaminata nell'ultimo Bollettino Informativo, si è accelerata nel corso del mese di settembre, come mostrato dalla tabella e i grafici di questa pagina. Nel presente Bollettino Informativo vi spiegheremo come vediamo la situazione, cosa crediamo che sia successo e cosa pensiamo che ci riservi il futuro.

La storiella dei tre investitori

Per farvi capire come la pensiamo sulla situazione attuale, lasciateci raccontare un breve aneddoto su tre inventori: Mr. Private, Mr. Public e Mr. Retail.

Mr. Private non si considera un investitore vero e proprio, ma piuttosto un uomo d'affari. Possiede una società che rende circa 10 milioni di € di utili l'anno, a volte di meno, a volte di più. In un'annata veramente negativa, agli inizi degli anni 90, aveva perso quasi 1 milione di €. Dopo tutti questi anni egli conosce molto bene il business, ed è fermamente convinto che, nonostante la volatilità intrinseca, a lungo termine i suoi profitti sono sostenibili. In un anno complicato come questo, prevede di comunque guadagnare i suoi normali profitti di 10 milioni di €. Inoltre sta prendendo precauzioni per assicurarsi che l'anno successivo tali profitti non scendano al disotto dei 9 milioni di €, a prescindere dal raffreddamento globale dell'economia. Egli è sicuro che una volta che le cose si siano calmate, potrà tornare ai livelli normali di profitti. Non ha idea di quale sia il valore della sua società, perché non gli è mai venuto in mente di venderla, e prevede che sua figlia, che sta già lavorando con lui, proseguirà la sua attività. Nonostante sia al corrente dell'attuale stato di caos nel mercato dei valori, ciò non lo preoccupa più di tanto perché non ha mai investito in azioni, pensando che ne ha già abbastanza. Tutte le sue energie sono canalizzate nel mantenere eccellenti relazioni con i suoi attuali clienti, cercandone di nuovi, migliorando i propri prodotti e cercando di abbassare i prezzi il più possibile.

Mr. Public dirige una società essenzialmente identica a quella di Mr. Private per dimensioni e profittabilità. Pochi anni fa aveva dato retta alla sua banca e aveva venduto il 30% delle azioni della sua società in Borsa. Oltre ad aver ricevuto i contanti per la vendita, e ad aver visto qualche analista di quando in quando, basicamente ha continuato a dirigere la sua società esattamente come lo aveva fatto fino ad allora. Come Mr. Private, anche lui prevede di guadagnare quest'anno degli utili intorno ai 10 milioni di € (dei quali ovviamente gli appartengono solo 7 milioni di €), e si sta dando un sacco da fare per cercare di ottenere 9 milioni di € di utili, o almeno 8 milioni di € per l'anno che viene. Anche lui, come Mr. Private, è piuttosto fiducioso nel fatto che una volta terminata la recessione, tornerà al livello normale di profitti.

A gennaio le azioni della società di Mr. Public venivano scambiate ad un prezzo di 10 €, portando il valore totale della sua società a 80 milioni di €. Con la brusca caduta dei mercati le sue azioni adesso stanno venendo scambiate a 5 €, portando di conseguenza il valore della società a 40 milioni di €. Di conseguenza, la partecipazione del 70% di Mr. Public nella sua società aveva un valore di mercato di 56 milioni di € all'inizio dell'anno ed un valore di mercato attuale di 28 milioni di €.

Mr. Public di conseguenza ha “perso” 28 milioni di € in capitalizzazione di mercato, ma ha guadagnato 5,25 milioni di € nei primi nove mesi dell’anno (il suo 70% dei 7,5 milioni di € di utili registrati dalla società nei primi nove mesi del 2008). Comunque la si veda, Mr. Public non si sente meno ricco a settembre di quanto lo fosse a gennaio. Infatti, possiede tutte le attività che aveva prima, oltre a 5,25 milioni di € in più in banca. Per quanto riguarda il prezzo delle azioni, non se ne preoccupa più di tanto, perché non pensa di vendere, e crede che una volta che le cose si siano risistemate, le azioni recupereranno la quotazione precedente. Tutte le sue energie sono canalizzate nel mantenere eccellenti relazioni con i suoi attuali clienti, cercandone di nuovi, migliorando i propri prodotti, e cercando di abbassare i prezzi il più possibile.

A gennaio, Mr. Retail aveva comprato alcune azioni della società di Mr. Public per un valore di 10 € l’azione. Pensava che questa società, che aveva reso degli utili di 10 milioni di € l’anno di media senza dimostrare un livello eccessivo di volatilità (gli utili oscillavano sempre tra i 7 e i 12 milioni di €, con un solo anno di perdite, molto tempo prima) meritasse un multiplo di 8 volte i suoi profitti, che implicava un rendimento previsto del 12,5% (ossia i 10 milioni di € di utili su una capitalizzazione di mercato di 80 milioni di €). Alla fine di settembre riceve il suo estratto conto dalla banca in cui gli comunicano laconicamente che le sue azioni adesso valgono 5 € e che ha perso la metà del suo denaro in nove mesi. Disperato, chiama la sua banca e ordina di vendere immediatamente tutte le azioni... che altrettanto immediatamente vengono ricomprate da Mr. Public.

Abbiamo visto quindi come tre investitori, che basicamente possiedono le stesse attività, con la stessa profittabilità attuale e prevista, agiscono (e sentono) in modo assai differente. La differenza fondamentale risiede nella definizione soggettiva di “guadagnare” o “perdere” denaro. Sia Mr. Private sia Mr. Public definiscono la loro profittabilità personale in termini di profittabilità delle loro società. Mr. Retail invece la definisce in termini di prezzo delle azioni. Una volta che le vende, soffre una perdita del 50% e si preclude un rendimento futuro previsto magari del 20% annuo (o del 25%, se prendiamo alla lettera le cifre della storiella) e per sempre. Logicamente, la perdita di Mr. Retail rappresenta il guadagno di qualcun altro, in questo caso di Mr. Public.

Mr. Retail avrebbe naturalmente potuto aspettare fino a settembre per comprare le sue azioni: in questo modo avrebbe raddoppiato il numero di azioni della sua partecipazione per lo stesso importo di denaro, e avrebbe di conseguenza raddoppiato il rendimento previsto del suo investimento. Ma avrebbe potuto anche comprarsi un biglietto della lotteria, vincere e guadagnare ancor più soldi (essentasse, in alcuni paesi). Ma questo non è un buon consiglio nel mondo reale.

Nel mondo reale, pochissimi investitori individuali guadagnano molti soldi in borsa durante la loro vita. Tutti i guadagni di capitale che accumulano, vengono spazzati via nei ricorrenti tracolli che soffrono i mercati finanziari ogni pochi anni. Svendono quasi al limite del valore inferiore, e non ricomprano fino a quando non sono sicuri che “la correzione è terminata”, ossia fino a quando il mercato non è tornato a livelli chiaramente più alti.

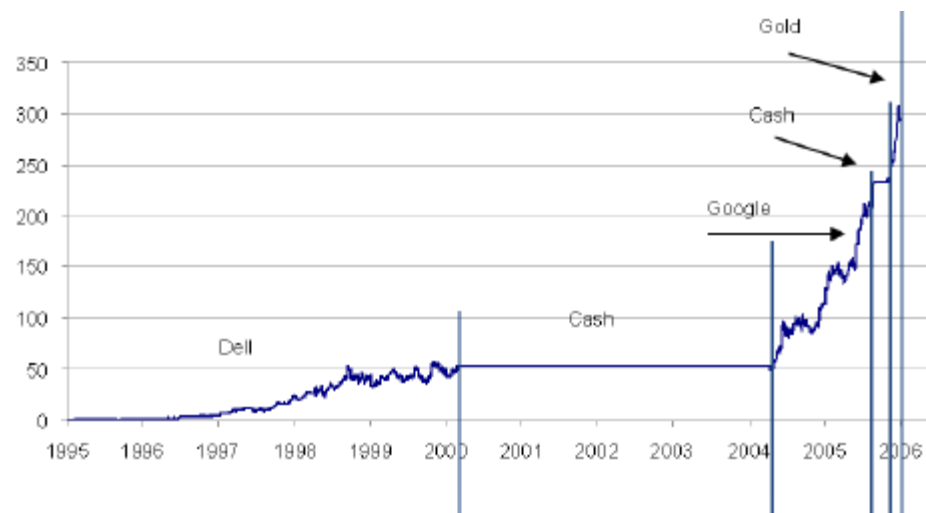
La società di gestione di fondi più grande del mondo è la Fidelity Investments, con sede a Boston. Uno dei loro fondi, denominato Magellan, aveva registrato delle performance fantastiche durante gli ultimi anni 70 e gli anni 80, accumulando un rendimento annuale del 15% nel corso di 15 anni (che basicamente significa che ha moltiplicato il suo valore patrimoniale netto per azione per 16 durante quel periodo). Negli USA, gli investitori in fondi devono per ragioni fiscali identificarsi obbligatoriamente alla società di gestione del fondo. Questo significa che Fidelity sa esattamente quando ognuno dei suoi investitori è entrato nel fondo e quando ne è uscito. Alcuni anni fa, la società ha usato queste informazioni per calcolare quanti soldi avrebbero guadagnato mediamente gli investitori in realtà. La risposta fu un 5% l’anno.

È controintuitivo: chi investe in qualcosa che aumenta un 15% ogni anno, dovrebbe ottenere in media un rendimento del 15% l’anno, a prescindere da punti di entrata o uscita (senza spese da tenere in conto, dato che la profittabilità dei fondi è stimata al netto di spese). Ma allora, come può risultare la media al disotto di questa percentuale? La risposta naturalmente sta nella scelta dei tempi, ossia il “timing”: il fondo non ha una crescita del 15% ogni anno, si tratta bensì di una crescita media, dato che ci possono essere anni buoni e anni cattivi. E la gran maggioranza degli investitori erano entrati dopo un incremento della performance e avevano venduto quando questa era peggiorata. Sfortunatamente, si tratta di un modello comportamentale universale.

Due maniere di investire

Questa è la ragione per cui fin dal lancio dei nostri fondi sette anni fa abbiamo sempre parlato di due modalità di investimento: investimento speculativo e investimento strategico. Una strategia speculativa è influenzata da prezzi visibili e il suo obiettivo è comprare cose che aumenteranno di valore e venderle prima che perdano valore. Come abbiamo dimostrato varie volte, una strategia di questo tipo può essere estremamente redditizia: il grafico 6 mostra come prendendo solo 5 decisioni accertate in 10 anni gli investitori possono moltiplicare i loro soldi per 300.

Grafico 6
"Comprare basso e vendere alto"



Il problema, come dimostrato dal caso di Fidelity, è l'estrema difficoltà nel realizzarlo. I mercati sono assai volatili, e molto spesso le cadute non sono seguite da profonde correzioni, ma da un rimbalzo. Per predire una o l'altra eventualità a priori ci vuole tanta abilità (o fortuna), che è semplicemente impossibile. O peggio: in caso di errore, non vi è possibilità di tornare indietro.

Quando si segue un approccio di investimento strategico, gli investitori ignorano i movimenti dei prezzi delle azioni e si concentrano nell'acquisto di profitti a bassi prezzi per vederli crescere nel tempo. Alla fine i prezzi delle azioni riflettono sempre tali profitti e la loro crescita. È ciò che facciamo noi di Strategic Investment Advisors. Ignoriamo i movimenti del prezzo delle azioni (salvo per riaggiustare le previsioni sui rendimenti futuri delle nostre azioni), ma prestiamo un'attenzione continua ai profitti. Coloro che investono in "società" come Mr. Private o Mr. Public, e che resistono al fronte delle loro società nel corso degli anni, sia buoni che cattivi, tendono a ritirarsi con molti più soldi rispetto a coloro che investono in "azioni". A questi investitori sembra ovvio comprare le cose quando sono più economiche, e in caso decidano di vendere, aspetteranno fino al momento in cui i mercati saranno più che lieti di pagare un alto prezzo per i loro futuri profitti. Noi siamo convinti che la tipica "mentalità speculativa", che non distingue tra la profittabilità delle imprese e l'evoluzione dei prezzi delle azioni, rende praticamente impossibile costruire delle fortune sul lungo periodo, dato che a questi investitori sembra ovvio comprare quando aumentano i prezzi e svendere quando cadono.

La profittabilità dei nostri fondi

Passiamo adesso a dare un'occhiata ai profitti generati dai nostri fondi, seguendo le linee della nostra storiella.

Alla fine di giugno del 2007 il valore contabile delle nostre azioni (con tutte le rispettive attività ai prezzi storici, meno i loro debiti) era pari a 201 €. Dodici mesi più tardi (si tratta degli ultimi dati pubblicati dalle nostre società) era di 242 €. Ciò significa che ogni azione del fondo ha guadagnato 41 €, al netto di tutte le spese, un poco meno di quanto ci aspettavamo all'inizio dell'anno. Nel nostro ultimo Bollettino Informativo, abbiamo spiegato le ragioni di questa diminuzione, sottolineando tuttavia il fatto che i profitti erano ad un livello di rendimento superiore al 10% in quello stesso periodo.

Prevediamo di guadagnare circa 45 € per azione nel 2009, e di conseguenza ottenere un incremento annuo del 15% da lì in avanti. Si tratta di un tasso di rendimento assolutamente stupefacente, visto il prezzo attuale delle nostre azioni. Nonostante ciò, ci stanno offrendo questo tasso a causa dell'enorme dislocazione che stanno soffrendo i mercati in questo momento. Gli investitori fanno bene a domandarsi come sia possibile sperare in un tale livello di rendimenti. Vi sono solo due possibili risposte: o sono sbagliati i prezzi delle azioni (le persone stanno svendendo troppo al ribasso), oppure sono sbagliate le nostre stime dei profitti. Proviamo ad

Dislocazione dei mercati

Non è nessun segreto che i mercati azioni siano stati sottoposti ad una tensione estrema negli ultimi mesi. Sembrano muoversi più sotto la spinta della paura che di analisi razionali. Per fare un esempio: il 29 settembre quando è stata respinta la legge sul pacchetto di salvataggio da 700 miliardi di \$, i mercati USA hanno perso 1.500 miliardi di \$ in capitalizzazione di mercato, ossia due volte tanto le supposte "perdite" del sistema. Nessun problema: il 30 settembre i titoli azionari americani valevano apparentemente 1.000 miliardi di \$ in più. Possediamo delle azioni nei nostri fondi i cui prezzi per vari giorni hanno subito oscillazioni superiori al 20%. I professori di scienze economiche sono soliti insegnare che i prezzi di mercato riflettono le aspettative sui futuri profitti, ma i professori non possono vantare un grande track record in qualità di investitori, neppure quelli che hanno vinto un Premio Nobel. Alcune volte vendere (o comprare, ricordate la bolla di Internet) è completamente scollegato dai fondamentali: la gente vende (o compra) solo perché teme che i mercati continueranno a crollare (o a salire). Naturalmente, tutte queste bolle (o "buchi neri" come abbiamo denominato queste "bolle negative" in passato) hanno un nocciolo di verità: Internet ha rappresentato sicuramente un gran progresso tecnologico. Ma ciò non voleva dire che le azioni di Amazon.com potessero valere più di 400 \$ nel 1999 (stanno venendo scambiate ad un prezzo split-adjusted di 280 \$ adesso, nove anni più tardi). E questa era una delle società più forti tra le "punto.com". Le azioni della maggior parte delle altre società si sono rivelate letteralmente carta straccia. Il panico attuale è stato indotto dai problemi assolutamente reali e ben pubblicizzati dei mercati finanziari, e dalle aspettative ragionevoli che tali problemi si riverseranno sul mondo reale, rallentando l'economia. Ma come allora la maggior parte delle azioni delle punto.com erano esageratamente care, così adesso quelle delle nostre società sono esageratamente basse. Esiste un prezzo ragionevole per ogni cosa, sia rosa o scuro, e i mercati invariabilmente dimostrano delle reazioni eccessive.

Gli investitori professionali hanno superato abbondantemente il punto della reazione eccessiva: stiamo ricevendo chiamate praticamente quotidiane da broker che offrono la vendita in blocco di azioni di società che sappiamo perfettamente a prezzi super scontati, al disotto dei prezzi di mercato già bassissimi di per sé. In tutti i casi, i venditori sono dei fondi che devono vendere a qualsiasi prezzo, sia perché devono fare fronte a rimborsi ed hanno bisogno di liquidità, o perché stanno semplicemente venendo liquidati. Il processo di "deleveraging" in atto di cui stiamo leggendo sulla stampa significa né più né meno che stanno vendendo le loro attività per ripagare i debiti con le liquidità generate. Se tutti cercano contemporaneamente di ridurre l'indebitamento o il ricorso alla leva finanziaria allo stesso tempo, ci si deve aspettare un forte crollo dei prezzi senza alcuna relazione plausibile con i fondamentali. Questo crollo dei prezzi provoca la reazione isterica di Mr. Retail, che corre immediatamente a svendere tutte le sue azioni, spingendo in questo modo i prezzi ancora più verso il basso.

Goldman Sachs ha calcolato che solo durante il mese di settembre una cesta costituita dai 50 valori più diffusi tra la maggior parte dei fondi hedge avrebbe registrato delle sottoperformance inferiori del 19% rispetto al mercato. Siamo appena entrati in possesso di tali società, che si stanno comportando veramente bene, e continueranno a farlo in futuro. Ma quando il prime broker dice ad un fondo hedge che non vi sono più crediti e che deve procedere a vendere le azioni per rimborsare i prestiti, succede esattamente questo. Un'analisi dei rendimenti previsti delle azioni diventa semplicemente fuori questione. Solo durante la scorsa settimana uno dei più importanti prime broker di fondi di fondi hedge ha detto a questi fondi che tutte le linee di credito erano state cancellate con effetto immediato. In altre parole, che questi fondi di fondi che usano l'indebitamento per aumentare i profitti (cosa che fa la maggior parte) devono vendere immediatamente i loro fondi per rimborsare i prestiti. Di conseguenza, il fondo sottostante riceve una richiesta di rimborso che deve venire onorata vendendo le proprie attività sottostanti.

Eccovi di seguito alcuni esempi di come i prezzi di alcune azioni risultano totalmente sconnessi dalla realtà economica delle società sottostanti. Solo per darvi un'idea, nel corso degli ultimi tre mesi le azioni delle società americane produttrici di carbone sono scese di oltre il 50% (-32% solo a settembre), mentre le banche americane sono aumentate di oltre il 20% (+2,7% solo a settembre). Tuttavia, le società produttrici di carbone stanno letteralmente guadagnando più soldi che mai, mentre i prezzi del carbone si stanno stabilizzando rispetto ai contratti futuri per i prossimi anni. Possediamo una società produttrice di carbone, la Grande Cache (menzionata nel nostro precedente Bollettino Informativo). Le cui azioni a

settembre sono scese da 4,6 a 3 \$. Basandoci sui contratti a fermo, gli utili per azione previsti per l'anno prossimo si aggireranno intorno a 1,6 \$, con un P/E (rapporto utile/azione) inferiore a 2 (prevediamo per il 2010 un utile per azione di 2,6 \$, e un P/E essenzialmente pari a 1). Risulta a questo punto ovviamente inutile approfondire sulla salute e i futuri profitti delle banche. Nonostante ciò, i fondi hedge sono stati banditi dalle società finanziarie che vendono allo scoperto, e stanno svendendo tutto ciò che avevano comprato a credito. La questione importante è che tutti questi problemi non sembrano preoccupare affatto Mr. Private, e solo marginalmente Mr. Public. Ciò che li preoccupa veramente sono solo i profitti che genereranno le loro società quest'anno e tutti gli anni a venire. Passiamo ora ai profitti delle nostre società.

Il flusso costante di cattive notizie provenienti dal settore finanziario ha naturalmente indotto gli investitori a domandarsi se tutto ciò influirà sull'economia reale. La risposta ovviamente è affermativa: se le imprese non possono trovare i finanziamenti, non possono espandersi e genereranno quindi meno utili. Ma ciò non incide in ugual misura su tutte le società (alcune non necessitano nessun finanziamento, come pure i loro clienti) e quand'anche sia così, gli effetti non sono per forza devastanti. Alcune imprese andranno in rovina, altre guadagneranno meno e altre ancora si accorgeranno appena del momento di crisi. Tuttavia, gli investitori che temono per "l'economia", stanno vendendo indiscriminatamente tutte le loro azioni. Come nel caso di Mr. Private, a noi non importa "il mercato" o "l'economia"; a noi importano solo le nostre imprese in concreto. Noi crediamo che le imprese in cui abbiamo investito siano solide e che i nostri profitti stimati siano altrettanto solidi. Forniremo ai nostri lettori alcuni esempi perché possano giudicare da soli se tali imprese rappresentano ancora investimenti interessanti o meno. In fin dei conti, noi non facciamo nient'altro che cercare tali investimenti per i nostri clienti, che sono quelli che alla fine devono tirare fuori i soldi.

Alcuni esempi

Ripassiamo in rassegna alcune delle società menzionate nel nostro ultimo Bollettino Informativo, e vediamo come si sono comportate a settembre e cosa ci possiamo aspettare da loro per il futuro.

- **Quadra Mining**, la nostra produttrice di rame veniva quotata ad un prezzo di 16,95 CAD per azione all'inizio del mese, mentre alla fine del mese la quotazione era di 12,13 CAD, con una caduta del 28,4%. Ci siamo riuniti personalmente con il CEO di questa società che conosciamo da vari anni. La società ha ancora in cassa 300 milioni di \$ in contanti netti, con una capitalizzazione di mercato effettiva di 700 milioni di \$. Gli utili per questo esercizio, quasi alla sua chiusura, ascenderanno a 250 milioni di \$, e per il prossimo anno, con l'avvio della piena produzione della nuova miniera, gli utili oscilleranno tra i 250 e i 300 milioni di \$ a secondo di come evolveranno i prezzi del rame. Trascinati dalla svendita globale delle materie prime, i prezzi a pronti del rame sono scesi di un 10% nel corso dell'ultimo mese, ma i contratti future a lungo termine stanno attualmente salendo. Le nostre previsioni sui profitti futuri si basano su dei prezzi del rame che sono alquanto inferiori a quelli presi come riferimento dalla maggior parte degli analisti. Nel corso di questo mese, abbiamo continuato a rastrellare azioni di questa società, ed attualmente ne siamo il maggiore azionista con il 9% delle azioni ordinarie.
- **IMS** è un distributore specializzato di acciaio con sede vicino a Parigi e attivo in tutta Europa. Ha una capitalizzazione di mercato di 280 milioni di €. Le sue azioni erano scambiate a 15,43 € all'inizio del mese e a 12,20 € alla fine del mese (-20,9%). Dall'ultima riunione con il management della società a luglio, abbiamo parlato per telefono varie volte. Prevediamo ancora che genererà un utile d'esercizio di 80 milioni di € per quest'anno, e di 85 milioni € per l'anno prossimo. Altre società stanno logicamente cercando di comprarla al risparmio.
- **Catlin Group** è una compagnia di riassicurazioni con sede nel Regno Unito, con una capitalizzazione di mercato leggermente superiore agli 800 milioni di GBP. Si prevede che guadagnerà più di 190 milioni di GBP quest'anno e che dovrebbe essere in grado di restare a questo livello di utili in futuro, con possibilità di incremento. A proposito, il loro dividend yield (rapporto dividendo/prezzo) in contanti rappresenta l'otto per cento. Questo mese non ha registrato nessun evento rilevante. Le azioni sono salite (5,4%). Complessivamente abbiamo provveduto ad aumentare in certa misura le nostre posizioni nelle compagnie assicurative dove abbiamo trovato (in modo selettivo) un'attraente

combinazione di valore e diversificazione. Ammesso che alcune di queste compagnie potrebbero aver ancora dei “bad assets” da stornare, riteniamo comunque di aver agito con la massima diligenza, e che qualsiasi possibile problema sia stato più che scontato dai prezzi. Contemporaneamente stiamo facendo sforzi importanti per affinare le nostre competenze nel settore bancario, avendo visitato personalmente molte banche nel corso delle ultime settimane. Abbiamo assunto alcune ridotte posizioni opportunistiche (che si stanno comportando veramente bene) e prevediamo che quest’area presto rappresenterà un interessante “campo d’investimenti”, forse addirittura nei prossimi sei mesi.

- Grande Cache Corporation** è una società canadese produttrice di carbone metallurgico. Attualmente la sua capitalizzazione di mercato ammonta a soli 200 milioni di \$, dato che i prezzi delle azioni sono caduti di un 42,7% nel corso dell’ultimo mese, come già commentato prima (-65% da giugno). Si prevede che produrrà intorno a 2 milioni di tonnellate nel 2009, raggiungendo i 2,4 milioni per il 2011. Il carbone metallurgico viene normalmente venduto in base a dei contratti annuali, con una piccola proporzione venduta nel mercato a pronti. La società sta firmando contratti per l’anno prossimo per oltre 250 \$/t. La società sopporta dei costi per tonnellata di circa 120 \$ (che si prevede che scenderanno a medio termine), il che significa un margine lordo di almeno 130 \$/t (ci aspettavamo che i costi sarebbero diminuiti, ma stiamo assumendo le nostre previsioni con estrema cautela). Moltiplicando questo per la sua produzione di 2 milioni di tonnellate, riflette un indice Ebitda per il 2009 di circa 260 milioni di \$, ben al sopra dell’attuale capitalizzazione di mercato totale della società. Si prevede che i prezzi inizieranno a scendere in un paio d’anni, probabilmente fino a circa 130 \$/t nel giro di cinque anni, dato che è impossibile che vengano aperte nuove miniere redditizie al disotto di questo livello (la maggior parte degli analisti lo fissa in 150 \$/t, che sopporta un enorme impatto sugli utili della società). Tutto sommato, gli investitori potranno recuperare tutti i loro investimenti nel giro dei prossimi due anni, e quindi godere di un’rendita vitalizia vera e propria pari a circa il 10% del prezzo attuale.
- Li Heng Chemical Fibre Corporation** è un fabbricante cinese di fibre artificiali per l’industria tessile. Ha una capitalizzazione di mercato di 700 milioni di \$. Si prevede che i suoi profitti quest’anno ammontino a circa 150 milioni di \$, con forti prospettive di crescita derivanti da nuovi stabilimenti che entreranno in produzione nei prossimi tre anni. La maggior parte dei suoi clienti lavorano per il mercato cinese interno e non per l’esportazione. La società conserva i propri piani di produzione e indirizzo finanziario. Il prezzo delle sue azioni è sceso a settembre ed il suo P/E attuale è di 2,8.
- KSB**, la nostra fabbricante tedesca di pompe ha visto cadere il prezzo delle sue azioni di un 19,3% nel corso di questo mese. La società non ha riportato nessun tipo di problemi, al contrario probabilmente registrerà un aumento di utili superiore al previsto. Il suo P/E attuale (08) è inferiore a 4.
- Il prezzo del petrolio** si è mostrato estremamente volatile, oscillando di più di un 5% durante vari giorni. Dopo tutta questa confusione, sta vendendo negoziato ancora sopra i 100 \$ il barile nei contratti a lungo termine. Con questo prezzo, le nostre società stanno guadagnando quantità di denaro inimmaginabili, eppure le loro azioni sono crollate di più del 20% durante questo mese, scontando il fatto che il petrolio scenderà fino a 70 \$ il barile per restarvi per sempre. Ma questo non succederà mai: qualsiasi siano i problemi economici attuali, il mondo si recupererà. Ogni attività economica implica trasporti, che implicano a loro volta combustibile, e così via per lungo tempo. Contemporaneamente, i giacimenti petroliferi produttivi si stanno esaurendo ad un ritmo rapido e metterne in produzione di nuovi sta diventando sempre più costoso. Anche supponendo che la domanda mondiale fosse piatta (cosa alquanto improbabile perché solo le importazioni di petrolio della Cina sono aumentate del 12% in agosto), il prezzo probabilmente continuerebbe ad aumentare: risulta infatti alquanto difficile per le nazioni che non fanno parte della OPEC continuare a mantenere i loro livelli di produttività, per non parlare poi di aumentarli.

La nozione del margine di sicurezza

Uno dei concetti chiave di Benjamin Graham era quello del “margine di sicurezza”. Noi non possiamo sapere cosa ci riserva il futuro, per cui risulta

sensato investire solo in società che sono chiaramente sottovalutate. Quand'anche la realtà risultasse essere peggiore del previsto, si tratterebbe comunque di un buon investimento. Siamo dell'opinione che i nostri investimenti contengano enormi margini di sicurezza intrinseci. Ai prezzi correnti, il fondo dovrebbe generare un rendimento annuale del 20% per sempre, dato che ha un P/E normalizzato pari a 5. Questo è stato calcolato basandosi su stime dei profitti che riteniamo siano alquanto caute, prendendo come riferimento per esempio dei prezzi delle materie prime ben al disotto di quanto generalmente ritengono gli analisti. Ma supponendo anche che ci siamo sbagliati completamente e che si entri in una terribile fase di depressione economica; supponendo poi che questa depressione conduca le nostre società a generare utili in media pari a zero per il prossimo anno... Si tratterebbe di un fatto senza precedenti: molte delle nostre società infatti, come già spiegato, hanno sofferto una forte contrazione dei profitti, e la peggiore caduta media degli utili in anni passati di recessione, era stata del 45%. Per essere ancor più cauti, immaginiamo che non rendano affatto profitti fino al 2010: ossia due anni consecutivi a profitti zero... Prima o poi nel 2011 l'economia si recupererà a livelli normali. Se anche ciò accadesse, il vero P/E del fondo sarebbe pari a 7 e non a 5. Un P/E permanente pari a 7 significa che ai prezzi attuali le nostre società renderebbero un 15% l'anno per sempre (ricordiamo che si tratta di uno scenario volutamente catastrofico). Onestamente riteniamo che si tratta di un'opportunità per tutta la vita. Il valore ed il margine di errore intrinseci al nostro portafoglio sono difficili da credere, ed è per questo che vi diamo alcuni esempi specifici, e ve ne offriremo altri ancora in occasione delle prossime presentazioni che manteniamo in sebo per gli investitori.

Il motto di Warren Buffet è sempre stato "lo ho paura quando gli altri sono avidi ma divento avido quando gli altri hanno paura". A noi sembra che sia arrivato il momento di diventare "avidì." Il NAV dei nostri fondi è in grado di scendere più in basso? Sicuramente. Una volta che l'andamento dei prezzi di scolla dai fondamentali, può succedere di tutto, come insegna la bolla di Internet. Ma la realtà sempre si riafferma, come scopersero piuttosto fretta molti investitori in Internet. Allora si diceva che "l'unico rischio è quello di non investire". Ebbene, noi diciamo che quella frase si applica perfettamente alle attuali circostanze.

Quando abbiamo costituito in nostro primo fondo nel 2001, abbiamo deciso di denominarlo Long-Term Investment Fund. In quel periodo era ancora presente nel ricordo della gente il crack spettacolare di Long Term Capital Management, e la maggior parte delle persone reagiva sorprendendosi per il nome, chiedendoci perché avevamo voluto essere associati mentalmente con tale fiasco. Non lo volevamo naturalmente. È difficile trovare uno stile di investimento che sia così differente come il nostro. Ma il nome, e i commenti che invariabilmente suscitava, ci hanno offerto l'opportunità di evidenziare la natura a lungo termine della nostra strategia di investimento. Già a partire dal primo anno, il nostro NAV si è fortemente incrementato anno dopo anno. È facile essere un investitore a lungo termine quando le cose vanno bene. Ci vuole invece coraggio e convinzione quando i risultati a breve termine sembrano pessimi. Tuttavia, è qui quando si guadagnano i veri soldi. Noi stiamo creando valore. Le nostre società stanno generando enormi profitti, e continueranno a farlo negli anni a venire malgrado i logici alti e bassi. Il fatto che molti fondi hedge siano stati obbligati a vendere le loro azioni, spingendone i prezzi al ribasso, è totalmente irrilevante per chi è interessato a conservare le azioni a lungo termine. È comunque una buona notizia per chi è interessato nell'aumento dei futuri profitti. Ricordatevi di Mr. Private e di Mr. Public... e di Mr. Retail.

Il nostro portafoglio è poco costoso ed è ben diversificato. L'unico scenario che si potrebbe rivelare negativo per il lungo termine sarebbe un catastrofico tracollo permanente dell'economia mondiale. Lasciamo agli investitori il compito di decidere quante probabilità vi siano che questo succeda, come pure decidere in che modo intendono loro stessi proteggersi nei confronti di tale possibilità. Noi continueremo a lavorare per raffinare le nostre competenze e trovare nuove idee, ossessionandoci per questi profitti a lungo termine, lasciando che i prezzi delle azioni se la cavino da soli.

Poche parole sui nostri fondi coperti

Sia il fondo Alpha che il fondo Stability hanno sofferto bruschi ribassi. Non è una sorpresa: si tratta fondi coperti contro le cadute generali dei mercati, di modo che qualunque cosa facciano i mercati, non incide sul loro portafoglio. La ragione per cui hanno sofferto tali ribassi è che il nostro portafoglio si è comportato peggio del mercato. Per le ragioni già spiegate sopra, riteniamo comunque che questa situazione cambierà nel giro di pochi trimestri: il nostro portafoglio attualmente vale molto di più di quanto valga il mercato nel suo complesso. Ricordatevi che l'indice S&P 500 sta

ancora venendo negoziato ad un P/E superiore a 20.

Novità SIA

Come già anticipato nel nostro precedente Bollettino Informativo, Ed Yau e Jordi Costa si trovano già a Singapore, dove stanno iniziando i nostri programmi di ricerca sul terreno.

Alcuni investitori naturalmente si sono interessati per la nostra solidità finanziaria. Fin dall'inizio dell'anno, abbiamo registrato rimborsi netti per un ammontare del 17% dei nostri fondi. Ai livelli attuali di attività in gestione, o anche a livelli ancor più bassi, noi possiamo continuare a lavorare in una situazione finanziariamente sana per molti anni, dato che il nostro gruppo è assai ben capitalizzato. Non abbiamo dubbi che la nostra attuale situazione economica cambierà, e che il valore delle nostre azioni verrà finalmente riconosciuto.

Un'ultima considerazione: la brusca caduta del nostro NAV a settembre non è stata provocata dalle vendite. Come già sottolineato, i rimborsi netti totali sono stati del 17% per tutto l'anno, ed il nostro portafoglio è altamente liquido. L'importo di quanto abbiamo dovuto vendere è assai ridotto se comparato al tipico volume di negoziazioni delle azioni che possediamo.

Come già anticipato stiamo organizzando un certo numero di presentazioni per le prossime settimane, per cercare di spiegare più dettagliatamente tutte le opportunità che questa situazione sta offrendo. A tale effetto esortiamo tutti i nostri investitori a prendere contatto con noi per ulteriori informazioni.

Grafici delle classi in USD

Tabella 2: Valore del patrimonio netto - Patrimonio netto in gestione in USD

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	335.13	-44.51%	-47.20%	274.66%	1,060.24
LTIF Alpha [USD]	191.03	-27.55%	-29.74%	46.55%	214.68
LTIF Global Energy Value [USD]	174.65	-26.13%	-20.55%	31.58%	49.03
Global Mining Value Fund [USD]	99.14	-39.75%	-35.76%	-26.01%	71.55
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3,726.69	-23.84%	-25.62%		

Grafico 7
LTIF – Classic USD

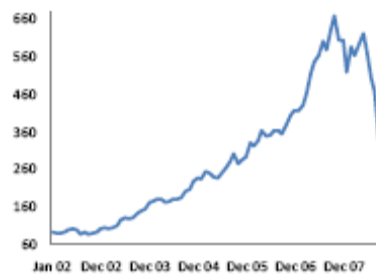


Grafico 8
LTIF – Alpha USD



Grafico 9
LTIF – Global Energy Value USD



Grafico 10
Global Mining Value Fund USD



Grafici delle classi in CHF

Tabella 3: Valore del patrimonio netto - Patrimonio netto in gestione in CHF

September 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	375.77	-45.04%	-49.32%	153.81%	1,188.79
LTIF Alpha [CHF]	214.19	-28.25%	-32.57%	38.29%	240.71
LTIF Global Energy Value [CHF]	195.83	-26.84%	-23.75%	26.73%	54.97
Global Mining Value Fund [CHF]	111.16	-40.33%	-38.34%	-33.13%	80.22
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4,178.71	-24.57%	-28.60%		

Grafico 11
LTIF – Classic CHF



Grafico 12
LTIF – Alpha CHF



Grafico 13
LTIF – Global Energy Value CHF



Grafico 14
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 simili 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.

LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956
Telekurs: CH2432569
Bloomberg: Fondo LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077
Telekurs: CH3101820
Bloomberg: Fondo LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772
Telekurs: CH3101817
Bloomberg: Fondo LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR

ISIN: LU0244072178
Telekurs: CH2432573
Bloomberg: Fondo LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

ISIN: LU0301247150
Telekurs: CH3101828
Bloomberg: Fondo LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

ISIN: LU0301246855
Telekurs: CH3101824
Bloomberg: Fondo LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN: LU0244072335
Telekurs: CH2432575
Bloomberg: Fondo LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: CH3101839
Bloomberg: Fondo LTIFGEU LX

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: GMVFCHF LX

Amministratore:

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

Gestore Investimento:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Svizzera

Banca Depositaria:

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

Sede Legale:

1, Boulevard Royal
L-2449 Lussemburgo
Lussemburgo

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 S.A.
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginevra 73
Svizzera

Gestore Investimento:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Svizzera

Banca Depositaria:

Pictet & Cie
Route des Acacias 60
CH-1211 Ginevra 73
Svizzera