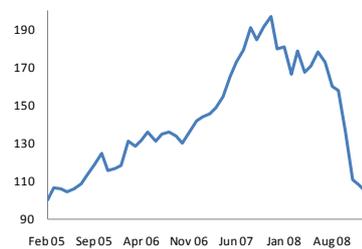


## Long Term Investment Fund

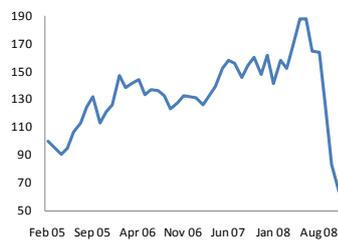
**Figura 1**  
LTIF – Classic EUR



**Figura 2**  
LTIF – Alpha EUR



**Figura 3**  
LTIF – Global Energy Value EUR



**Figura 4**  
LTIF – Stability CHF



**Figura 5**  
Global Mining Value Fund EUR



*“Muéstrese temeroso cuando los demás se muestren codiciosos y sea codicioso cuando los demás se muestren temerosos.”*

Warren Buffett

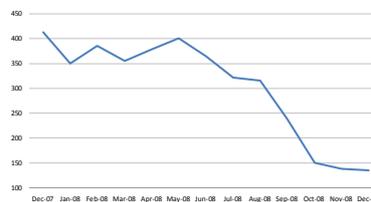
Tal y como se refleja en la tabla 1 y en las figuras 1 a 5, 2008 ha sido un año muy malo para nuestros fondos en lo referente al precio de mercado de las acciones en las que hemos invertido.

**Tabla 1:** Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en EUR

Diciembre 2008	VL	Δ Período en curso	Δ 12 meses	Δ Desde la creación	Activos gestionados (en mill.)
December 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	134.86	-67.35%	-67.35%	34.86%	396.29
LTIF Alpha [EUR]	104.24	-42.20%	-42.20%	4.24%	69.80
LTIF Global Energy Value [EUR]	55.84	-65.47%	-65.47%	-44.16%	12.92
LTIF Stability Series [CHF]	167.20	-27.15%	-27.15%	8.03%	53.10
Global Mining Value Fund [EUR]	28.00	-75.12%	-75.12%	-72.00%	18.03
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2'100.43	-37.25%	-37.25%		

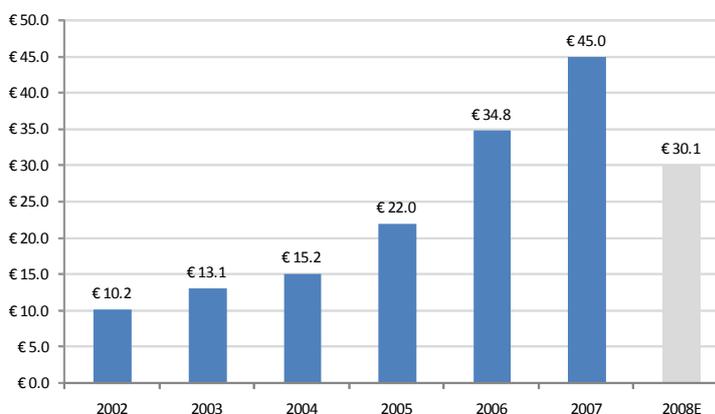
Concretamente, como refleja la figura 6, en los seis últimos meses asistimos al gran desplome de los precios de las acciones.

**Figura 6**  
Evolución del LTIF Classic en el periodo en curso



No obstante, siempre nos hemos referido a las subidas y caídas de nuestras acciones como la “rentabilidad superficial” de los fondos. Lo que consideramos la “rentabilidad real”, es decir, la que se obtiene a partir del valor intrínseco a largo plazo de la inversión, se valora mejor partiendo de los beneficios por acción pasados y futuros del fondo, es decir, el dinero que realmente han ganado las empresas en las que hemos invertido. En la figura 7 se muestran los beneficios por acción del fondo Classic desde su creación, incluida nuestra estimación (aún no se han cerrado los libros) correspondiente al ejercicio 2008.

**Figura 7**  
Beneficios por acción del fondo



Como podemos observar, el Fondo incrementó sus beneficios en un 30% anualizado en sus 6 primeros años. Dichos beneficios por acción fueron en 2008 un 33% inferiores a los del 2007. No obstante, lo principal es que el Fondo obtuvo ganancias en 2008 y no registró ninguna pérdida. Las personas que invirtieron en el Fondo (o que ya eran titulares del mismo) el 1 de enero de 2008, cuando cotizaba por encima de 400 € por acción, han obtenido una rentabilidad anual del 7,5% sobre su inversión, a pesar de tratarse de un año bastante difícil para la economía mundial. Es fundamental que los inversores a largo plazo que deseen ganar dinero en el mercado de valores definan “ganar dinero” de forma correcta. Si piensan como la mayoría de las personas (es decir, “el valor de mis acciones ha subido, estoy ganando dinero; el valor de mis acciones ha bajado, estoy perdiendo dinero”), llegarán a la rentabilidad a largo plazo propia del inversor típico: extremadamente baja o negativa. Este modo de pensar conduce casi inevitablemente a comprar cuando el mercado está alto (todo el mundo parece estar “ganando dinero” con las acciones), para vender posteriormente cuando se produce una caída brusca del mercado, como sucede cada cierto tiempo. Se trata simplemente de la acumulación de beneficios de un negocio rentable que genera riqueza con el tiempo.

Evidentemente, la estrategia de “negociación” resulta, sobre el papel, muy atractiva: compre acciones cuando vaya a subir su valor, venda antes de que su valor caiga y no se preocupe demasiado por lo que suceda en medio de ese proceso. Pero esto raramente funciona: muy pocas personas pueden *anticiparse* a las subidas y caídas del mercado. Por lo tanto, los verdaderos inversores tienen tres opciones: encontrar una de esas persona que “saben” cual será el comportamiento del mercado y confiar su inversión a estas personas (mientras mantienen los dedos cruzados); abstenerse de invertir en acciones y renunciar a una de las mejores inversiones disponibles a largo plazo; o invertir en empresas sólidas, adquiridas a precios bajos y, sencillamente, hacer caso omiso del comportamiento del mercado. Obviamente, nuestro enfoque es este último.

No obstante, los beneficios pasados son sólo beneficios pasados, el futuro es lo que debe importar a los inversores. ¿Qué podemos esperar de nuestras empresas? Hace un año, aún esperábamos que los beneficios por acción del fondo Classic alcanzaran casi 60 € en 2009. Y es así porque pensábamos que, a 400 € por acción, el Fondo no era caro. Dada la grave crisis financiera de los últimos meses, que está afectando a la economía real, nos hemos visto obligados a ajustar nuestras expectativas. Hemos revisado, empresa por empresa, nuestras expectativas para 2009, y hemos realizado hipótesis muy conservadoras. De acuerdo con estas hipótesis, nuestros beneficios por acción deberían situarse en torno a 30 € este año, una cifra superior a lo que prevén la mayoría de los analistas (o, incluso, las propias empresas).

Si se consiguen estos beneficios, la rentabilidad de una inversión en el fondo Classic se situaría en torno al 20% a los precios actuales en 2009, que, en opinión de todo el mundo, va a ser un año muy negativo, es decir, no representativo de años futuros. Consideramos que se trata de una oportunidad asombrosa digna de la cita de Warren Buffett mencionada al inicio de este boletín informativo.

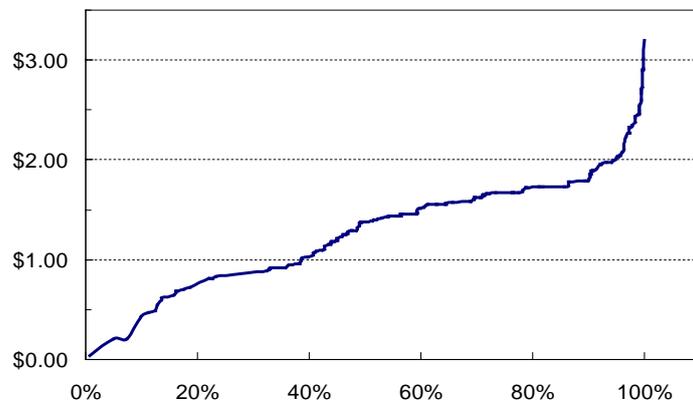
¿Cómo se puede poner a disposición de los inversores esta rentabilidad en un fondo líquido, transparente y no apalancado como el nuestro? La razón es sencilla: los mercados se han ajustado a la crisis vendiendo algunas acciones muy por debajo de su valor real en cualquier escenario imaginable carente de final total respecto a la economía mundial tal y como la conocemos. Analicemos algunos ejemplos, de los cuales ya hemos hablado en boletines informativos anteriores.

- **Quadra Mining.** En nuestro boletín informativo de diciembre de 2007, explicamos los motivos por los que pensábamos que, a largo plazo, el cobre no podría venderse por mucho menos de 3 \$ por libra, dados los costes resultantes de construir minas y extraer el mineral. Si los precios caen por debajo de ese nivel, sencillamente, abrir nuevas minas no resultará rentable y las empresas dejarán de hacerlo. Este precio de 3\$, incluye, por tanto, la recuperación de las grandes aportaciones de capital necesarias para construir minas. A corto plazo, digamos, unos meses, podría no ser necesario abrir nuevas minas, especialmente si se debilita la demanda. En este caso, las empresas con minas productoras podrían estar interesadas en vender por debajo de 3 \$ la libra, mientras cubran lo que se conoce como sus “costes de caja”, es decir, el dinero que deben pagar, en efectivo, para extraer y procesar el mineral. Ninguna empresa venderá el mineral por debajo de sus “costes de caja” durante más de unas semanas, o unos meses, como mucho, ya que de continuar con esa práctica quebraría. Si el precio actual está por debajo de los costes de caja de una mina concreta, resulta mucho más barato cerrar la mina para “realizar labores de mantenimiento” hasta que los precios se recuperen. Los costes de mantenimiento son muy pocos y la empresa puede esperar a que vengan tiempos

mejores. ¿Cuánto tiempo pasará antes de que nos encontremos ante tiempos mejores?

En la figura 8 se muestra una estimación de los costes de caja de los productores de cobre de todo el mundo. Se ve que un pequeño porcentaje de la demanda mundial puede producirse a bajo precio, principalmente porque las minas extraen subproductos como el oro, la plata o el molibdeno, cuyo valor compensan con sus costes del cobre. No obstante, la mayor parte del sector tiene costes muy por encima de 1 \$ la libra, alcanzando rápidamente 2 \$, para llegar después, a medida que llegamos a las minas más marginales, a casi 4 \$ por libra. La demanda total gira en torno a 18 millones de toneladas al año. Por lo tanto, si la demanda alcanza 10 millones de toneladas al año, podrá ser satisfecha por minas con costes inferiores a 1,5 \$/libra (el precio actual). Cualquier mina cuyos costes sean superiores (es decir, el 40% del sector) tendrá que cerrar si el precio no se incrementa por encima de ese nivel. Una demanda aproximada de 18 millones de toneladas (como el año pasado), siguiendo un criterio de caja, incrementaría los precios hasta alcanzar la cifra de 2 \$. A medida que las minas se van agotando, deben superar ese nivel simplemente para satisfacer la demanda estática.

**Figura 8**  
Curva de costes del cobre



Fuente: BMO Capital Markets y Brook Hunt.

En el último trimestre de 2008, se produjo una caída de la demanda sin precedentes, debido a dos factores: una reducción de la producción industrial, que impulsa la demanda de cobre; y un proceso de reducción de los niveles de existencias. Al tener que hacer frente a dificultades crediticias y a un entorno deflacionario, prácticamente todos los usuarios de cobre físico (comerciantes, importadores, exportadores, usuarios industriales) han intentado deshacerse de él interrumpiendo las adquisiciones y agotando las existencias. Como era de esperar, esto ha recortado los precios por debajo de 1,5 \$ la libra. Sin embargo, a ese precio, no tiene sentido abrir nuevas minas desde un punto de vista económico e,

incluso, muchas de las minas que en la actualidad están operativas pierden dinero, como acabamos de explicar.

La respuesta de la oferta no se ha hecho esperar: prácticamente todas las grandes empresas han anunciado aplazamientos de nuevos proyectos mineros y se ha cerrado el equivalente al 11 % de la capacidad de extracción mundial actual. Si tenemos en cuenta que alrededor de un 6% de la producción anual desaparece cada año por el agotamiento de las minas (excepcionalmente, se prevé un 8% para 2009), observamos que la producción de 2009 será mucho más baja que en 2008. Si la demanda del cobre deja de caer y a partir de ese momento, como es de esperar, los precios se dispararán. Recuerde que no es preciso que la demanda crezca para que los precios suban: basta con que caiga menos que la oferta. La oferta caerá un 8% en 2009 debido al agotamiento de las minas y a los posibles cierres de algunas de ellas. Nunca en toda la historia ha caído la demanda más de un 5%, y esto sólo ocurrió por un breve espacio de tiempo.

¿Cómo se aplica todo esto a nuestra inversión en Quadra Mining? Podemos especular acerca de cuál va a ser el precio del cobre en 2009, pero creemos que sería un ejercicio inútil. En primer lugar, nadie lo sabe; en segundo lugar, se trata de una consideración a corto plazo cuando consideramos una inversión duradera. Vamos a ver si podemos analizarlo sin dar rodeos que requieran hipótesis heroicas.

Quadra posee y explota dos minas en Estados Unidos con una capacidad anual de producción de 1,8 millones de toneladas. Su coste de caja oscila entre 1 \$ y 1,5 \$ (más próximo a 1 \$ que a 1,5 \$). Además, ha declarado una tesorería neta de 150 millones de dólares en el balance. Construir esas minas en la actualidad costaría como mínimo 1.000 millones de dólares y se tardaría entre cinco y diez años. Por lo tanto, si pensamos que el mundo va a seguir utilizando cobre en el futuro y, dado el agotamiento de las minas (así como, eventualmente, el crecimiento de la demanda), la oferta actual no será suficiente, resulta evidente que alguien tendrá que abrir minas como las que tiene Quadra. Además, el precio del metal tendrá que cubrir los costes, ya que, de lo contrario, no se construirán estas minas. En ese caso, el cobre será escaso y su precio aumentará, como sucedió en los últimos años.

Afirmar que el valor de Quadra es, como mínimo, de 1.000 millones de dólares resulta, por lo tanto, una valoración razonable: cualquiera que quisiera abrir minas, estaría más interesado en adquirir Quadra, cuyas minas están en funcionamiento y no dependen de un proceso de concesión de permisos más complicado, que comenzar con nuevas minas al mismo precio.

El valor total de mercado de Quadra es, en la actualidad, de 150 \$ aproximadamente, que equivale más o menos al dinero que tiene en el banco. Si la economía mundial no desaparece

y seguimos utilizando la electricidad, Quadra cotizará aproximadamente de 7 a 10 veces su precio actual en tan sólo unos años. El riesgo es bajo: hay efectivo en el banco, un flujo de caja positivo y recursos situados en Estados Unidos, mientras que la mayoría de las minas nuevas se encuentra en el Congo, Zambia o Ecuador (además de un posible desarrollo de gran envergadura en Mongolia). Una empresa china, China Mining Resources Group, ha comprado acciones de Quadra y ha anunciado su intención de seguir comprándolas hasta un precio de 5,28 \$, lo que supone alrededor de un 50% por encima de los precios actuales.

- **Biesse** es un productor italiano de máquinas sofisticadas para tratar la madera y convertirla en mobiliario. Estas máquinas automatizan la mayoría de las fases de la producción y son adquiridas por fabricantes de muebles que buscan obtener costes más bajos, como IKEA. La sociedad obtuvo unos beneficios por acción de 1,5 € en 2007. Los resultados de 2008 no serán tan buenos, ya que los clientes comenzaron a aplazar pedidos en el cuarto trimestre debido al debilitamiento del sector de la construcción en muchos países y a la incertidumbre económica mundial. Obviamente, la sociedad no sabe cuánto dinero ganará en 2009. Su mayor problema es que a muchos de sus clientes les será difícil encontrar financiación para el elevado coste de las máquinas de la sociedad. Normalmente, obtienen arrendamientos financieros de los bancos, pero, como todo el mundo sabe, la obtención de este tipo de financiación es bastante difícil en estos momentos. Biesse no tiene problemas financieros y disfruta de una sólida posición de tesorería neta.

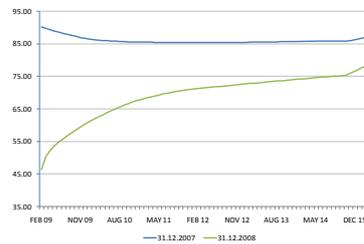
¿Cómo podemos calcular su valor? De nuevo, podríamos obsesionarnos con los beneficios de este año, que, sinceramente, no se sabe qué ocurrirá con ellos, o podemos asumir un enfoque a largo plazo. Si Biesse obtuvo unos beneficios por acción de 1,5 € en 2007, no hay razón alguna para pensar que no pudiera obtener, digamos, un beneficio de 1 € por acción en un plazo de dos o tres años, una vez que la economía mundial se estabilice. Después de todo, la gente seguirá comprando sillas y los fabricantes de sillas seguirán intentando reducir sus costes a través de la automatización. No es difícil imaginar que, en una economía mundial en fase de recuperación, las acciones de Biesse tendrían un ratio precio/beneficio de 10 (históricamente, ha sido mucho más alto). Esto supondría un precio por acción de 10 € en un plazo de dos o tres años. Últimamente, sus acciones cotizaban a 3 €. El hecho de que su valor se triplique en un plazo de dos o tres años significaría que nos encontramos ante una excelente inversión.

- **Construcciones y Auxiliar del Ferrocarril (CAF)** es una sociedad española que fabrica trenes ligeros, como los metros, y componentes de unidades más pesadas, como los trenes de alta velocidad. Tiene fábricas en España, Brasil y Estados Unidos. Tiene un pedido en firme que cubre el valor de la

producción de varios años, una actividad creciente de mantenimiento e, incluso, concesiones comerciales. El ratio precio/beneficio se sitúa en torno al 8, pero la sociedad tiene una tesorería neto equivalente a casi el 40% de su capitalización bursátil. Es evidente que el mundo se está urbanizando y decantándose por el transporte público (fue el único sector de la economía estadounidense que registró un crecimiento superior al 20% el año pasado, por ejemplo). A los precios actuales, parece muy razonable pensar en una rentabilidad a largo plazo superior al 25%.

- **Orient Overseas International** es una compañía naviera de Hong-Kong con una división inmobiliaria que posee bienes en Nueva York y Shangai. Llevamos años invirtiendo en la compañía y nos hemos beneficiado de la enorme volatilidad de sus acciones, vendiéndolas cuando su precio estaba demasiado alto y comprándolas cuando su precio volvía a caer. Hemos visitado a su equipo directivo en Hong Kong en dos ocasiones y nos ha impresionado mucho su calidad. En un sector en el que la cuota de mercado y la “capacidad de llenado” parecen ser los únicos objetivos, la dirección de Orient está muy orientada a los beneficios. En la última recesión, no perdieron dinero, mientras que muchas empresas de la competencia quebraron. La rentabilidad media de sus recursos propios ha sido durante mucho tiempo del 15%. En la actualidad, construir un buque portacontenedores cuesta 15.000 \$ por TEU (unidad de medición equivalente a veinte pies, la unidad básica del sector de los contenedores). Si el buque se vende ahora de segunda mano, cuesta 9.000 \$ (nadie los quiere, porque el sector ahora atraviesa momentos difíciles). Si calculamos el valor de la compañía, al precio actual de las acciones estaríamos pagando la mitad de ese precio por buque. Por otra parte, si consideramos que vamos a seguir necesitando buques portacontenedores en el futuro, parece que estamos ante una excelente inversión.
- También podemos hablar de **Canadian Natural Resources (CNQ)**, una de nuestras inversiones más antiguas del Fondo. Es evidente que los precios del petróleo se han colapsado en los últimos meses. Pero resulta menos evidente que esto únicamente se aplique a los precios al contado: como se muestra en la figura 9, el precio del petróleo a largo plazo, que es lo que importa a la hora de valorar una compañía con más de 40 años de reservas, no varió mucho en 2008.

**Figura 9**  
Evolución de las estructuras de plazos de los precios futuros del petróleo



- De nuevo, podemos valorar la compañía obsesionándonos con los informes semanales de inventario en Estados Unidos o podemos analizarla desde una perspectiva a largo plazo. Incluso Arabia Saudita acaba de reconocer que no puede justificar inversiones en nuevos yacimientos petrolíferos con precios del petróleo inferiores a 75 \$. Muchas otras áreas exigen precios incluso mayores. El agotamiento se está produciendo a un ritmo anual del 6%, lo que significa que si la demanda no cae anualmente en ese porcentaje (en 2008, la demanda se mantuvo uniforme, en 2009 podría caer un 1% en el peor de los casos), serán necesarios nuevos yacimientos. Por lo tanto, los precios no pueden permanecer por debajo de 75 \$ durante mucho tiempo. No obstante, a esos precios, los precios de las acciones de CNQ constituyen una inversión excelente y con una duración de 40 años. No hemos encontrado ningún analista que piense que el petróleo vaya a cotizar por debajo de ese nivel, digamos, en cinco años, mientras que existen muchas razones para creer una vez que la demanda se estabilice (no estamos hablando de crecimiento), los precios volverán a ser mucho más altos.

Y así sucesivamente. Contamos con un enorme conjunto de datos y gráficos que muestran la situación de la oferta y la demanda de la mayoría de las empresas que cubrimos y que ofrecen un análisis detallado de cada una de ellas. Nos encantaría compartirlos con cada uno de nuestros inversores, pero no queremos convertir este boletín informativo en un "volcado de datos" imposible de leer. La idea queda clara: la mayoría de las acciones que hemos comprado están drásticamente infravaloradas sobre la base del largo plazo y partiendo de hipótesis razonables. ¿Qué quiere decir esto?

Como ya hemos mencionado, nuestras acciones mantuvieron más o menos su valor hasta la mitad del ejercicio. Después, comenzaron a caer rápidamente, desplomándose en octubre (el fondo Classic registró una caída de -36,9% en ese mes). No es ningún secreto que el colapso de Lehman Brothers fue un duro golpe para muchos mercados. El transporte de materias primas, por ejemplo, se lleva a cabo financiando la operación con cartas de crédito. Estas, simplemente, desaparecieron en octubre y, con ellas, prácticamente toda la actividad relacionada con el transporte a granel. Se trata tan sólo de un ejemplo. Biese no recibió ni un sólo pedido de máquinas en las dos primeras semanas de octubre,

algo que no había sucedido nunca antes, ni siquiera en las peores recesiones de épocas pasadas.

Esta situación provocó un fuerte pánico vendedor en los mercados que, como de costumbre, se alimentó de sí mismo: en última instancia, la gente vende porque el precio de las acciones cae y el precio de las acciones cae porque la gente vende. Esta situación no difiere mucho de lo que sucedió con las acciones del Nasdaq en 1998-2000, sólo que en sentido contrario. La gente no compra (ni vende) pensando en los beneficios futuros, sino simplemente en impulsos. Muchos fondos se han visto abrumados por solicitudes de reembolso y han tenido que liquidar cualquier activo líquido que tuvieran, que, en la mayoría de los casos, eran acciones. Es importante comprender que, en ocasiones, el mercado no se mueve siguiendo los datos fundamentales, sino la euforia (o el pánico). Reconocer este hecho y colocarse en el otro lado de la negociación constituye la base de los beneficios a largo plazo para los inversores, como indica la cita de Warren Buffett incluida al principio de este boletín informativo.

Esto guarda relación con un aspecto fundamental que con frecuencia hemos destacado en los boletines informativos: la volatilidad y el riesgo no son la misma cosa. Nuestras acciones han reflejado una enorme volatilidad el año pasado. Por difícil que sea de creer, no hay prácticamente ni un solo día de cotización en que una o más de nuestras acciones no hayan subido o bajado más de un 10%, y en algunos periodos, más de un 20%. Pero esto no significa que sean arriesgadas. Si volvemos a los ejemplos anteriores: poseer, en un país políticamente seguro, minas de cobre que tienen costes de caja por debajo de precios muy bajos, además de la posibilidad del cierre temporal de las minas, no parece una propuesta especialmente arriesgada, sobre todo si la compañía posee también efectivo para hacer frente a esta situación durante un largo periodo de tiempo. Esto es del mismo modo aplicable a la compra de buques a menos de la mitad de su precio. Es una cuestión de perspectiva a largo plazo.

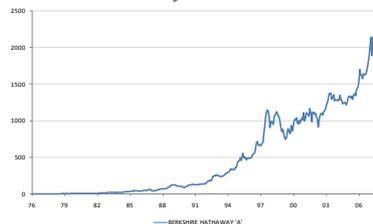
### **Estar largo y estar equivocado**

Hace unos meses, uno de nuestros inversores nos formuló una pregunta comprometida: ¿cual es la diferencia entre estar largo y estar equivocado? La respuesta es decisiva y creemos que la diferencia reside en los beneficios subyacentes de las inversiones. En 1999, comprar compañías tecnológicas con ratios precio/beneficio en torno a la centena (si tenían beneficios) era una decisión equivocada, ya que 8 años más tarde, las que se mantuvieron, cotizaban, en términos medios, aproximadamente a un 70% menos. Comprar muchos bancos en 2007 era una decisión equivocada: destruyeron sus fondos propios, y los inversores han visto reducida su inversión permanentemente a causa de las nuevas emisiones de acciones.

Pero tomemos otros ejemplos en los que la tenencia de acciones con "pérdidas" constituye la opción acertada. Como se muestra en la figura 10, las acciones de Berkshire Hathaway han superado

enormemente los mercados, multiplicando su valor en más de 2.000 veces en unas pocas décadas (¡en 2.000 veces, no en el 2.000%!). Sin embargo, registraron caídas muy acusadas: su precio ha caído un 50% en varias ocasiones, la última entre mediados de septiembre y mediados de noviembre del año pasado (¡esta situación es incluso peor que la de nuestro fondo Classic!). Pero esto no significa que hayan perdido su valor. Warren Buffett, a quien le gusta afirmar que “el precio es lo que pagas y el valor es lo que obtienes,” no consideró que fuese más pobre durante estos episodios. Siguió analizando los beneficios de la sociedad, no el precio de sus acciones. Si esos beneficios aumentan, también lo hará el precio de las acciones. La tenencia de acciones de Berkshire (o la adquisición de las mismas) durante estas caídas suponía estar largo, no estar equivocado.

**Figura 10**  
Berkshire Hathaway “A”



### ¿Qué hemos aprendido a lo largo de este difícil año?

En nuestro boletín informativo de marzo, mencionamos un par de malas inversiones que habíamos realizado y lo que habíamos aprendido de estos errores. Han pasado a adquirir mayor importancia tras la crisis de este año. Lo que hemos aprendido es que las sociedades no pueden estar apalancadas si no están absolutamente seguras de sus beneficios (¿y quién lo está?); y que los sectores cíclicos cuya oferta no disminuye automáticamente son muy peligrosos, porque si existe un exceso de capacidad, puede llevar bastante tiempo que la demanda absorba dicho exceso, especialmente si la demanda es débil. Vimos cómo se producía esto en el caso de las refinerías y probablemente éste sea el caso de la industria petroquímica. Los sectores cíclicos como la minería o la industria petrolífera son mejores en el sentido de que, como ya hemos visto, la oferta desaparece automáticamente en caso de agotamiento, lo que sitúa a los precios en un nivel inferior, de manera relativamente rápida: no pueden ser estructuralmente poco rentables como lo ha sido la industria papelera durante años.

Pero hemos aprendido otra lección importante, que guarda relación con la definición práctica de valor. Normalmente, los inversores en valor buscan sociedades con ratios precio/beneficio bajos, en las que la rentabilidad de la inversión no reside en un futuro lejano. En general, se trata de una estrategia que compensa porque el futuro está lleno de sorpresas (desagradables). El principal peligro para un inversor en valor es caer en las “trampas

del valor”: una sociedad con un ratio precio/beneficio de 5 es, por supuesto, una buena inversión... siempre que los beneficios no disminuyan. Cuando el mercado asigna un ratio precio/beneficio bajo a una sociedad, suele ser por una buena razón. Es importante no caer en esas trampas, al menos, no con frecuencia. Creemos que con el paso de los años hemos acertado evitando esas trampas. Cometimos errores pero, en general, la evolución de nuestros beneficios por acción refleja que, en términos globales, hemos acertado más veces de las que nos hemos equivocado.

Sin embargo, hay un problema en este enfoque: como inevitablemente existen pocas gangas de verdad, los inversores en valor acaban viéndose atrapados en un reducido número de sectores. Esto no es tan malo. Después de todo, la buena rentabilidad exige concentración. Sin embargo, es verdad que añade una gran dosis de volatilidad que nadie desea. La forma de evitarlo consiste en reconocer sistemáticamente que el crecimiento es simplemente otro componente del valor: una sociedad con un ratio precio/beneficio de 12 puede tener más valor que otra con un ratio precio/beneficio de 6 si la primera registra una buena rentabilidad que puede conservar durante años, mientras que la posición de la última se va reduciendo lentamente.

Obtener ratios precio/beneficio (un tanto) más altos es arriesgado. La sociedad necesita una buena rentabilidad sostenida durante muchos años para que la inversión compense, lo que resulta complicado. Por cada Microsoft o Coca-Cola, existen, literalmente, cientos de sociedades cuya rentabilidad ha disminuido debido a la competencia. Como hemos dicho anteriormente, confiar nuestra fortuna a un futuro lejano resulta muy peligroso, y esto es lo que uno hace cuando compra acciones con ratios precio/beneficio altos. No obstante, si se puede alcanzar un compromiso razonable, épocas como ésta generan grandes oportunidades. En este sentido, estamos invirtiendo en la actualidad en algunas sociedades que pertenecen a sectores muy diferentes a los de las que poseemos y que esperamos que, a largo plazo, nos ofrezcan la misma rentabilidad.

En cualquier caso, creemos que la situación actual representa una extraordinaria oportunidad para invertir. Aunque no tenemos ni idea de cuál será el precio de nuestras acciones dentro de unos meses, si los beneficios subyacentes se aproximan a nuestras previsiones, las rentabilidades serán excelentes a largo plazo.

### Algunos comentarios sobre nuestros fondos

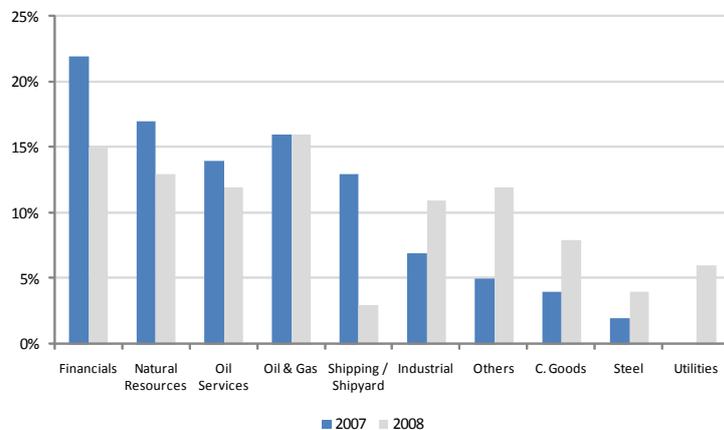
El desarrollo más importante en nuestra cartera **Classic** es, como ya hemos mencionado, que estamos introduciendo con prudencia algunas acciones con ratios precio/beneficio más altos que nuestra media, pero con las que esperamos conseguir extraordinarios beneficios en el futuro. Un ejemplo de esto es Sonova, un fabricante suizo de prótesis auditivas, cuya marca más conocida es Phonak. La compañía es líder mundial y, gracias a su tecnología única, cada año está registrando un incremento de su cuota de mercado. En la actualidad, tiene un 20% de la cuota de

mercado mundial. Su rentabilidad es destacable, registrándose una rentabilidad de los recursos propios por encima del 30% a la registrada en los últimos años.

Las acciones de la sociedad han caído más de un 50% en 2008, porque los mercados temen que, en un entorno en recesión, la gente vaya a aplazar la compra de prótesis auditivas. Aunque esto es, en gran medida, cierto, su impacto será mucho menos intenso de lo que se piensa. En primer lugar, el cliente habitual es una persona de 70 años (¡de verdad!), y la mayoría de las personas de esa edad dependen de pensiones que no se ven muy afectadas por la economía mundial. En segundo lugar, la seguridad social de muchos países cubre la totalidad o una gran parte del coste, lo que, de nuevo, hace que la adquisición no se vea muy afectada por la recesión. En cualquier caso, al precio que compramos las acciones, creemos que la sociedad puede hacer frente a uno o dos años de beneficios menores y seguir representando una buena inversión en el largo plazo: la población envejece y las tasas de penetración del uso de prótesis auditivas todavía son muy bajas, incluso en los países desarrollados.

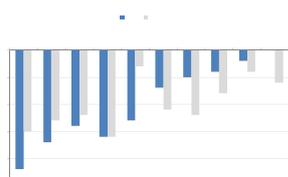
No estamos cambiando nuestro enfoque. Como se muestra en la figura 11, nuestra asignación entre sectores no ha variado mucho. Sin embargo, estamos intentando realizar todas las nuevas inversiones fundamentalmente en sectores que no estén relacionados con las acciones que ya poseemos.

**Figura 11**  
Asignación por sectores

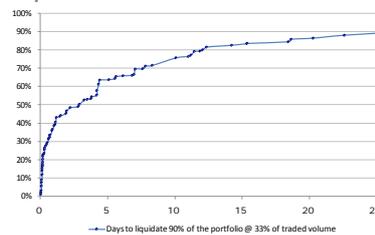


Finanzas	Recursos naturales	Servicios petroleros	Hidrocarburos	Navieras/ Astilleros	Industrial	Otros	Productos de consumo	Acero	Suministro públicos
----------	--------------------	----------------------	---------------	----------------------	------------	-------	----------------------	-------	---------------------

En lo que respecta a las ventas, nos hemos concentrado en las posiciones menos líquidas. Como nos hemos visto obligados a vender algunas acciones, porque hemos tenido alrededor de un 25% de reembolsos, hemos decidido vender aquellas acciones que eran menos líquidas que otras. Justo en este momento, contamos con una cartera extremadamente líquida que se podría vender rápidamente en caso de necesidad, tal y como se muestra en la figura 12.



**Figura 12**  
Liquidez



Días para liquidar el 90% de la cartera – 33% del volumen negociado

Como puede verse, uno de nuestros sectores más importantes es el de los seguros. En el pasado, mencionamos que las acciones del sector de los seguros han caído tanto como las acciones de la banca aunque la realidad económica del sector es completamente diferente. En este momento, el sector seguros es un proveedor de capital, mientras que los bancos lo están absorbiendo. Con ratios precio/beneficio por debajo de 7 para las franquicias de primer orden, y de aproximadamente 5 en el caso de pequeñas reaseguradoras, creemos que el sector ofrece muy buen valor, en su mayor parte no vinculado a la crisis económica actual, y consideramos que seguirá haciendo progresos. Es cierto que las aseguradoras con balances más grandes (como las aseguradoras del sector vida) se ven afectadas por la caída de los precios de las acciones, pero se beneficiarán con su posterior incremento. En cualquier caso, invertimos principalmente en reaseguradoras con carteras de activos extremadamente conservadoras.

Por último, tenemos una posición larga en empresas industriales, desde fabricantes de maquinaria para mobiliario hasta fabricantes de válvulas y productores de cables de cobre. Todas son muy baratas y es probable que se vean afectadas por la crisis económica actual, pero están bien posicionadas para disfrutar de una sólida rentabilidad a largo plazo.

El fondo **Alpha** ha registrado una evolución negativa, a pesar de estar cubierto frente a las caídas del mercado, por la simple razón de que nuestras acciones han caído más que el mercado. Nuestras inversiones se basan en datos fundamentales; no intentamos adivinar qué es lo siguiente que va a hacer el mercado, sino cuáles serán los beneficios de las sociedades. Cuando el mercado global deje de operar en función de datos fundamentales para hacerlo en función del pánico o de impulsos (o venta forzosa), nuestras opciones tenderán a ser malas. Afortunadamente, los datos fundamentales permanecen mientras que los impulsos son sólo pasajeros. En el pasado, con mucha frecuencia, tuvimos un coeficiente alfa del 20%. 2008 supuso lo contrario, pero sin duda esperamos que entre en números positivos en 2009.

El fondo **Stability** es similar al fondo Alpha, aunque intenta ser menos volátil, incluso a costa de una poca rentabilidad. De hecho, ha registrado mejores resultados (menos malos), y sus perspectivas para 2009 son, en nuestra opinión, igualmente positivas.

Los fondos **Energy** y **Mining** han experimentado una fuerte corrección desde junio. Anteriormente, cuando mencionamos Canadian Natural Resources y Quadra, explicamos las razones por las que creemos que estas caídas no están justificadas y por las que creemos que estos Fondos tienen gran valor. Dos aspectos más: las empresas de perforación están vendiendo por debajo del valor de sus contratos ya firmados (con homólogos serios); y una productora de carbón metalúrgico como Grande Cache, de la que somos accionistas mayoritarios, despierta el interés de los productores de acero que quieren asegurarse el suministro de carbón y están dispuestos a pagar cuatro veces el precio actual. Anecdóticamente, cabe destacar que las acciones duplicaron su precio en la primera semana de enero (sí, una subida del 100%), para perder la mayor parte de dicho incremento en los tres días siguientes. Alguien va a tener problemas a la hora de valorar la sociedad. Con mercados tan “irracionales” como éste, no debería ser difícil obtener rentabilidades excelentes, aunque a costa de una gran volatilidad.

### **Novedades relacionadas con SIA**

2008 ha sido un año extremadamente importante para nuestra sociedad: hemos creado lo que consideramos un equipo de investigación internacional que podrá dar servicio a nuestros inversores a lo largo de los años. Los mercados no han ayudado y hemos asistido a una caída brusca del Patrimonio Gestionado. Los reembolsos se han aproximado al 25% de nuestras acciones y, por supuesto, hemos registrado una caída del Valor Liquidativo de los Fondos. Como cobramos una comisión sobre el valor liquidativo, estamos recibiendo mucho menos dinero que en el pasado. De hecho, en la actualidad, simplemente estamos cubriendo los gastos generados por nuestro equipo, que ahora es mayor.

A pesar de esta situación, hemos decidido mantener el equipo, aunque con algunos pequeños ajustes. Se tarda mucho tiempo en consolidar una empresa seria, por lo que creemos que nuestros fondos deberían tener un buen comportamiento con el tiempo. SIA está muy bien capitalizada y podemos mantenernos como hasta ahora durante un largo periodo de tiempo. Hemos abierto una oficina en Singapur e, incluso, esperamos llevar a cabo algunas incorporaciones ventajosas al equipo ahora que muchas gestoras de fondos tienen que deshacerse de personal.

No creemos que nuestra confianza no se ajuste a la realidad: el valor de nuestras empresas está ahí, y los mercados reconocerán este hecho, tal vez rápidamente. En la primera semana de enero, el fondo Classic ha registrado una subida del 15% (y el fondo Mining, del 35%), aunque después se ha corregido. Sabemos que a muchos de nuestros clientes les gusta nuestro enfoque, están cansados de inversiones carentes de liquidez y de transparencia, y sencillamente están esperando la estabilización del mercado para invertir más en nuestros Fondos. En general, tenemos bastante confianza en las perspectivas de nuestra sociedad, que están estrechamente vinculadas a las perspectivas de nuestros fondos.

La inversión en acciones está sujeta a una doble incertidumbre. Sinceramente, no sabemos cuánto dinero ganarán nuestras empresas y, por supuesto, no sabemos cómo entenderá el mercado esos beneficios. Sin embargo, creemos que podemos establecer oportunidades rentables y sabemos que los mercados las reconocerán con el tiempo. Como anticipamos hace un año (recesión en los países occidentales, disminución del crecimiento en los países emergentes), obviamente, el deterioro del entorno macroeconómico terminará por llegar a su fin. Pero no destruirá los beneficios a largo plazo de las sociedades sólidas y supondrá una oportunidad única para comprar dichas sociedades a precios muy bajos. Como nuestros Fondos únicamente cobran comisiones sobre resultados cuando su Valor Liquidativo está por encima de su nivel más alto histórico y nunca las reajustamos, una gratificación añadida es que los inversores de los Fondos no tendrán que pagar comisiones sobre resultados hasta que los Fondos hayan triplicado su dinero (en el fondo Classic). Las bajas comisiones, por supuesto, no constituyen un motivo para invertir, pero pueden considerarse una gratificación adicional en el sentido de que facilitan una recuperación más rápida cuando se produce.

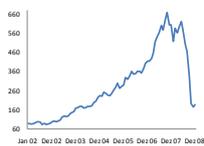
Además, seguimos estando convencidos de que nuestro estilo de inversión es el enfoque correcto: tener en cuenta el largo plazo y hacer caso omiso de la volatilidad, salvo para beneficiarse de ella. Evitar la volatilidad únicamente se puede conseguir realmente invirtiendo en bonos del Estado de bajo rendimiento a corto plazo... o incurriendo en verdaderos problemas cuando se buscan inversiones de baja volatilidad que prometen grandes primas frente a los bonos del Estado. Realmente esperamos, con el tiempo, ser capaces de ofrecer a nuestros inversores nuestra rentabilidad anual prevista del 15%, incluso a pesar de los periodos negativos como 2008. Es el deseo de no defraudar la enorme confianza depositada en nosotros por nuestros inversores lo que nos hace seguir adelante.

**Cifras de las clases en USD**

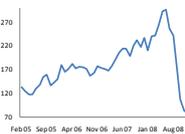
**Tabla 2:** Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en USD

Diciembre 2008	VL	ΔPeriodo en curso	Δ12 meses	ΔDesde la creación	Activos gestionados (en mill.)
December 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	187.46	-68.96%	-68.96%	109.57%	550.87
LTIF Alpha [USD]	144.90	-45.05%	-45.05%	11.16%	97.02
LTIF Global Energy Value [USD]	77.62	-67.17%	-67.17%	-41.52%	17.95
Global Mining Value Fund [USD]	38.92	-76.35%	-76.35%	-70.95%	25.06
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	2'919.78	-40.33%	-40.33%		

**Figura 13**  
LTIF – Classic USD



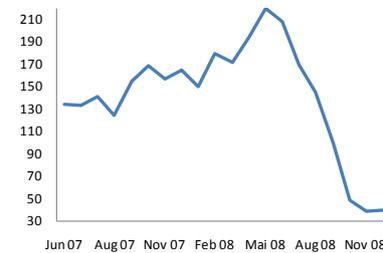
**Figura 15**  
LTIF – Global Energy Value USD



**Figura 14**  
LTIF – Alpha USD



**Figura 16**  
Global Mining Value Fund USD



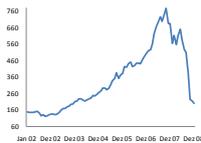
**Cifras de las clases en CHF**

**Tabla 3:** Valor Liquidativo – Patrimonio gestionado en CHF

	VL	ΔPeriodo en curso	Δ12 meses	ΔDesde la creación	Activos gestionados (en mill.)
Diciembre 2008					

December 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	199.53	-70.82%	-70.82%	34.77%	586.32
LTIF Alpha [CHF]	154.22	-48.34%	-48.34%	-0.43%	103.27
LTIF Global Energy Value [CHF]	82.62	-69.14%	-69.14%	-46.54%	19.11
Global Mining Value Fund [CHF]	41.43	-77.76%	-77.76%	-75.08%	26.68
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	3'107.73	-43.90%	-43.90%		

**Figura 17**  
LTIF – Classic CHF



**Figura 19**  
LTIF – Global Energy Value CHF



**Figura 18**  
LTIF – Alpha CHF



**Figura 20**  
Global Mining Value Fund CHF



## Aviso legal – Luxemburgo

Los resultados hasta el 31/05/06 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxemburgo. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund es una sociedad de inversión de capital variable de tipo "paraguas" constituida como "société anonyme" de conformidad con la legislación del Gran Ducado de Luxemburgo, y con carácter de Sociedad de Inversión de Capital Variable ("SICAV") al amparo de la Parte I de la ley de Luxemburgo del 20 de diciembre de 2002. Cuenta con tres subfondos activos, denominados "Classic", "Alpha" y "Energy", que reproducen plenamente tanto al fondo Long Term Investment Fund de BVI (clases "Classic" y "Alpha") como al fondo Global Energy Value con respecto a sus objetivos de inversión y su estructura operativa. Este boletín informativo va destinado exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirla y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos financieros que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

### LTIF – Classic EUR

ISIN: LU0244071956  
Telekurs: CH2432569  
Bloomberg: LTIFCLA LX

### LTIF – Classic USD

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: CH3101820  
Bloomberg: LTIFCLU LX

### LTIF – Classic CHF

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: CH3101817  
Bloomberg: LTIFCLC LX

### LTIF – Alpha EUR

ISIN: LU0244072178  
Telekurs: CH2432573  
Bloomberg: LTIFALP LX

### LTIF – Alpha USD

ISIN: LU0301247150  
Telekurs: CH3101828  
Bloomberg: LTIFALU LX

### LTIF – Alpha CHF

ISIN: LU0301246855  
Telekurs: CH3101824  
Bloomberg: LTIFALC LX

### LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: CH2432575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

### LTIF – Global Energy Value USD

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: CH3101839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

### LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: CH3101836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

Global Mining Value Fund es una Sociedad de Inversiones de Luxemburgo con diversos subfondos, constituida como sociedad anónima el 6 de junio de 2007, y se encuentra sujeta a la ley de Luxemburgo del 13 de febrero de 2007, relativa a Fondos de Inversión Especializados (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: GMVFCHE LX

#### Administrador:

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

#### Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Suiza

#### Depositario:

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

#### Domicilio Social:

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxemburgo

## Aviso Legal - Suiza

Los resultados hasta el 30/09/06 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía de las tendencias futuras.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) fue aprobado por la Comisión Bancaria Suiza el 13 de julio de 2006. El fondo inició sus actividades, en francos suizos, el 1 de octubre de 2006. Este boletín informativo va destinado exclusivamente a ciertos inversores privados que han expresado su deseo de recibirlo y no constituye en modo alguno una oferta de venta de productos que no puedan resultar adecuados para sus lectores.

### LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202  
Telekurs: CH2638920  
Bloomberg: LTIFSTA SW

#### Administrador:

Pictet Funds S.A.  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Suiza

#### Gestor de Inversiones:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Suiza

#### Depositario:

Pictet & Cie  
Route des Acacias 60  
CH-1211 Geneva 73  
Suiza