

Long Term Investment Fund

Figura 1
LTIF – Classic EUR

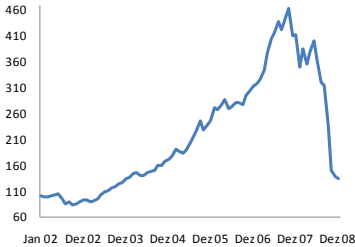


Figura 2
LTIF – Alpha EUR



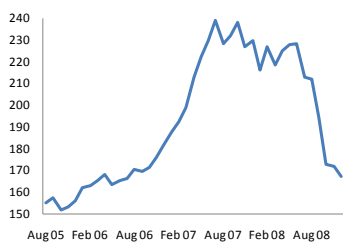
Figura 3
LTIF – Global Energy Value EUR



Figura 4
LTIF – Stabilitv CHF



Figura 5
Global Mining Value Fund EUR



“Io ho paura quando gli altri sono avidi ma divento avido quando gli altri hanno paura.”

Warren Buffett

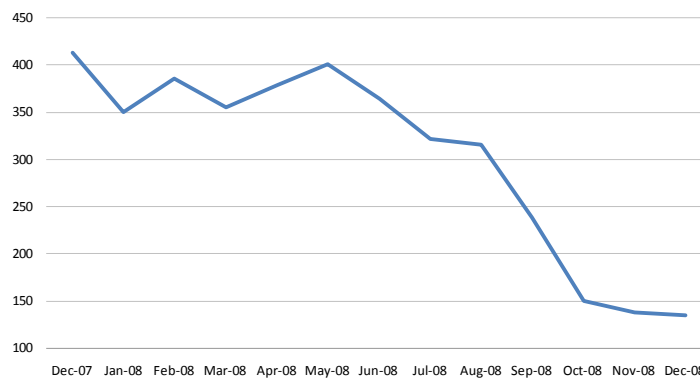
Come mostrano i Grafici da 1 a 5 e la Tabella 1, il 2008 è stato un anno veramente brutto per i nostri Fondi in termini di prezzo di mercato delle azioni detenute.

Tabella 1: Valore del Patrimonio Netto – Attività nette in gestione in EUR

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%		

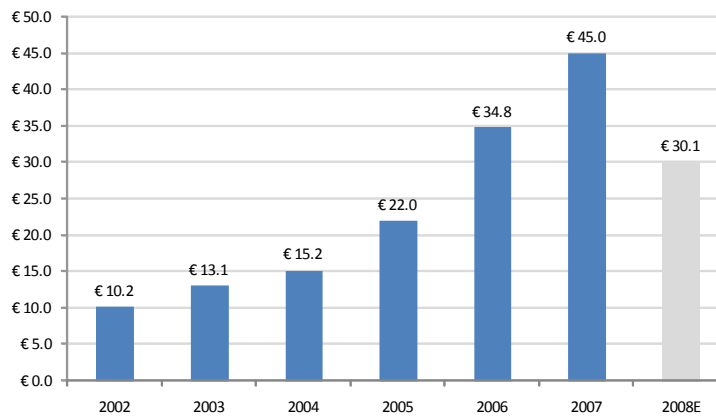
Più precisamente, l'ultimo semestre ha registrato una grave cedimento dei prezzi delle azioni, come mostrato nel Grafico 6.

Grafico 6
LTIF Classic: evoluzione annuale alla data odierna



Noi tuttavia consideriamo da sempre le oscillazioni delle nostre azioni alla stregua di “performance superficiali” dei nostri Fondi. Quella che noi riteniamo sia la “performance reale”, ossia quella che cattura il valore intrinseco a lungo termine degli investimenti, si misura meglio attraverso gli utili ottenuti in passato e quelli previsti in futuro di un fondo, e cioè i soldi che ci fanno guadagnare veramente le società che possediamo. Il Grafico 7 mostra gli utili per azione del Fondo Classic a partire dalla data del suo lancio, incluse le nostre stime (i bilanci non sono ancora chiusi) per il 2008.

Grafico 7
Utili per azione del Fondo



Come si può vedere, il Fondo ha incrementato i propri utili del 33% annualizzato nel corso dei suoi primi 6 anni. Tali utili per azione sono diminuiti di un 33% nel 2008 rispetto al 2007. Il punto chiave ciononostante, è che il Fondo ha continuato a rendere del denaro nel 2008 senza perdere neanche un soldo. Chi ha acquistato il Fondo (o lo possedeva da poco) al 1° di gennaio del 2008, quando veniva scambiato appena sopra i 400 € per azione, ha ricevuto un rendimento annuale del 7,5% sul suo investimento, nonostante ci si trovi in un anno piuttosto difficile per l'economia mondiale. È essenziale che gli investitori a lungo termine che vogliono fare dei soldi in borsa definiscano il "fare soldi" in modo corretto. Se pensano come la maggior parte delle persone (e cioè: "Se le mie azioni aumentano, allora sto facendo dei soldi, ma se le mie azioni diminuiscono, allora sto perdendo denaro"), potranno ottenere al massimo una profittabilità del tipico investitore a lungo termine: estremamente bassa o negativa. Questo modo di pensare la maggior parte delle volte induce inevitabilmente a comprare quando il mercato è caro (sembra che tutti stiano "facendo i soldi" con le azioni) e poi a vendere quando il mercato crolla, cosa che fa ogni pochi anni. L'unico modo per creare ricchezza con il tempo è accumulare i guadagni provenienti dagli utili di aziende redditizie.

La strategia "speculativa" è ovviamente assai attrattiva in teoria: compra quando le azioni iniziano a salire e vendile prima che crollino, senza stare a preoccuparti più di tanto di quello che contengono. Ma questa strategia raramente funziona: pochissime persone sono in grado di speculare sugli alti e bassi del mercato giocando *d'anticipo*. Gli investitori seri di conseguenza hanno tre opzioni: 1) cercare una di quelle persone che "sanno" cosa farà il mercato ed affidare a tale persona il loro denaro (nel frattempo incrociano le dita); 2) astenersi dall'investire in azioni e prescindere da uno dei migliori investimenti a lungo termine disponibili; o 3) investire in società solide, comprandole a prezzi bassi, e poi semplicemente ignorare ciò che fanno i mercati. Logicamente quest'ultimo è il nostro approccio.

Tuttavia, i profitti ottenuti in passato semplicemente appartengono al passato, mentre è il futuro ciò che preoccupa gli investitori. Cosa ci possiamo attendere dalle nostre società? Solo un anno fa, prevedevamo che gli utili per azione del Fondo Classic avrebbero raggiunto la quota dei 60 € per il 2009. Questa è la ragione per cui pensavamo che, ad un prezzo di 400 € l'azione, il nostro Fondo non sembrasse caro. A seguito della profonda crisi finanziaria degli ultimissimi mesi è le sue ripercussioni sull'economia reale, abbiamo dovuto rivedere le nostre previsioni. Abbiamo sottoposto a revisione società per società le nostre aspettative per il 2009, assumendo delle premesse

estremamente caute. In base a tali premesse, gli utili per azione quest'anno dovrebbero oscillare intorno ai 30 €, ben al disotto di quanto prevedono la maggior parte degli analisti (o persino le stesse società).

In caso si confermino tali utili, un investimento nel Fondo Classic renderebbe per il 2009 circa il 20% ai prezzi odierni, nonostante tutti siano d'accordo che sarà un anno veramente pessimo, non rappresentativo quindi di tutti gli anni a venire. Noi lo vediamo invece come una favolosa opportunità, come la citazione di Warren Buffett riportata all'inizio del Bollettino Informativo.

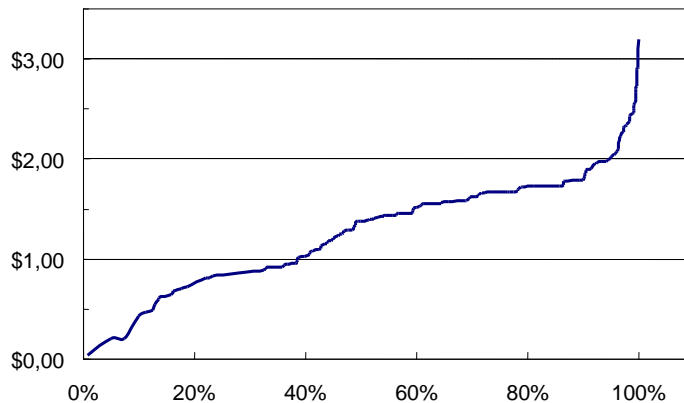
Come rendere disponibile questa profittabilità ai nostri investitori in un fondo trasparente, non-leveraged e liquido come il nostro? È semplice: i mercati hanno reagito alla crisi vendendo alcune azioni ben al disotto del loro valore reale in ogni concepibile scenario, salvo che si pensi a una fine totale dell'economia mondiale tale e come la conosciamo. Prendiamo dei brevi esempi, alcuni dei quali già esaminati nei nostri precedenti Bollettini Informativi.

- **Quadra Mining.** Nel nostro precedente Bollettino Informativo di dicembre 2007 spiegavamo perché ritenessimo, a lungo termine, che il rame non potesse essere venduto ad un prezzo troppo inferiore ai 3 \$/lb, dati gli attuali costi di apertura di miniere ed estrazione del minerale. Se i prezzi cadono sotto tale livello, l'apertura di nuove miniere diventa semplicemente non redditizia, e le società smetteranno di aprirne. Questo prezzo di 3 \$/lb quindi include il rimborso dei grandi input di capitale necessari per scavare miniere. A breve termine, in un orizzonte di pochi mesi, potrebbe non rendersi necessario aprire nuove miniere, specialmente quando la domanda è debole. In tal caso le società con miniere produttive potrebbero essere interessate a vendere al disotto dei 3 \$/lb, fintanto che riescono a coprire i loro denominati "cash costs," ossia il denaro e spese vive che devono sborsare di tasca propria per scavare miniere e lavorare il minerale. Nessuna società potrà vendere il suo minerale al disotto del proprio "cash cost" per più di alcune settimane, o al massimo alcuni mesi, in caso contrario fallirebbe. Se il prezzo attuale si trova al disotto di un determinato cash cost per scavare miniere, risulta molto più economico chiudere direttamente la miniera per "manutenzione" fino a che i prezzi non si recuperino. I costi di manutenzione sono assai scarsi, e la società potrà aspettare tempi migliori. Ma quanto passerà prima che arrivino tempi migliori?

Il Grafico 8 mostra una stima dei cash costs per i produttori mondiali di rame. Si può vedere come una piccola percentuale della domanda mondiale può essere soddisfatta in modo assai economico, principalmente perché queste miniere estraggono dei sottoprodotti come oro, argento o molibdeno, il cui valore controbilancia i loro costi del rame. Ciononostante, la maggior parte del settore sopporta dei costi ben superiori a 1 \$/lb, che aumentano facilmente a 2 \$/lb, e di conseguenza, se prendiamo come esempio i produttori più marginali, fino a quasi 4 \$/lb. La domanda totale si situa intorno a 18 milioni di tonnellate l'anno. Di conseguenza, se la domanda scende fino a 10 milioni di tonnellate l'anno, potrà essere soddisfatta solo dai produttori con costi al disotto di 1,5 \$/lb (il prezzo attuale). Ogni miniera con costi superiori (ossia il 40% del settore) dovrà chiudere se il prezzo non riaumenta sopra tale livello. Una domanda di circa 18 milioni di tonnellate (come l'anno scorso) su base cash, potrà spingere i prezzi verso i 2 \$/lb. Siccome le miniere si esauriscono, i prezzi

dovranno aumentare al disopra di questo livello per poter soddisfare la domanda statica.

Grafico 8
Curva dei costi del rame



Fonte: BMO Capital Markets and Brook Hunt.

Nel corso dell'ultimo trimestre del 2008 si è verificato un crollo senza precedenti della domanda, dovuto a due fattori: una riduzione della produzione industriale che sostiene la domanda di rame, ed un processo di alleggerimento di scorte. Dovendo affrontare le difficoltà del credito e un ambiente deflazionistico, praticamente tutti i possessori di rame fisico (commercianti, importatori, esportatori, utenti industriali) hanno cercato di disfarsene sospendendo ogni acquisto ed esaurendo le scorte. Ciò ne ha spinto i logicamente i prezzi sotto a 1,5 \$/lb. Tuttavia, a questo prezzo, l'apertura di nuove miniere economicamente non ha senso, e persino le miniere attualmente operative entrerebbero in perdita, come abbiamo appena spiegato.

La reazione dell'offerta è stata celere: praticamente tutte le grandi società hanno annunciato il rinvio dei progetti d'apertura di nuove miniere, e ne sono state chiuse l'equivalente all'11% dell'attuale capacità mineraria mondiale. Se si considera che circa il 6% della produzione annuale sparisce ogni anno a causa dell'esaurimento dei giacimenti (per il 2009 si prevede in via eccezionale un 8%), vediamo come nel 2009 la produzione sarà assai inferiore ai livelli del 2008. Se e quando la domanda di rame smetterà di scendere, come dovrebbe succedere, i prezzi esploderanno. Ricordate: la domanda non deve crescere perché i prezzi aumentino: è sufficiente che cada un po' meno dell'offerta. Quest'ultima cadrà di un 8% nel 2009 a causa dell'esaurimento dei giacimenti, oltre a eventuali chiusure. Mai nella storia la domanda è caduta di più di un 5%, e solo per brevi periodi di tempo.

Cosa implica ciò per i nostri investimenti in Quadra Mining? Possiamo speculare su cosa farà il prezzo del rame per il 2009, ma riteniamo si tratti di un esercizio futile. Per prima cosa, nessuno lo sa; secondo, si tratta di considerazioni di breve termine quando si esamina un investimento di lungo termine. Cerchiamo ora di riflettere sul caso in modo lineare che non richieda l'assunzione di ipotesi "eroiche".

Quadra possiede e sfrutta due miniere negli Stati Uniti con una capacità produttiva annuale di 1,8 milioni di tonnellate. Il loro cash cost oscilla tra 1 e 1,5 \$/lb (più vicino al primo che all'ultimo). In aggiunta, dai suoi bilanci risulta possedere qualcosa come 150 milioni di \$. Costruire queste miniere al giorno d'oggi costerebbe almeno 1 miliardo di \$, e richiederebbe tra i 5 e i 10 anni di tempo. Di conseguenza, se riteniamo che il mondo continuerà ad usare rame nel futuro, e considerato l'esaurimento dei giacimenti (e finalmente, un incremento della domanda), l'attuale offerta non risulterà sufficiente ed è ovvio che qualcuno dovrà aprire nuove miniere come quelle possedute da Quadra. Inoltre, il prezzo del metallo dovrà coprire tali costi, al contrario queste miniere non si scaveranno da sole. In questo caso, il rame diventerà scarso, ed il suo prezzo subirà un'impennata, come ha fatto nel corso degli ultimi anni.

Dire che Quadra vale almeno 1 miliardo di \$ risulta pertanto una stima ragionevole: chiunque abbia interesse ad aprire miniere preferirà comprare Quadra, le cui miniere sono operative e non ostaggio di sempre più complicate procedure di autorizzazione, invece di avviare nuove miniere allo stesso prezzo.

Il valore totale di mercato di Quadra attualmente è di circa 150 milioni di \$, che è pari al denaro che possiede in banca. Se l'economia mondiale non sparisce e il genere umano continuerà ad usare l'elettricità, Quadra verrà scambiata a circa 7 o 10 volte il suo prezzo attuale entro pochissimi anni. Il rischio è basso: il denaro si trova in banca, il cash flow è positivo, e le risorse si trovano negli Stati Uniti, mentre la maggior parte delle nuove miniere di rame si trovano in paesi come Congo, Zambia o Ecuador (più enormi possibili giacimenti in Mongolia). Una società cinese, China Mining Refontes Group, ha acquistato azioni di Quadra ed ha annunciato la sua intenzione di continuare a comprarle al prezzo di 5,28 \$ che è un 50% superiore al prezzo attuale.

- **Biesse** è un'impresa italiana che produce macchine utensili sofisticate per la fabbricazione di mobili. Queste macchine automatizzano la maggior parte della produzione, e sono comprate da produttori di mobili per arredamento in cerca di ridurre i costi produttivi, come IKEA. La società ha registrato utili per azione di 1,5 € nel 2007. Il 2008 sarà un po' meno buono, dato che i clienti hanno iniziato a ritardare gli ordinativi nell'ultimo trimestre a causa dell'indebolimento del settore della costruzione in vari paesi e dell'incertezza generalizzata dell'economia. Ovviamente, la società non sa quanto denaro potrà guadagnare nel 2009. Il suo maggior problema è molti dei suoi clienti sono in difficoltà per ottenere finanziamenti per comprare queste macchine utensili assai costose. Normalmente ottengono dei lease financing dalle banche ma, come noto, attualmente risulta difficile. Biesse invece non ha nessun problema finanziario, perché gode di una forte posizione di liquidità netta.

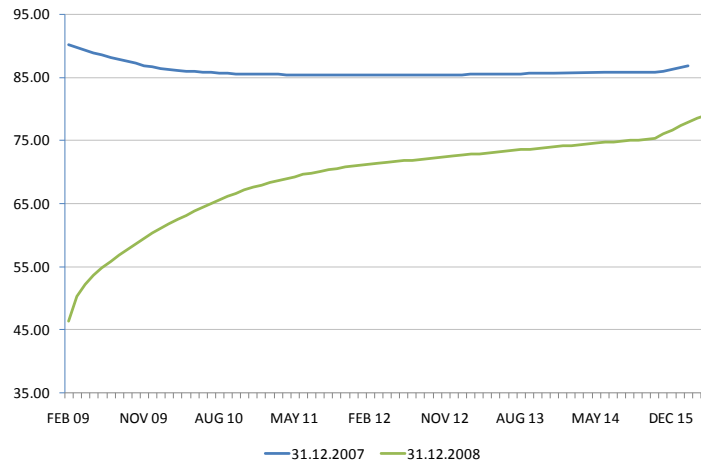
Come possiamo valutare questa azienda? Ancora una volta, ci fissiamo sui profitti di quest'anno, che sono onestamente oggetto di pura congettura, o possiamo procedere con un approccio a lungo termine. Se Biesse ha guadagnato 1,5 € per azione nel 2007, non c'è ragione per cui non potrebbe guadagnare, per esempio, 1 € per azione nell'arco di 2 o 3 anni, una volta che l'economia mondiale si sia stabilizzata. Dopotutto, le persone continueranno a comprare sedie, e i fabbricanti di sedie continueranno a cercare di abbassare i loro costi di produzione attraverso

l'automazione. Non è difficile immaginare che, in un'economia mondiale in recupero, le azioni di Biesse potranno avere un P/E (rapporto prezzo/utile) pari a 10 (storicamente è stato molto più alto). Ciò significherebbe un prezzo delle azioni di 10 € nell'arco di 2 o 3 anni. Di recente le sue azioni sono state scambiate a 3 €. Triplicandosi nel giro di 2 o 3 anni, risulteranno essere un investimento veramente buono.

- **Construcciones y Auxiliar del Ferrocarril (CAF)** è una società spagnola che fabbrica treni leggeri, come metropolitane, e componenti di unità più pesanti, come treni ad alta velocità. Possiede fabbriche in Spagna, Brasile e Stati Uniti. Ha un registro di ordini a fermo che copre il valore della sua produzione per vari anni, un'attività crescente nel settore della manutenzione, e anche un'attività per lo sfruttamento di concessioni. Il suo P/E è intorno a 8, ma la società possiede liquidità nette che sono equivalenti ad almeno il 40% della capitalizzazione di mercato. Il mondo si sta chiaramente urbanizzando e optando per il trasporto pubblico (che è stato l'unico settore economico negli USA a registrare una crescita superiore al 20% nel corso dell'ultimo anno). Ai prezzi attuali, risulta assai ragionevole attendersi nel lungo periodo una profittabilità superiore al 25%.
- **Orient Overseas International** è una società di armamento con sede a Hong-Kong, con una divisione immobiliare che possiede proprietà a New York e Shanghai. Abbiamo investito per anni in questa società, approfittando dell'alta volatilità del prezzo delle sue azioni, vendendole quando erano troppo care, e ricomprandole quando erano cadute di nuovo. Abbiamo avuto due riunioni con il management ad Hong-Kong, e siamo rimasti impressionati dalla loro qualità. In un settore dove le quote di mercato e la capacità di "riempimento" delle navi sembrano essere le uniche mete, il management di Orient è totalmente orientato al profitto. Durante l'ultima recessione non hanno perso nemmeno un soldo, mentre molti concorrenti sono andati in fallimento. Il suo ROE medio (Return on Equity: indice di redditività del capitale proprio) da molti anni è pari al 15%. Al giorno d'oggi, costruire una nuova nave portacontainer costa circa 15.000 \$ per TEU ("Twenty-foot equivalent unit", misura standard di 20 piedi per container). Se oggi si compra una nave di seconda mano, costa 9.000 \$ per TEU (nessuno le vuole perché il business attualmente va malissimo). Se si calcola che il valore della società, al prezzo attuale delle azioni, abbiamo pagato la metà di questo prezzo per nave. Ancora una volta, se si ritiene che il genere umano avrà bisogno di navi porta container in futuro, risulta un eccellente investimento.
- Vediamo anche **Canadian Natural Resources (CNQ)**, uno dei nostri investimenti più datati del Fondo. È ovvio che i prezzi del petrolio sono crollati negli ultimi mesi. Ma è meno ovvio che ciò vale solo per i prezzi a pronti: come indica il Grafico 9, il prezzo a lungo termine del crudo, che è quello che ci importa al momento di valutare una società che possiede riserve per più di 40 anni, non si è mosso più di tanto nel corso del 2008.

Grafico 9

Evoluzione delle strutture dei prezzi a termine dei futures sul petrolio



- Di nuovo, possiamo valutare la società fissandoci sulle relazioni settimanali delle scorte negli USA, oppure possiamo osservarla da una prospettiva di lungo termine. Persino l'Arabia Saudita ha finalmente riconosciuto che non si possono giustificare investimenti in nuovi giacimenti petroliferi con dei prezzi del crudo al disotto di 75 \$ il barile. In molte altre zone, questi investimenti sono anche più cari. I giacimenti si stanno esaurendo a un ritmo superiore al 6% l'anno, il che significa che se la domanda non cade altrettanto ogni anno (nel 2008 è rimasta invariata, nel 2009 potrebbe cadere di un 1% nel peggiore dei casi), allora si renderanno necessari nuovi giacimenti. Di conseguenza, il prezzo non potrà restare per molto tempo al disotto dei 75 \$. Tuttavia, a questi livelli, i prezzi delle azioni di CNQ sono un eccellente investimento, ed un investimento che durerà almeno per 40 anni. Non vi è nessun analista che creda che il petrolio verrà negoziato per meno nell'arco per esempio di 5 anni, mentre ci sono tante ragioni per ritenere che una volta che la domanda si stabilizzi (non stiamo parlando di crescita) i prezzi torneranno di nuovo a livelli molto più alti.

E potremmo continuare... Abbiamo raccolto un'enorme quantità di dati e di grafici che mostrano la situazione della domanda e dell'offerta della maggior parte delle società che copriamo, ed offrono un'analisi dettagliata di ognuna di esse. Saremmo ben lieti di poter condividere tali informazioni con i nostri investitori, ma non vogliamo trasformare questo Bollettino Informativo in un illeggibile "dump di dati". La questione è una sola: la maggior parte delle nostre azioni state drasticamente sottovalutate sul lungo termine e oltre ogni ragionevole supposizione. Perché è successo?

Come menzionato sopra, le nostre azioni ha mantenuto, in maggior o minor misura, il loro valore fino alla metà dell'anno. Poi sono entrate in caduta libera per crollare a ottobre, il Fondo Classic di un -36.9% solo in quel mese. Non è un segreto che il collasso di Lehman Brothers è stato uno shock reale in molti mercati. Il trasporto marittimo di merci per esempio, sta venendo garantito finanziando la transazione con lettere di credito. Queste sono semplicemente sparite a ottobre, e con esse praticamente ogni attività di trasporto via mare di merci dry bulk. Si tratta solo di un esempio. Biesse non ha ricevuto nemmeno

un ordine per le sue macchine durante le due prime settimane di ottobre, cosa mai successa prima nemmeno durante le peggiori recessioni del passato.

La situazione ha provocato forti svendite per il panico dei mercati che come sempre si autoalimenta: in fin dei conti la gente vende perché le azioni scendono, e le azioni scendono perché la gente le vende. Non è molto diverso da quanto successo per le azioni del Nasdaq tra il 1998 e il 2000, solo all'inverso. Le persone non comprano (o vendono) basandosi sui profitti futuri, ma semplicemente trascinate dal momento. Molti fondi sono stati sommersi da domande di rimborso e hanno dovuto liquidare qualsiasi attività liquida in loro possesso, che nella maggior parte dei casi significa azioni. È importante comprendere che a volte il mercato non si muove basandosi sui fondamentali ma sull'onda dell'euforia (o del panico). Riconoscere questo fatto e situarsi dall'altra parte del mercato è l'essenza dei profitti a lungo termine, come dice Warren Buffett nella citazione d'apertura.

Questo ci porta ad un punto essenziale, che abbiamo sottolineato spesso nei nostri Bollettini Informativi: la volatilità e il rischio non sono la stessa cosa. Le nostre azioni hanno mostrato un'enorme volatilità nel corso dell'ultimo anno. È duro da credere, ma praticamente non c'è stato un solo giorno di negoziazione in cui una o più delle nostre azioni non abbiano sofferto oscillazioni al ribasso o al rialzo superiori al 10%, in alcuni periodi pure del 20%. Ma ciò non significa che siano rischiose. Per tornare ai nostri esempi di prima: possedere in un paese politicamente stabile delle miniere di rame che godono di cash costs inferiori a ogni prezzo depresso, più la possibilità di chiudere temporaneamente le miniere, non sembra una proposta particolarmente rischiosa, specialmente quando la società possiede inoltre liquidità nette per affrontare un lungo periodo. Ciò vale pure per l'acquisto di navi a prezzi inferiori alla loro metà. È una questione di prospettive di lungo periodo.

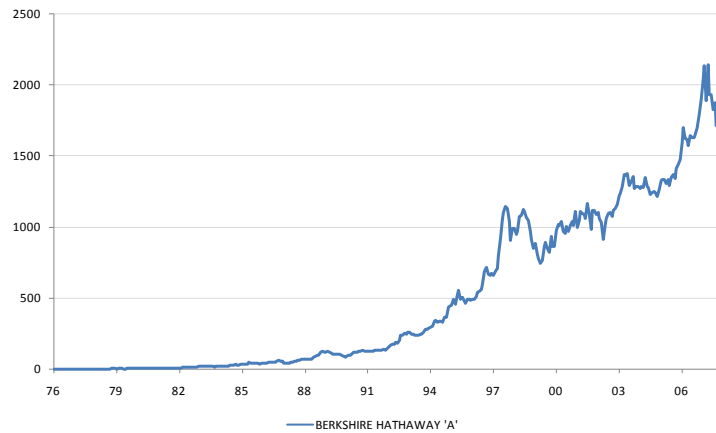
Restare lunghi o sbagliarsi

Pochi mesi fa uno dei nostri investitori ci ha posto un'acuta domanda: qual è la differenza tra restare lunghi e sbagliarsi? La risposta è cruciale: noi riteniamo che la differenza stia nei profitti sottostanti all'investimento. Nel 1999 comprare società tecnologiche con dei P/E nell'ordine delle centinaia (se non generavano nessun profitto) era sbagliato, dato che 8 anni più tardi le società sopravvissute veniva scambiate in media a circa il 70% meno. Comprare tante banche nel 2007 si è rivelato sbagliato: hanno distrutto la propria base patrimoniale, e gli investitori sono stati permanentemente diluiti da emissioni di nuove azioni.

Ma prendete altri esempi, dove detenere le azioni nonostante le "perdite" è la cosa giusta da fare. Come mostra il Grafico 10, le azioni di Berkshire Hathaway hanno registrato enormi sovraperformance nei mercati, moltiplicando il loro valore di oltre 2.000 volte in pochi decenni (avete letto bene: 2.000 volte, non del 2,000%!) Ciononostante hanno sofferto forti cadute: il loro prezzo è crollato del 50% varie volte, l'ultima tra metà settembre e metà novembre dell'anno scorso (anche peggio del nostro Fondo Classic!) Ma ciò non significa che abbiano perso il loro valore. Warren Buffett, a cui piace ripetere "Il prezzo è quello che paghi, il valore è quello che ottieni", non si considera più povero per questo. Lui continua a prestare attenzione ai profitti delle sue società, non al prezzo delle loro azioni. Se questi profitti aumentano, anche il prezzo delle azioni lo farà. Detenere azioni di Holding Berkshire

nonostante queste cadute (o comprarle) significa restare lunghi, non sbagliarsi.

Grafico 10
Berkshire Hathaway "A"



Cosa abbiamo imparato in quest'anno così difficile?

Nel nostro Bollettino Informativo di marzo, avevamo menzionato un paio di cattivi investimenti che avevamo fatto e le lezioni che ne avevamo tratto. Queste sono diventate ancor più importanti dopo la crisi di questo anno. Queste lezioni sono che le società non possono essere leveraged se i loro profitti non sono assolutamente sicuri (ma quali lo sono?); e che le industrie cicliche in cui l'offerta non diminuisce automaticamente sono assai pericolose, perché se si crea un eccesso di capacità può diventare necessario aspettare troppo tempo perché la domanda possa assorbirlo, specialmente quando la domanda è debole. Lo abbiamo visto nel caso delle raffinerie, ed è probabile che sia vero per la maggior parte del settore petrolchimico. Le industrie cicliche come quelle del settore minerario o petrolifero sono migliori, come abbiamo visto, perché l'offerta sparisce automaticamente a causa dell'esaurimento dei giacimenti, che in modo relativamente rapido mette un pavimento sotto ai prezzi: queste società non possono essere strutturalmente non profittevoli, come l'industria cartacea lo è stata per anni.

Ma abbiamo appreso anche un'altra lezione importante, relativa alla definizione pratica del valore. Normalmente gli investitori di valore cercano delle società con dei P/E bassi, dove il rendimento sull'investimento non risiede in un futuro troppo lontano. In genere si tratta di una strategia che paga, perché il futuro è pieno di (brutte) sorprese. Il pericolo fondamentale per un investitore di valore è quello di cadere nelle "trappole di valore": una società con un P/E di 5 è senza dubbio un buon investimento... fintanto che i profitti ci sono. Quando il mercato assegna un P/E così basso a una società, tende a farlo per una buona ragione. È importante non cadere in queste trappole, almeno non spesso. Noi riteniamo di aver svolto un lavoro decente nel corso degli anni evitando queste trappole. Abbiamo fatto certamente degli errori, ma in genere l'evoluzione dei nostri utili per azione dimostrano che la maggior parte delle volte abbiamo accertato.

Vi è tuttavia un problema relativo al nostro tipo di approccio: dato che i buoni affari sono inevitabilmente pochi, gli investitori di valore finiscono per rinchiudersi in pochi settori. Questa non è una cattiva idea, dopotutto, le migliori performance richiedono concentrazione. Tuttavia ciò aggiunge un alto grado di volatilità, cosa che in realtà non piace a nessuno. La soluzione è il riconoscimento sistematico del fatto che la crescita è solo un altro componente del valore: una società con un P/E di 12 può risultare più profittevole di una con un P/E di 6, se la prima registra una profittabilità stupefacente che mantiene per anni, mentre la posizione dell'ultima viene erosa lentamente.

Cercare dei P/E (piuttosto) più alti è pericoloso. La società ha bisogno di una profittabilità straordinaria e sostenuta per molti anni, cosa alquanto difficile, perché frutti l'investimento. Per ogni società come Microsoft o Coca-Cola ci sono letteralmente centinaia di società la cui profittabilità è stata ridotta a causa della concorrenza. Come abbiamo detto prima, affidare le proprie fortune a un futuro lontano è assai pericoloso, ed è proprio quello che fa chi compra azioni con un P/E alto. Tuttavia, quando sia possibile raggiungere un compromesso ragionevole, in tempi come questi sorgono magnifiche opportunità. In tal senso, stiamo attualmente investendo in alcune società in settori assai differenti da quelle che possediamo, e che stimiamo che ci offriranno la stessa profittabilità con il tempo.

In ogni caso, noi guardiamo alla situazione attuale come una straordinaria opportunità d'investimento. Anche se non abbiamo idea di come sarà il prezzo delle nostre azioni nei prossimi mesi, se i profitti sottostanti sono ovunque vicini a quello che ci aspettiamo, i rendimenti a lungo termine saranno eccellenti.

Alcune osservazioni sui nostri fondi

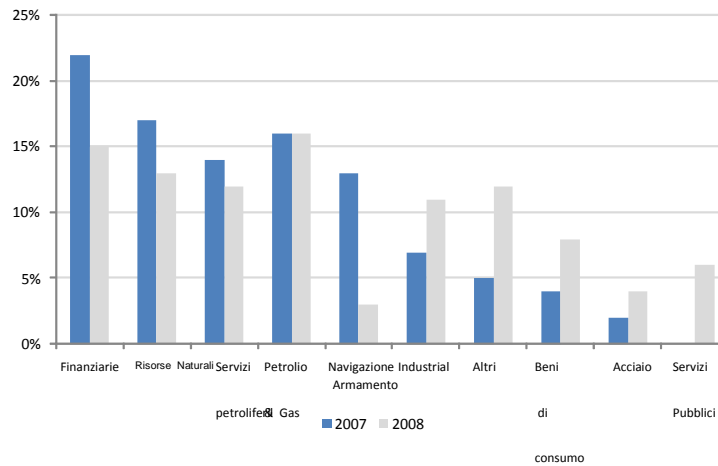
Lo sviluppo più importante nel nostro portafoglio **Classic**, come abbiamo menzionato prima, è stata la cauta introduzione di alcune azioni con P/E più alti rispetto alla nostra media, ma con quelli che crediamo che saranno degli straordinari profitti futuri. Un esempio è Sonova, una produttrice svizzera di apparecchi acustici, di cui Phonak è il loro marchio più famoso. La società è leader mondiale e grazie alla sua tecnologia unica sta aumentando la sua quota di mercato ogni anno. Attualmente possiede circa il 20% del mercato mondiale. La sua profittabilità veramente notevole, con un indice ROE intorno al 30% nel corso degli ultimi anni.

Le azioni della società sono cadute di più di un 50% durante il 2008, perché i mercati temono che in un ambiente di recessione le persone rimanderanno l'acquisto di apparecchi acustici. Mentre è probabile che ciò sia vero nella maggior parte dei casi, l'impatto sarà comunque meno intenso di ciò che pensa la gente. Primo, perché il cliente tipico è intorno ai 70 anni (è la verità!), e la maggior parte delle persone di quell'età vive di una pensione che non risente molto dell'economia globale. Secondo, perché in molti paesi la previdenza sociale rimborsa una gran parte dei costi, il che rende l'acquisto ancor meno sensibile alla recessione. In ogni caso, al prezzo a cui abbiamo comprato queste azioni, riteniamo che la società possa assorbire uno o due anni di bassi profitti e rappresentare ancora un grande investimento a lungo termine: il genere umano non ringiovanisce, al contrario, e i tassi di

penetrazione dell'uso di apparati uditivi sono ancora assai bassi, anche nei paesi sviluppati.

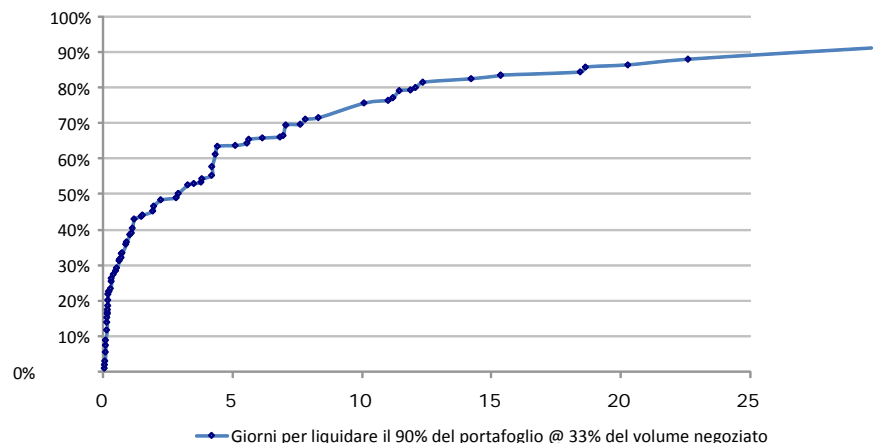
Non stiamo cambiando il nostro approccio. Come mostra il grafico 11, la ripartizione del nostro portafoglio per settore economico non è cambiata di molto. Stiamo comunque cercando di fare tutti i nuovi investimenti in settori che siano basicamente non relazionati con le azioni che deteniamo attualmente.

Grafico 11
Ripartizione per settore economico



In termini di vendite, ci siamo concentrati sulle posizioni meno liquide. Da quando abbiamo dovuto vendere alcune azioni, perché abbiamo ricevuto un 25% di richieste di rimborso, abbiamo deciso di vendere le azioni che erano meno liquide invece delle altre. Proprio adesso, abbiamo un portafoglio estremamente liquido che può essere venduto rapidamente in caso di necessità, come mostra il Grafico 12.

Figure 12
Liquidità



Come si potrà vedere, una delle nostre posizioni più importanti per settore economico è quella assicurativa. In passato avevamo commentato che le azioni delle assicurative erano cadute in modo simile alle azioni bancarie, nonostante la realtà economica del settore sia completamente differente. Le assicurazioni sono un fornitore di capitale immediato, mentre le banche stanno risucchiandolo. Con degli indici P/E inferiori a 7 per i gruppi a livello mondiale, e pari a 5 per le compagnie di riassicurazioni più piccole, il settore offre un valore veramente eccellente, per lo più non relazionato con l'attuale crisi economica, ed è in crescita. È vero che le compagnie assicurative con grossi bilanci (come quelle del ramo vita) sono state interessate dalla caduta di prezzi delle azioni, ma si beneficeranno del loro eventuale aumento. In ogni caso, noi investiamo per la maggior parte in compagnie di riassicurazione, con dei portafogli di attività estremamente conservatori.

Per finire, abbiamo assunto una forte posizione in società industriali, dai fabbricanti di macchine utensili per mobili ai fabbricanti di valvole e di cavi di rame, tutte acquistate a prezzi veramente economici, e tutte probabilmente che soffriranno per l'attuale crisi economica; ma siamo ben posizionati per poter godere di una solida profittabilità sul lungo termine.

Il Fondo **Alpha** ha sofferto un'evoluzione negativa, nonostante sia coperto contro le cadute dei mercati, per il semplice fatto che le nostre azioni sono andate peggio del mercato. I nostri investimenti si basano sui fondamentali: noi non cerchiamo di indovinare cosa farà prossimamente il mercato, ma come saranno i profitti delle nostre società. Quando l'intero mercato smette di negoziare in base ai fondamentali per farlo sull'onda del panico o del momento (o delle svendite forzate), le nostre scelte tendono a rivelarsi meno buone. Fortunatamente, i fondamentali restano mentre gli stati d'animo passano. In passato avevamo avuto pressoché costantemente un indice alfa del 20%. Nel 2008 è stato l'opposto, ma siamo certi di essere in grado di tornare in territorio positivo per il 2009.

Il Fondo **Stability** è simile al Fondo Alpha, ma cerca di essere meno volatile, anche se leggermente a scapito della performance. Di conseguenza si è comportato meglio (o meno peggio) e le sue prospettive per il 2009 sono, in nostra opinione, ugualmente positive.

I Fondi **Energy** e **Mining** hanno registrato una brutale correzione a giugno. Prima, al momento di parlare di Canadian Natural Refontes e di Quadra, abbiamo spiegato i motivi per cui riteniamo che queste cadute siano ingiustificate, e perché crediamo vi sia un gran valore in questi Fondi. Due questioni: le società di perforazioni petrolifere si stanno vendendo per meno del valore dei loro contratti già firmati (con delle controparti solventi); e per quanto riguarda le società di estrazione di carbone metallurgico come Grande Cache, in cui siamo gli azionisti di maggioranza, è nell'interesse dei produttori di acciaio assicurarsi la fornitura di carbone e sono pronti a pagare quattro volte tanto il suo prezzo attuale. A titolo di aneddoto, va notato che le azioni hanno raddoppiato il loro valore nella prima settimana di gennaio (esatto, del 100%!), solo per perdere la maggior parte di tale incremento nei 3 giorni successivi. Qualcuno la fuori ha dei seri problemi nel valutare la società. Con dei mercati così "irrazionali" come questo, non dovrebbe essere difficile ottenere dei rendimenti eccellenti, anche se al prezzo di una forte volatilità.

Novità SIA

Il 2008 è stato un anno estremamente importante per la nostra società: abbiamo costituito quello che crediamo sia un gruppo di ricerca di livello mondiale, in grado di rispondere per anni alle richieste dei nostri investitori. I mercati non hanno aiutato, ed abbiamo assistito ad una forte caduta delle nostre attività in gestione. Abbiamo ricevuto richieste di rimborso per circa il 25% delle nostre azioni e naturalmente registrato una caduta del Valore del Patrimonio Netto dei nostri Fondi. Dato che percepiamo una commissione sul valore del patrimonio netto, stiamo guadagnando molti meno soldi che in passato. Infatti, attualmente riusciamo a coprire giusto le spese generate dall'ampliamento del nostro personale.

Malgrado questa situazione, abbiamo deciso di mantenere il livello di personale, magari con qualche aggiustamento minore. Ci vuole molto tempo per consolidare una società seria, e noi crediamo che con il tempo i nostri fondi si comporteranno bene. SIA è ottimamente capitalizzata e può continuare a resistere per un lungo periodo. Abbiamo aperto una sede a Singapore, e ci aspettiamo persino di effettuare alcune aggiunte opportunistiche al nostro personale adesso che molti gestori di fondi stanno licenziando.

Noi crediamo che la nostra fiducia sia irrealistica: il valore delle nostre società è lì, e i mercati, forse più presto che tardi lo riconosceranno. Nella prima settimana di gennaio il Fondo Classic ha registrato aumenti del 15% (e il Fondo Mining del 35%), nonostante le successive correzioni al ribasso. Sappiamo bene che molti dei nostri clienti preferiscono il nostro tipo di approccio, e sono stufo di investimenti non-trasparenti e illiquidi, quindi stanno semplicemente aspettando che il mercato si stabilizzi per investire altri soldi nei nostri fondi. In fin dei conti, siamo piuttosto fiduciosi sulle prospettive future della nostra società, che sono intimamente legate alle prospettive future dei nostri fondi.

Investire in azioni è soggetto a una doppia incertezza. Onestamente ignoriamo quanto denaro faranno le nostre società, sinceramente non sappiamo come il mercato interpreterà questi profitti. Tuttavia, crediamo fermamente di poter azzeccare delle opportunità veramente redditizie e sappiamo che i mercati le riconosceranno nel corso del tempo. Come anticipato un anno fa (la recessione nei paesi occidentali, l'indebolimento della crescita dei paesi emergenti), una situazione macroeconomica cattiva doveva verificarsi. Ma questa non potrà distruggere i profitti a lungo termine di società solide, e offrirà un'opportunità unica di acquistare tali società a dei prezzi veramente bassi. Siccome i nostri Fondi fatturano le commissioni di performance solo quando il loro NAV è al disopra dell'indice di riferimento più alto (high-water mark) e non lo abbiamo mai cambiato, un bonus aggiuntivo è rappresentato dal fatto che gli investitori dei nostri Fondi non dovranno sborsare commissioni di performance fino a che i Fondi non triplichino il loro importo (nel Fondo Classic). Delle basse spese non costituiscono naturalmente un buon motivo per investire, ma queste si traducono in un bonus aggiuntivo in quanto facilitano un recupero più rapido.

Oltretutto, restiamo convinti che il nostro stile di investimenti sia l'approccio corretto: guardare a lungo termine e dimenticarsi della volatilità, salvo quando si possa approfittarne. Evitare la volatilità è un obiettivo che si può ottenere davvero solo investendo in titoli di stato a breve termine con performance veramente basse... o avere dei gravi problemi al momento di dare la caccia a investimenti con bassa volatilità che promettono grossi premi sui titoli di stato.

Noi speriamo sinceramente di poter riuscire ad offrire ai nostri investitori l'atteso rendimento annuale del 15% con il tempo, anche quando si sperimenta un periodo veramente negativo come il 2008. È questo stimolo a non deludere l'enorme fiducia mostrata dai nostri investitori che ci spinge ad andare avanti.

Grafici delle classi in USD

Tabella 2: Valore del Patrimonio Netto - Attività nette in gestione in USD

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%		

Grafico 13
LTIF – Classic USD

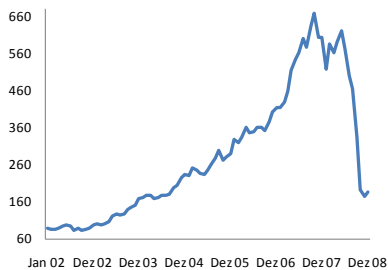


Grafico 14
LTIF – Alpha USD

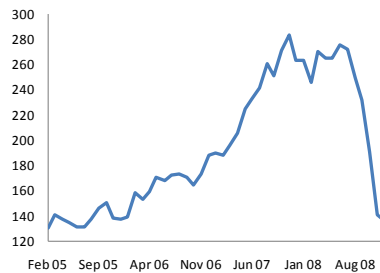


Grafico 15
LTIF – Global Energy Value USD

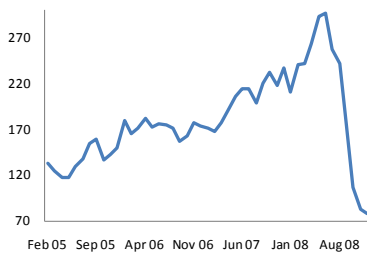
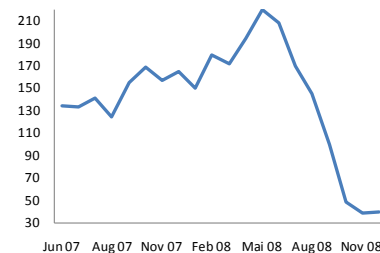


Grafico 16
Global Mining Value Fund USD



Grafici delle classi in CHF

Tabella 3: Valore del Patrimonio Netto - Attività nette in gestione in CHF

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%		

Grafico 17
LTIF – Classic CHF

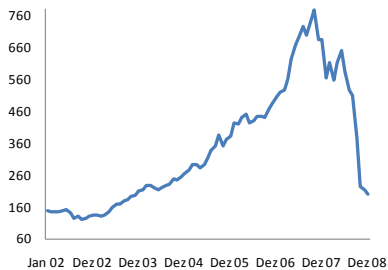


Grafico 18
LTIF – Alpha CHF

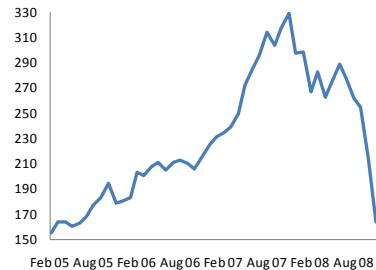


Grafico 19
LTIF – Global Energy Value CHF

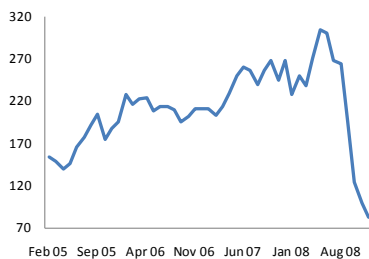


Grafico 20
Global Mining Value Fund CHF



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.

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: 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 fine del 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 Ginevra
Svizzera

Gestore Investimento.Banca Depositaria:

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Svizzera

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Ginevra
Svizzera