

Grafico 1  
LTIF – Classic EUR

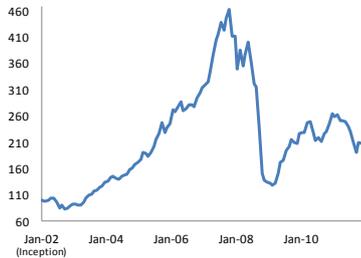


Grafico 2  
LTIF – Classic II EUR

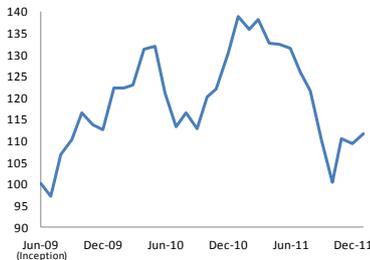
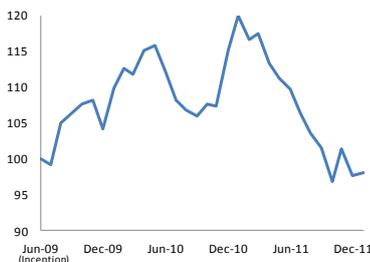


Grafico 3  
LTIF – Alpha EUR



Grafico 4  
LTIF – Alpha II EUR



## Long Term Investment Fund

*A breve termine i mercati sono macchine per votare, ma a lungo termine sono macchine per pesare. Benjamin Graham*

*Sii timoroso quando tutti diventano avidi, sii avido quando tutti diventano timorosi. Warren Buffet*

La Tabella 1 e i Grafici da 1 a 8 mostrano l'evoluzione dei nostri fondi durante l'ultimo trimestre. Si tratta del trimestre di chiusura dell'esercizio e quest'anno marca inoltre il 10<sup>o</sup> anniversario del lancio del fondo LTIF Classic. In questo Bollettino Informativo esamineremo brevemente l'andamento dell'ultimo trimestre, approfondendo nei dettagli l'andamento dei nostri fondi durante quest'anno, ma soprattutto cosa è successo nel corso degli ultimi 10 anni, nonché le nostre aspettative per il prossimo decennio. La nostra intenzione è dimostrare perché le buone performance ottenute nei primi anni di attività non siano state un'anomalia; perché le performance nel corso degli ultimi anni siano state mediocri; e perché riteniamo che investire (o restare investiti) nei nostri fondi nel 2012 sarà con ogni probabilità assai redditizio.

Tabella 1: Valore Patrimoniale Netto – Patrimonio netto in gestione dei nostri fondi.

Dicembre 2011	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	212.11	11.25%	-19.72%	7.81%	256.42 *
LTIF Classic II [EUR]	111.60	11.26%	-19.70%	4.34%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [EUR]	132.04	1.22%	-18.24%	4.10%	34.82 **
LTIF Alpha II [EUR]	98.08	1.23%	-18.21%	-0.75%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [EUR] (ex Global Energy Value Fund)	99.27	16.39%	-33.75%	-0.11%	54.90
LTIF Emerging Market Value [EUR]	74.35	9.58%	-25.46%	-25.65%	3.52
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'144.16	11.79%	-2.04%	0.31% ****	**** data di lancio di Classic

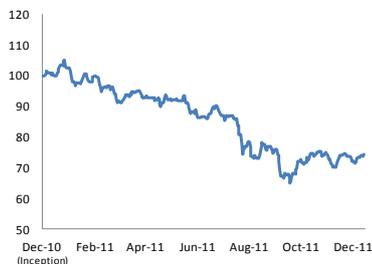
## Osservazioni sull'ultimo trimestre

Come durante la maggior parte del 2011, i problemi macroeconomici hanno sconvolto anche l'ultimo trimestre: nonostante le economie di USA e Cina si stiano comportando probabilmente meglio di quanto ci si aspettasse pochi mesi fa, il rumore proveniente dall'Europa ha continuato a dominare i mercati finanziari. Non annoieremo ulteriormente i nostri lettori con analisi e predizioni riguardanti la "telenovela" europea. Come già detto nel 2007, si tratta di una recessione da "balance sheet", creata dall'eccessivo indebitamento dei mercati sviluppati che necessiterà vari

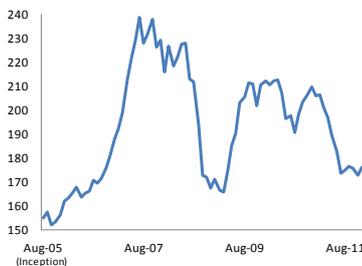
**Grafico 5**  
**LTIF – Natural Resources EUR**



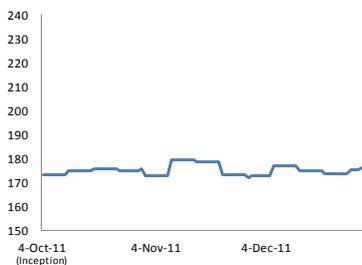
**Grafico 6**  
**LTIF – Emerging Market Value**



**Grafico 7**  
**LTIF – Stability Growth CHF**



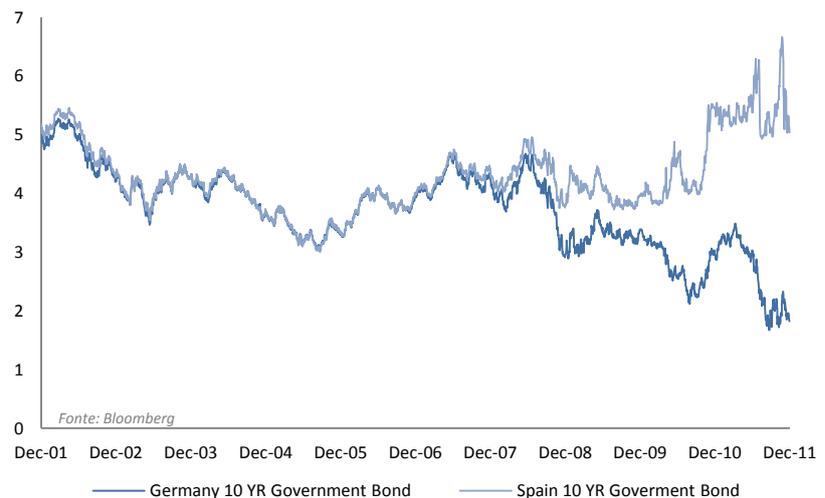
**Grafico 8**  
**LTIF – Stability Income Plus CHF**



anni per essere smaltito. Non esistono soluzioni alla crisi europea: con il tempo si perfezioneranno nuovi meccanismi e lenti aggiustamenti che alla fine riporteranno le economie europee ai normali tassi di crescita, che probabilmente saranno alquanto inferiori al passato per ragioni demografiche. Il nucleo del problema dell'Eurozona non è l'“eccesso di spesa pubblica” dei governi di alcuni paesi (con l'eccezione della Grecia), ma una crisi di pagamenti derivante dall'evoluzione estremamente differente di produttività tra i vari paesi. La differenza di produttività crea squilibri permanenti tra esportatori intraeuropei (basicamente la Germania) ed importatori intraeuropei (la maggioranza degli altri paesi). Nella grande economia chiusa che è diventata l'Eurozona, questi squilibri necessiteranno tanti, tanti anni per correggersi: era facile svalutare la lira dalla sera alla mattina, ma ci sono voluti 10 anni (1997-2007) per far scendere i costi del lavoro in Germania fino al loro attuale livello competitivo.

Si prevedono dunque delle “crisi” puntuali risolte da “soluzioni” altrettanto puntuali, mentre il lungo processo di guarigione delle economie malate del Sud (e non solo del Sud) Europa continua: la spesa pubblica improduttiva deve diminuire, la produttività del lavoro deve aumentare. Non esiste altra soluzione, e tarderà anni dare risultati. Tuttavia, se la Germania non era collassata durante la “decade perduta”, quando la battezzavano “il malato d'Europa” (solo 5 anni fa era un'opinione diffusa, credeteci o no, e la Germania pagava più della Spagna per il suo debito pubblico: vedasi Grafico 9), così il resto d'Europa non collasserà adesso. Le imprese europee continueranno a funzionare e molte società continueranno a fare soldi sia in Europa sia esportando al resto di un mondo che non soffre di questi problemi.

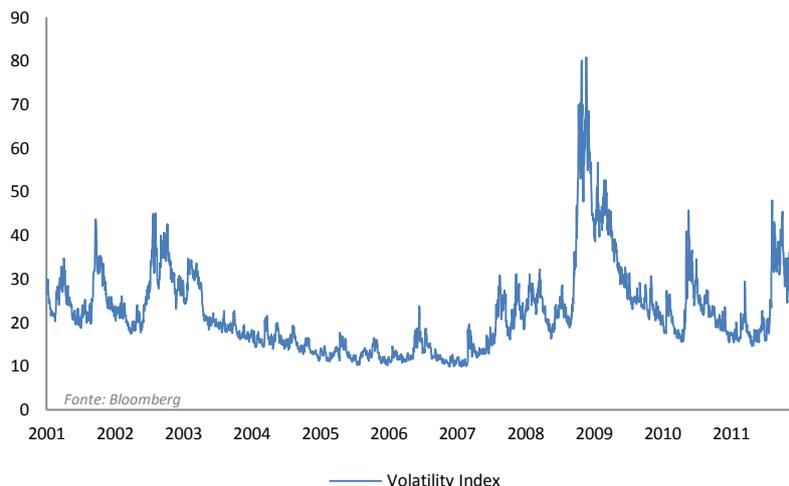
**Grafico 9: Titoli di Stato a 10 anni di Germania e Spagna nell'ultimo decennio, in %.**



Ai mercati naturalmente non piace affatto questa “incertezza protratta” e resteranno altamente volatili. Il Grafico 10 mostra il livello del VIX,

l'indice di volatilità del Chicago Board of Trade, che è un ottimo termometro della "paura" nelle borse valori. Una caratteristica notevole dell'ultimo picco di volatilità è la maggior quantità di tempo necessario per tornare a scendere comparata con picchi anteriori. È stato come un "infarto cardiaco prolungato". Torneremo a esaminare questo grafico.

Grafico 10: Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index (VIX), 2001 - 2011



In definitiva, per le borse valori è stato comunque meno drammatico di quanto si temesse, e i prezzi dei nostri fondi si sono alquanto recuperati dopo la loro caduta estiva.

### Osservazioni sul 2011

Dal punto di vista della gestione dei nostri fondi, il 2011 è stato l'anno più deludente da quando siamo in attività. Il 2008 naturalmente non è stato deludente: è stato disastroso! Ma era parte di uno sviluppo caotico senza precedenti dei mercati che ci aveva colto (a noi e a molti altri!) impreparati. Stavolta invece avevamo eseguito un'attenta e cauta valutazione dei mercati prima di iniziare l'anno, accertando quasi sempre nelle nostre supposizioni. Di conseguenza, avevamo evitato di investire in tutte quelle aree poi rivelatesi delle "trappole di valore", come le banche e molte imprese di servizi pubblici europei, i titoli ciclici, le più sempre costose società di servizi sanitari, ecc. Nel nostro Bollettino Informativo di dicembre 2010 avevamo già anticipato i problemi chiave per il 2011, e ci avevamo azzeccato:

*La crisi dell'Euro è ovviamente ancora aperta. Non si sa cosa succederà, ma una cosa è chiara: la posizione del debito di vari Stati europei è insostenibile, e ciò che è insostenibile va cambiato. Come avverrà tale cambio, non lo sappiamo, ma gli investitori dovranno aspettarsi molti titoloni isterici sui giornali, quando vari*

*paesi dovranno essere soccorsi finanziariamente, o quelli appena soccorsi falliranno, o entrambe le cose. E anche se non succedesse nulla, cosa assai improbabile, i mercati resteranno soggetti a periodici attacchi di panico, per il rifinanziamento degli enormi debiti che scadono durante 2011 (...).*

*La maggior parte dei mercati emergenti deve affrontare invece un problema radicalmente opposto: poco debito e troppa crescita. Se l'inflazione deve essere controllata, e alla fine la si dovrà controllare in un modo o nell'altro, i tassi di interesse dovranno aumentare. Ma questo non è un male: quando un paese aumenta i tassi d'interesse perché sta crescendo troppo in fretta, le sue imprese tendono a comportarsi molto bene. Ma siccome la maggior parte della crescita economica mondiale proviene dai mercati emergenti (soprattutto la Cina), qualsiasi cosa che implichi un rallentamento della loro crescita tende a spaventare i mercati. Il 2011 non sarà differente, e la volatilità potrà colpire soprattutto le società di risorse naturali. Tutti sanno che la ragione fondamentale dei prezzi storicamente alti di tante materie prime è la domanda dei mercati emergenti. Gli investitori probabilmente assumeranno che se questi mercati iniziano a crescere meno, allora i prezzi delle materie prime diminuiranno. Si prevede quindi un'eccezionale volatilità in quest'area.*

Perché allora le "performance" dei nostri fondi è stata così deludente? Nonostante le questioni chiave siano già state discusse nell'ultimo Bollettino Informativo, potrebbe essere utile riprenderle. Ciò è importante perché è assai difficile per un investitore sapere se un fondo sarà un buon investimento in futuro o no. Gli investitori normalmente reagiscono in base alle performance ottenute in passato e, se sono negative, tendono a uscire dall'investimento per mettere i loro soldi in qualcos'altro che "funzioni". Questo funzionerebbe se le performance passate fossero predittive di rendimenti futuri, ma non è così. È dunque essenziale fare uno sforzo per comprendere perché un determinato fondo si comporta in una determinata maniera, se uno vuole una chance di predire future performance, e non solo di estrapolare una performance passata. Diamo uno sguardo al comportamento dei nostri fondi nel 2011, iniziando dal fondo Classic.

Il Grafico 11 mostra l'evoluzione del prezzo delle azioni di due dei nostri titoli dalla fine di febbraio all'inizio di ottobre 2011: McDonald's e Canadian Natural Resources (CNQ), una catena di fast-food e un produttore di petrolio e gas rispettivamente. Nel periodo in esame le azioni di McDonald's sono aumentate del 15,9%, dividendi inclusi, quelle di Canadian Natural Resources hanno perduto invece il 45%. Riproduciamo inoltre l'indice mondiale, sceso di un 19% durante lo stesso periodo, nonché l'evoluzione del prezzo delle azioni di Schlumberger Ltd., leader mondiale di servizi petroliferi, anche queste detenute nei nostri fondi.

Grafico 11: Prezzo delle azioni di Canadian Natural Resources, McDonald's, Schlumberger e MSCI World Index, da fine febbraio a inizi ottobre 2011, in EUR, indicizzato.



L'evoluzione del prezzo delle azioni di McDonald's è stata notevole: +35% sull'indice in 8 mesi. La nostra decisione di comprare società come McDonald's (su cui torneremo più avanti nei dettagli) è risultata nettamente redditizia a breve termine. Ma altrettanto notevole è stata la caduta di CNQ, che sarebbe stata meno sorprendente se la società avesse sofferto seri problemi, il prezzo del crudo fosse crollato o se i suoi profitti globali stessero diminuendo. Ma è successo esattamente il contrario. Il Grafico 12 mostra l'evoluzione del prezzo del crudo durante l'anno (fino al 12,89%, più dell'oro), mentre il Grafico 13 mostra i profitti di CNQ negli ultimi anni e i profitti attesi (secondo l'opinione degli analisti) per l'anno prossimo. Si potrebbe argomentare che la società fosse troppo cara a febbraio, ma nessuno dei multipli normalmente impiegati (rapporto P/E prezzo/utile; P/Bv rapporto prezzo/valore di libro; Valore Patrimoniale Netto, ecc.) sembra sostenere tale affermazione. CNQ è solo un esempio di quanto accaduto a tante altre società di materie prime come Schlumberger, le cui azioni sono cadute come quelle di CNQ durante lo stesso periodo, nonostante le società del suo gruppo stiano ottenendo risultati fenomenali. Con dei prezzi del crudo ben superiori ai 100 \$, le imprese petrolifere stanno incrementando di oltre il 10% i loro budget destinati a esplorazioni per il 2012, irrobustendo così i profitti di Schlumberger. Quasi tutti i nuovi campi petroliferi sono difficili da sfruttare e sono "oil service intensive", ossia che nonostante producano le stesse quantità di crudo, le società come Schlumberger incrementeranno comunque le loro vendite e profitti. Tra parentesi, sia CNQ sia Schlumberger, nonostante le previsioni di crescita più rapida, hanno un P/E inferiore a McDonald's.

Grafico 12: Prezzo del barile di Brent, inclusa Media Mobile a 260 giorni, in USD, 2011

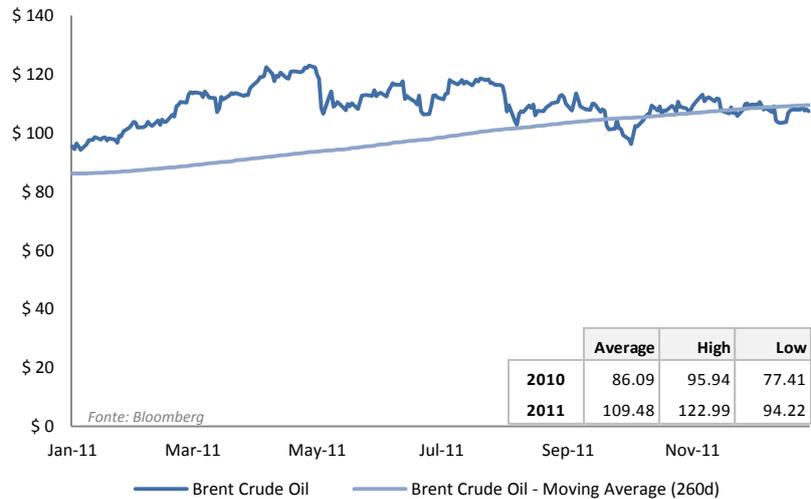
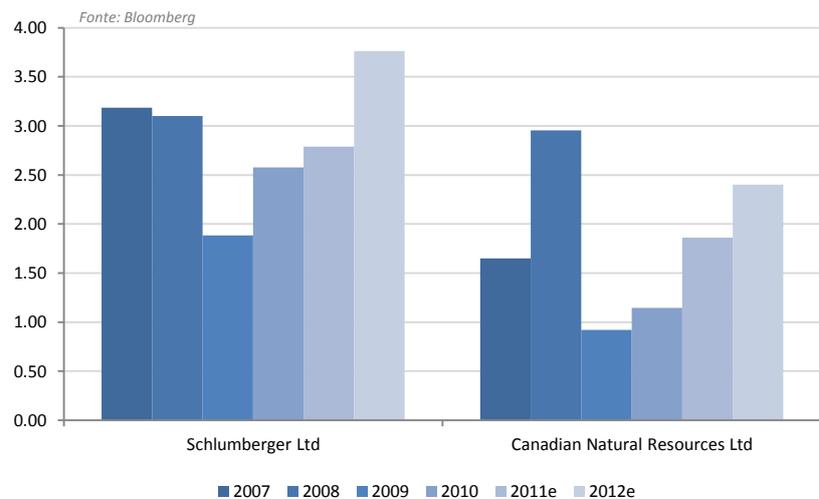


Grafico 13: EPS di Canadian Natural Resources e Schlumberger, in Euro, 2007-2012e.



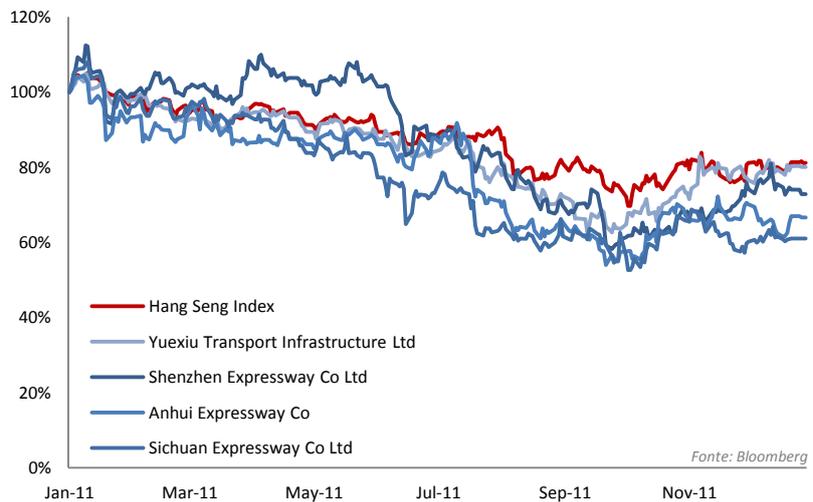
Un'altra società che abbiamo posseduto per molto tempo è Quadra Mining. Aveva aperto l'anno a circa 16 \$ per azione. Durante l'anno, di nuovo per ragioni di "sentiment" del mercato, le azioni hanno continuato a cadere, raggiungendo il prezzo limite di 8,14 \$ ai primi di ottobre. Ai primi di dicembre, KGHM, una società polacca produttrice di rame e argento, ha lanciato un'offerta d'acquisto di 15 \$ in contanti per azione. Da allora l'azione è scambiata al di sopra di tale cifra, mostrando la convinzione dei mercati che un altro giocatore potrebbe offrire ancor di più. Ciò dimostra quanto sincronizzato con la realtà fosse il suo prezzo ai primi di ottobre: in quel periodo, le azioni di Quadra erano scambiate a circa 0,6 volte il loro valore di libro, senza tener conto delle enormi riserve della società.

Dal momento che l'evoluzione del prezzo delle azioni è indotta dal "sentiment" del mercato (come vedremo oltre nei dettagli) e non da fattori fondamentali, quest'ultima si invertirà sola.

Una storia simile vale per un'altra area del nostro portafoglio, con performance assai negative: le azioni asiatiche. Diamo uno sguardo alla nostra maggior posizione in questo mercato: le concessionarie di autostrade cinesi.

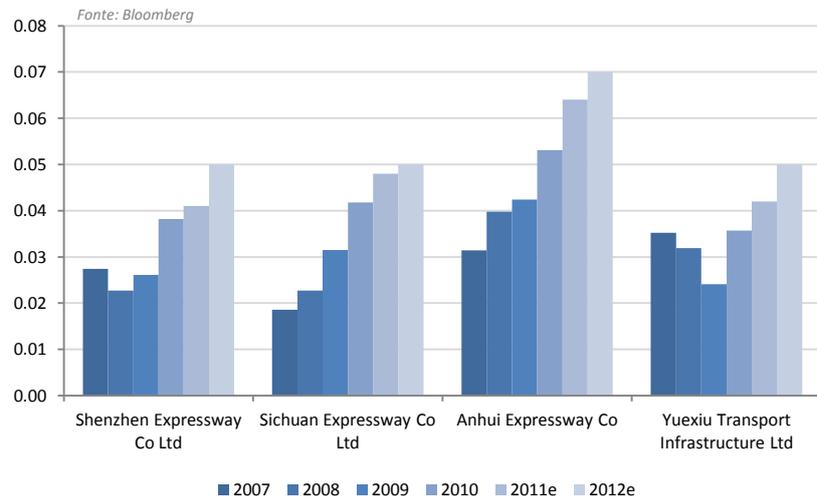
Possediamo (e abbiamo posseduto per vari anni) 4 società concessionarie di autostrade cinesi: Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, e Yuexiu Transport Infrastructure (ex GZI). Il Grafico 14 mostra l'evoluzione del prezzo delle azioni durante l'anno.

Grafico 14: Prezzo delle azioni di Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway, Yuexiu Transport Infrastructure e Hang Seng Index, 2011, in EUR, indicizzato.



Di nuovo, una pessima performance. Ma attenzione alla performance dei loro utili:

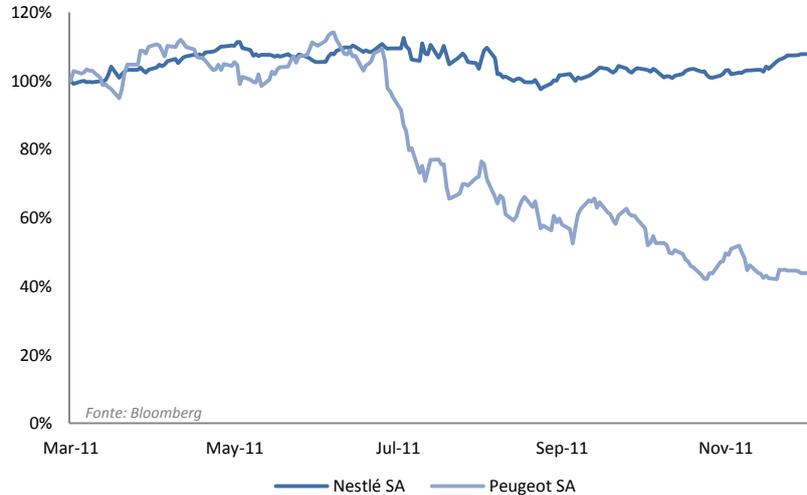
**Grafico 15: EPS di Shenzhen Expressway, Sichuan Expressway, Anhui Expressway e Yuexiu Transport Infrastructure, in Euro, 2009-2012e**



Shenzhen Expressway, per esempio è scambiata con un P/E di 8, paga un dividendo liquido del 6,5% e ha avuto dei livelli di crescita dei profitti a due cifre e continuerà ad averli per molti anni a venire. A titolo comparativo: le concessionarie di autostrade in Europa come Brisa (Portogallo) o Atlantia (Italia) hanno dei P/E superiori a 10 e crescita zero o negativa. Abertis (Spagna) prevede una crescita modesta (3%), ma è scambiata con un P/E di 13,5. Ancora una volta, il "sentiment" del mercato (in questo caso il timore di un duro atterraggio della Cina) ha influito sui prezzi delle azioni ben oltre ai fondamentali.

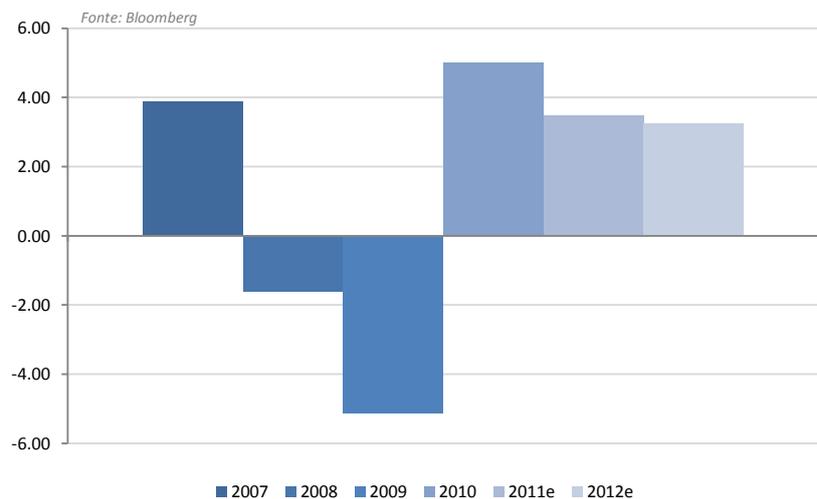
Abbiamo quindi un portafoglio che si è comportato veramente bene, con due aree dove è andato veramente male. Nella nostra presentazione primaverile (e nel Bollettino Informativo di marzo 2011), avevamo casualmente preso Nestlé e Peugeot come esempi, e mostrato perché ritenessimo che Nestlé fosse un miglior investimento, con un P/E di 15, di Peugeot con un P/E di 5. Il Grafico 16 mostra l'evoluzione del prezzo delle azioni da allora, dividendi inclusi: Nestlé è aumentata del 5%, Peugeot è scesa 50%, e l'indice mondiale è sceso di un 4%.

**Grafico 16: Prezzo delle azioni di Nestlé e Peugeot, da fine marzo a fine dicembre 2011, in EUR, indicizzato.**



Riteniamo che in un futuro abbastanza prossimo i prezzi delle azioni di CNQ e Schlumberger ritorneranno ai livelli precedenti la caduta di quest'anno (o persino più alti). Non crediamo però che sarà il caso di Peugeot. Il Grafico 17 mostra i suoi profitti negli ultimi anni, più le aspettative per l'anno prossimo (che in nostra opinione sono assai meno prevedibili di quelle di CNQ o Schlumberger, per non menzionare le autostrade cinesi).

**Grafico 17: EPS di Peugeot, in Euro, 2007-2012e**



Riassumendo: la deludente performance registrata quest'anno è principalmente dovuta alle brusche cadute di due tipi di azioni che dal nostro punto di vista sono state indotte dal "sentiment" del mercato, ma ingius-

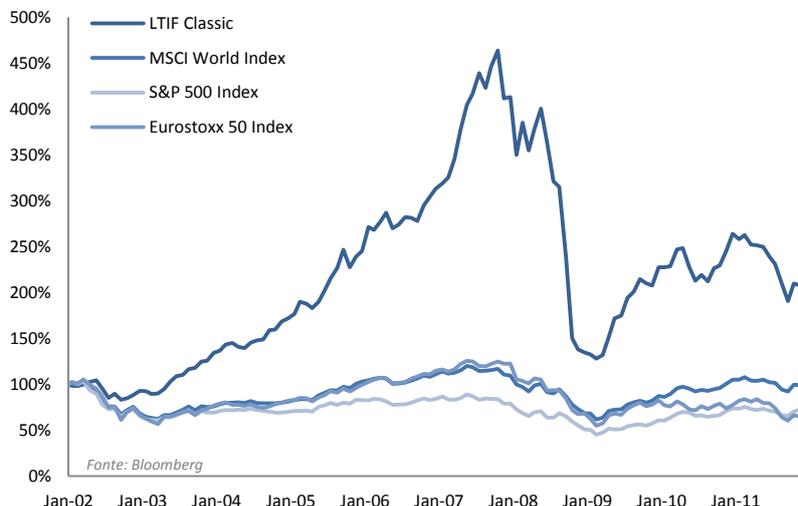
tificate se si guarda ai fondamentali. Ciò significa che siamo comunque molto delusi dalle performance dei nostri fondi, ma ci consola il fatto che le realtà economiche che possediamo (le imprese e non le azioni) quest'anno siano aumentate di valore, e non il contrario.

Detto ciò, non sarebbe realistico negare errori da parte nostra. Alcune società acquistate si sono rivelate meno buone del previsto. Questi errori sono consistiti basicamente nel comprare delle società che sembravano poco care, ma con troppi debiti. In questi casi, è sufficiente che l'attività base vada peggio del previsto per mettere le società in difficoltà. Tra queste possiamo menzionare Enterprise Inns, una catena di pub britannici; Sare, un'impresa edile messicana; Suzano, un fabbricante brasiliano di polpa e carta, oltre un paio d'altre. Questi errori possono accadere, ma quando avvengono in un contesto di mercati troppo nervosi, si manifestano molto in fretta. Senza entrare in maggiori dettagli (disponibili comunque per gli investitori interessati) abbiamo stimato che tali errori siano costati ai nostri investitori tra il 2 e il 4%. Ma come detto prima, siamo sempre convinti che nonostante le perdite i nostri fondi abbiano nettamente più valore oggi che all'inizio del 2011.

#### **I primi 10 anni: cosa è successo, cosa abbiamo appreso e cosa ci aspettiamo per i prossimi 10 anni?**

Il 14 gennaio 2002 lanciavamo il Long Term Investment Fund con un valore totale di 5 milioni di €. Allora, l'indice Eurostoxx 50 era situato a 3.588,51 €. Alla fine del 2011, l'Eurostoxx era a 2.316,55 €, una caduta del 35,44% in 10 anni. L'indice mondiale è passato da 1.105,59 € a 912,49 €. Il nostro fondo è più che raddoppiato, generando rendimenti annuali del 7,81%. Questa performance è stata prodotta in due periodi assai differenti: i primi 6 anni e gli ultimi 4.

**Grafico 18: Fondo LTIF Classic e indici Eurostoxx 50, MSCI World e S&P 500, da gennaio 2002 a dicembre 2011, in Euro, indicizzati.**



Durante i primi 6 anni, il fondo è aumentato di un 465,87%, con delle “sovraperformance” assai regolari rispetto al 20% annuo circa dell’indice mondiale. E questo mentre mantenevamo gli stessi P/E e dividend yield (rapporto dividendo/prezzo azione) globali, ossia che non stavamo semplicemente cavalcando con enorme successo la bolla, come quella dei titoli di Internet del 1997-2000. Ci eravamo riusciti comprando una gran quantità di azioni a bassi prezzi rivendendole a prezzi più alti, e comprando di nuovo azioni a prezzi bassi. Malgrado tali ranking non dicano gran cosa, le performance dei nostri Fondi erano tra le migliori del mondo.

Successivamente abbiamo sofferto la grande crisi del 2008, un parziale recupero nel 2009, un anno di transizione nel 2010 e un anno debole (almeno dal punto di vista della performance, come visto sopra) nel 2011. Cos’è successo? I primi 6 anni sono stati pura sorte? Abbiamo perso le nostre facoltà? È una buona idea investire nel 2012 in fondi gestiti da SIA? Quest’ultima domanda è ovviamente la chiave principale per i nostri investitori, ma per risponderci dobbiamo entrare nei dettagli in ciò che facciamo e come influenza la performance.

La prima spiegazione della nostra eccellente performance iniziale e la successiva correzione potrebbe essere il ripetersi di un fatto casuale. Ciò confermerebbe il luogo comune della finanza che nessuno può battere il mercato a lungo termine. La realtà ha dimostrato invece che alcune persone battono i mercati a lungo termine, ma sono poche. Ma allora, la nostra serie positiva nei primi 6 anni è stata pura fortuna?

È impossibile rispondere a una domanda così categorica, ma possiamo applicare delle analisi statistiche: le probabilità che un fondo batta l’indice di più del 5% per pura fortuna in 1 anno sono del 37%. Ci si aspetterebbe quindi lo stesso per un gran numero di fondi, anche in assenza di

particolari doti di management. Battere l'indice di più del 5% per 2 anni consecutivi è un po' più difficile: le probabilità di farlo per pura sorte sono solo del 14%. Ma farlo per 6 anni di seguito è un miracolo in linea di principio è riservato solo allo 0,003% dei fondi (si tratta di un'analisi statistica di probabilità: ignoriamo infatti se tali fondi esistano davvero). Ma il fondo LTIF Classic ha battuto l'indice del 20% l'anno in tutti questi 6 anni. Le probabilità che ciò accada sono dello 0,0000075%. Non sono zero, ma comunque scarsissime. Sembra quindi ragionevole sostenere che non ci siamo riusciti per pura fortuna.

Ma allora come abbiamo fatto? Come detto prima, non abbiamo semplicemente comprato dei titoli che si sono rivalorizzati tantissimo. Abbiamo adottato una strategia esplicita, e ben documentata nei nostri Bollettini Informativi, di investimento di valore. Abbiamo seguito questa strategia, comprando e vendendo più di un centinaio di titoli di diversi settori e paesi durante questo periodo. Le radici del nostro successo risiedono pertanto in una buona strategia, ben implementata nel corso di più di 6 anni.

Abbiamo dunque una buona strategia, ben implementata, che ha fruttato magnifici rendimenti per 6 anni, ma che adesso non sembra funzionare tanto bene. Perché? Il mondo è cambiato tanto che la nostra strategia non è più valida? Siamo diventati incompetenti? In qualche modo, sorprendentemente la risposta giusta è che veramente eravamo piuttosto fortunati all'inizio e assai sfortunati alla fine! Permetteteci di spiegarlo nei dettagli.

La nostra strategia consiste (ed è sempre consistita) nel cercare società le cui azioni, per varie ragioni, sono vendute al disotto di quello che noi riteniamo sia il loro "valore intrinseco", ossia un prezzo che offre rendimenti veramente buoni a lungo termine come proprietari di quella società. Non abbiamo mai cercato di tirare a "indovinare" come andranno i mercati in generale o le nostre azioni in particolare. La nostra premessa di base è: compra una buona azienda a un prezzo basso e aspetta che l'azione rifletta gli utili aziendali. Se l'analisi è corretta (ossia quando gli utili ci sono), la strategia funziona in termini di rivalutazione del prezzo delle azioni a lungo termine.

Ma per funzionare sul breve e medio periodo (ossia da 1 a 5 anni) la strategia richiede 2 fattori, a prescindere dalla qualità degli analisti: la disponibilità di buone società a prezzi bassi e un mercato che attribuisca loro dei prezzi che tengano in conto il loro valore fondamentale.

Siamo stati fortunati nel senso che entrambi i fattori si sono verificati durante i primi 6 anni di operatività dei nostri fondi. C'erano tante società abbastanza buone e poco care in cui potevamo investire. I mercati avevano sperimentato il crash della bolla di Internet che aveva trascinato con loro anche tante buone società. Queste società non si erano neppure rivalutate perché erano fuori moda: le azioni di Berkshire Hathaway, per esempio, erano scese del 50% nel 1999 perché la società non era considerata parte della "New Economy," nonostante avesse registrato profitti record. Oltre a queste buone e sottovalutate società vecchio stile, avevamo

“scoperto” anche vari settori scarsamente, seguiti dopo vari anni di sottoperformance: energetico, minerario, trasporto marittimo, ecc. Una volta iniziato ad analizzare queste società, non riuscivamo a credere quanto fossero economiche, specie quando si comprendono le dinamiche a lungo termine di domanda e offerta dei loro settori. A quel tempo pochi investitori potevano capirlo, così eravamo riusciti a comprare queste società a prezzi ridicoli (alcune di loro hanno moltiplicato quel prezzo, ma anche così sono ancora economiche). Dal punto di vista della nostra strategia, ci trovavamo di fronte a opportunità in abbondanza.

Anche la seconda condizione si è verificata fino alla metà del 2007: i mercati erano relativamente rapidi nel riconoscere il valore, come si può dedurre indirettamente dall'Indice di volatilità mostrato nel Grafico 10. Gli investitori non avevano “paura” e continuavano a cercare dei buoni investimenti. Se noi ne trovavamo uno, trascorrevano poco tempo (pochi trimestri) prima che il mercato ne riconoscesse il valore e fissasse il prezzo di conseguenza. È un dettaglio importante perché questo riconoscimento rapido o “quick mark-up” ci permetteva di vendere le azioni originali e di comprarne altre a prezzi bassi (perché continuavamo a trovarne). Il risultato è stato un incremento superiore al 20% annuo nell'EPS (utili per azione) del fondo che poche società possono vantare per 6 anni consecutivi. In quel momento, la nostra performance era il risultato di un mondo pieno di opportunità, una strategia disegnata per trovarle e approfittarne, e un lavoro svolto ragionevolmente bene nell'applicazione di detta strategia.

Ma cosa sta succedendo adesso? La nostra strategia è la stessa e abbiamo imparato molto sugli investimenti in questi anni. Non siamo diventati improvvisamente stupidi. Qualche fattore esterno sta creando problemi: questo fattore esterno può essere rinvenuto anche nel Grafico 10: dopo il crash massiccio del 2008, gli investitori si sono abituati a speculare con problemi macroeconomici.

Nei 25 anni precedenti al 2008, i mercati erano piuttosto indifferenti ai problemi “di vita o di morte”. Si susseguivano i boom e le recessioni, ma sempre moderati e in zone del mondo e in tempi diversi. In nessuna circostanza si arrivava a pensare l'intero “sistema” potesse collassare (qualunque cosa significhi, che non è molto). Infatti, una volta digerita l'ultima bolla speculativa, i primi anni di questo secolo erano noti come di “grande moderazione”. La volatilità rilevata dall'indice VIX è rimasta a livelli minimi record per vari anni prima del 2008. Poi all'improvviso tutto sembra crollare, persino la banca dove tenere i risparmi di tutta la vita può svanire da un momento all'altro. I prezzi degli attivi reagiscono di conseguenza facendosi, prendere preda del panico. Poi intervengono le autorità per salvare la situazione: gli attivi che avevano anticipato il collasso totale, rimbalzano con forza. Ma se le soluzioni non sono definitive, si verifica un nuovo crollo. E così di seguito per 4 anni.

I grandi investitori di valore a lungo termine, come Warren Buffett, Sir John Templeton, Peter Lynch, ecc. hanno sempre detto di prestare alcuna

attenzione all'ambiente macroeconomico. Ci sono due ottime ragioni per questo loro disinteresse: la prima è che per quanta attenzione si presti, è impossibile indovinare cosa succederà. L'altra è che in realtà non importa a lungo termine: le buone imprese devono affrontare ogni tipo di ambienti, ma sopravvivono.

Ciononostante, quando il mercato si fissa su dei problemi macroeconomici seri, a breve termine finisce per ignorare tutti i fondamentali, per concentrarsi sul prossimo discorso di qualche funzionario pubblico neoeletto sul "problema del giorno". Si tratta di un ambiente in cui il nostro know-how non è assolutamente in grado di produrre buone "performance", misurate come crescita relativamente stabile dei prezzi delle nostre azioni. Per noi, un tale ambiente è assolutamente aleatorio, e non possiamo farci molto.

Ma torniamo ora ai nostri investimenti, prendendo come esempio le società di risorse naturali. Proprio adesso si stanno scambiando a quello che riteniamo sia un prezzo troppo basso. Noi crediamo che comprarle ci frutterebbe in media dei rendimenti annuali assai superiori al 16% per vari anni a venire. Ciò naturalmente implica che i prezzi del crudo e del rame si comportino più o meno come prevediamo. Abbiamo già spiegato in vari Bollettini Informativi come realizziamo le nostre stime di questi prezzi a lungo termine, e abbiamo dimostrato di aver accertato per più di 5 anni.

Come la maggioranza dei nostri lettori saprà, il petrolio attualmente è negoziato intorno a 100 \$ il barile. Riteniamo vi sia una possibilità che il prezzo cada nei primi mesi del 2012 per recuperarsi fortemente di seguito. L'offerta proveniente dalla Libia si sta recuperando e l'economia mondiale sta crescendo poco meno del previsto. Potremo assistere a una discesa del prezzo del petrolio fino a 80 \$ per poi risalire sopra i 100 \$. Questo è quanto prevedono le nostre stime sul valore a lungo termine per le nostre società petrolifere.

Tutti sanno che quando il prezzo del petrolio scende, le azioni delle petrolifere tendono a fare altrettanto. Ma la nostra analisi (e il buon senso) dimostrano che vendere petrolio a 80 \$ invece che a 100 \$ per pochi mesi non cambia il valore intrinseco delle nostre società. Dovremmo vendere perché temiamo che cada il prezzo delle azioni, anche se il valore intrinseco resta lì? Dovremmo giocare ad anticipare cosa farà il mercato, senza preoccuparci dei valori fondamentali?

Fino ad oggi abbiamo seguito una strategia "basata sui fondamentali": compriamo a quello che riteniamo sia un prezzo basso, considerando il valore a lungo termine della società, e vendiamo quando il prezzo è alto. E questa è la strategia che vogliamo continuare a seguire. Non possiamo in tutta onestà comprare e vendere azioni basandoci su intuizioni relative a cosa faranno i mercati il mese prossimo, perché non abbiamo facoltà speciali per applicare una tal strategia con possibilità di esito. Ciò significa che quando tutti pensano che i mercati andranno male, probabilmente sarà così (perché tutti gli altri svenderanno).

È quindi assai importante per i nostri investitori riconoscere cosa stanno comprando quando investono nei nostri fondi. Stanno comprando posizioni in società che noi riteniamo siano ottimi investimenti a lungo termine. Non stanno comprando uno strumento del mercato azionario i cui manager cercheranno di “battere” il mercato qualunque cosa faccia. Periodi come quello attuale sono difficili perché l’analisi dei fondamentali conta poco sui risultati a breve e medio termine. Ma noi crediamo nella bontà della nostra strategia a lungo termine e crediamo di aver fatto ragionevolmente un buon lavoro applicandola.

Tuttavia, non significa che non vi siano stati errori. Li abbiamo fatti e abbiamo cercato di apprendere da questi. Nei paragrafi successivi mostriamo alcune cose che abbiamo imparato, nessuna delle quali si può dire che sia una grande “scoperta”. Se obbligati, dovremmo ammettere che “sapevamo” queste cose, ma che le abbiamo viste mettere in pratica per molto tempo; adesso ne abbiamo ricavato delle regole specifiche cui attenerci che non avevamo seguito in passato.

Cosa abbiamo appreso?

1. **Equilibrio tra rischio e premio.** La lezione più importante che abbiamo appreso, perché ha il maggior impatto sulla performance, è che non possiamo ambire ai massimi rendimenti, anche in quei casi in cui siamo totalmente convinti della correttezza delle nostre analisi e gli eventi finiscono darci la ragione. Gli investimenti con rendimenti veramente alti sono accompagnati da una forte volatilità, e vi sono dei limiti alla volatilità che può affrontare un fondo pubblico. I casi invece in cui non abbiamo ragione (fortunatamente meno frequenti) sono anche peggiori: le perdite sono notevoli. Adesso stiamo operando con un portafoglio estremamente bilanciato, come spiegheremo oltre.
2. **Trappole di valore.** Durante la maggior parte degli ultimi anni del nostro lavoro abbiamo usato, sia nella selezione di titoli sia nella comunicazione con i nostri investitori, dei termini come “P/E basso” quasi sempre di come sinonimo “poco costoso”. Naturalmente, abbiamo sempre saputo che dei P/E bassi a volte non sono buoni, e abbiamo agito di conseguenza. Sapevamo pure il contrario, cioè che una società mineraria, per esempio, che sta per aprire una nuova miniera e raddoppiare la sua produzione, può essere assai attraente, anche se il suo P/E è alto per l’anno in corso. Questo è il motivo per cui abbiamo iniziato a usare il termine “P/E aggiustato” (come spiegato nel Bollettino Informativo di dicembre 2007), e di recente abbiamo pubblicato il nostro Rendimento Atteso per il fondo invece del suo P/E (vedasi oltre per ulteriori approfondimenti). Ma si tratta di qualcosa di più profondo: un’azione può costituire un grande investimento, anche se ha un “P/E strutturalmente alto” e viceversa, un P/E permanentemente basso potrebbe non essere un indicatore di un buon investimento.

Avevamo già approfondito la questione nel Bollettino Informativo di marzo 2011, spiegando perché ritenessimo che Nestlé, con un P/E di 15, fosse un investimento migliore di Peugeot con un P/E di 5. La ragione fondamentale è che le azioni si comprano per sempre, ossia un lungo periodo di tempo. Dato che le società non pagano tutti i loro utili come dividendi, i nuovi utili che generano su quelli trattenuti per reinvestirli sono la chiave per determinare i rendimenti a lungo termine. Le società in grado di reinvestire una parte importante dei loro profitti in attività altrettanto redditizie, valgono molto di più di quelle che non possono farlo. Tuttavia, le società con un P/E basso possono intrinsecamente essere distruttrici di valore se reinvestono i loro profitti in attività rovinose, come hanno fatto per esempio la maggior parte di quelle del settore automobilistico e le linee aeree.

- 3. Essenzialità dell'allineamento tra management ed azionisti.** Si tratta di una questione vincolata in certo modo al punto precedente. Immaginate una società che opera in un settore estremamente redditizio, ma in cui le opportunità di crescita non sono buone perché il mercato è saturato. Il modo in cui il management gestisce gli "eccessi di liquidità" sarà la chiave per determinare la profittabilità a lungo termine di tale società. La maggior parte dei manager preferisce reinvestire le liquidità (anche se in attività pessime) piuttosto che distribuirle tra gli azionisti. Dato che per definizione il loro core business non può crescere, presenteranno i loro investimenti come grandi opportunità. Ciononostante, tali investimenti spesso consistono in escursioni in altri paesi o in altri settori in cui la società non possiede alcuna esperienza, o consistono nell'acquisto di buone società a prezzi estremamente bassi, distruggendone così il valore per gli azionisti che le comprano. È difficile trovare dei manager, le cui remunerazioni in realtà sono sostanzialmente legate alle dimensioni delle società che dirigono, che rinuncino alla crescita di una società non redditizia per distribuire gli eccessi di liquidità tra gli azionisti.

Si tratta di qualcosa che naturalmente sapevamo, ma che abbiamo appreso con le cattive, ossia che l'allineamento del management con gli azionisti è uno dei criteri chiave per l'investimento. Anche quando tutti gli altri dati puntino a un gran case di investimento (alti rendimenti attesi, solida posizione competitiva, basso prezzo delle azioni, ecc.), si deve evitare di investire quando non c'è allineamento tra gli interessi del management e gli azionisti. Il management può facilmente distruggere gran parte del valore creato da un'impresa, per cui la sua attitudine è determinante. Essenzialmente, si richiede una prospettiva di lungo termine per decidere se una società è un investimento di valore o no, a prescindere (fino a un certo punto) dal suo P/E attuale.

4. **La maggioranza delle piccole imprese sono troppo fragili per costituire investimenti sicuri.** È evidente che viviamo in un mondo piuttosto imprevedibile. Il gioco non consiste pertanto nell'assicurare che non succederà nulla di brutto (un compito impossibile), ma piuttosto nell'investire in società che possono sopportare tutte le difficoltà che il mondo gli può riservare. Sfortunatamente, le piccole imprese raramente sono sufficientemente resilienti e normalmente tendono a non godere di seconde opportunità. Per cui risultano interessanti solo le imprese non indebitate e con un track record comprovato.
  
5. **Il debito è tossico.** Si è appena chiuso un ciclo in cui il denaro era gratis, ed è iniziato uno in cui non c'è più disponibilità di denaro. Per quanto sia duro da credere, solo 5 anni la Spagna fa pagava meno per il suo debito pubblico che la Germania (come già detto sopra) e le imprese potevano chiedere in prestito tutto il denaro che necessitavano per ogni tipo di progetti. Il problema della liquidità è che esiste solo finché non se ne ha davvero bisogno. Il debito non è un solo un amplificatore nel senso che se gli utili sono positivi questi aumentano e se sono negativi diminuiscono. Se fosse solo così, la volatilità potrebbe anche essere gestita. Il vero problema dell'indebitamento è che presto o tardi le società non saranno più in grado di appianarlo, e saranno di conseguenza obbligate a liquidare i loro attivi al prezzo più basso del ciclo. Le imprese (o le persone) indebitate termineranno soffrendo perdite permanenti. È solo questione di tempo. Uno può anche farla franca per molto tempo, ma in un fondo d'investimento come il nostro, che ha in previsione di restare a lungo sul mercato, il debito alla fine può condurre solo a pessimi rendimenti.

Oltre a queste "lezioni", abbiamo appreso molto anche su una gran quantità di società e settori industriali. Il lato positivo del lavoro di analisi è che è ampiamente cumulativo: una volta appreso come funziona un determinato settore industriale, poi si devono solo applicare i nuovi sviluppi, che richiedono per la loro analisi molto meno tempo dell'originale. Nel corso degli anni, abbiamo accumulato pertanto una gran quantità di esperienza su come valutare le società cicliche, le società di prodotti di consumo e di risorse naturali, le compagnie di assicurazioni e di riassicurazioni. In aggiunta, ci siamo familiarizzati con i particolari di molte società e persino con i loro manager. Tutto ciò rende la nostra gestione dei fondi più solida, aprendo nuove possibilità per il futuro.

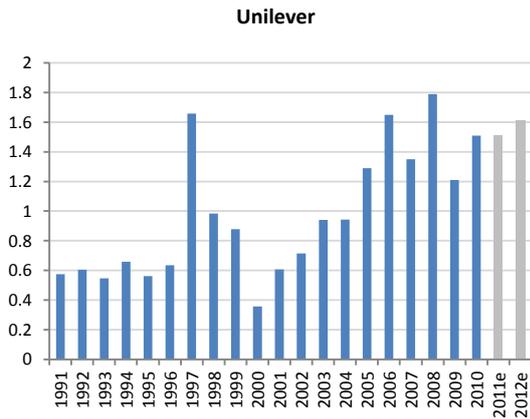
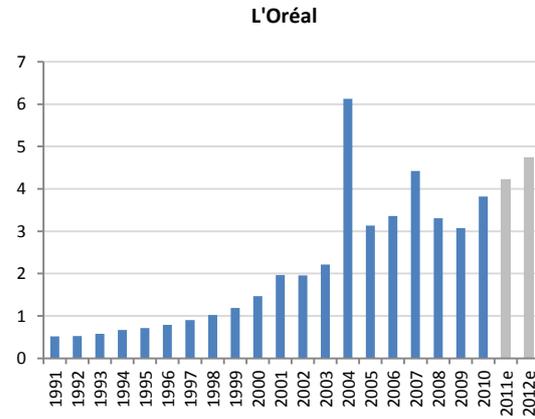
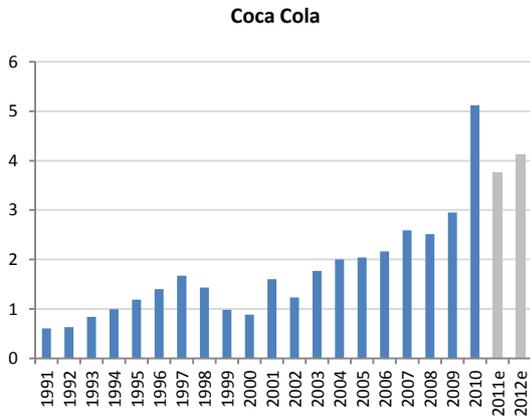
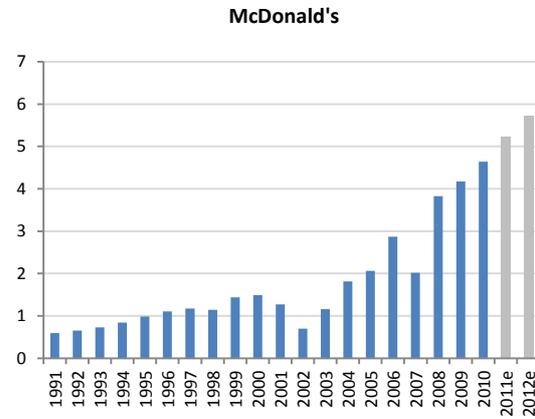
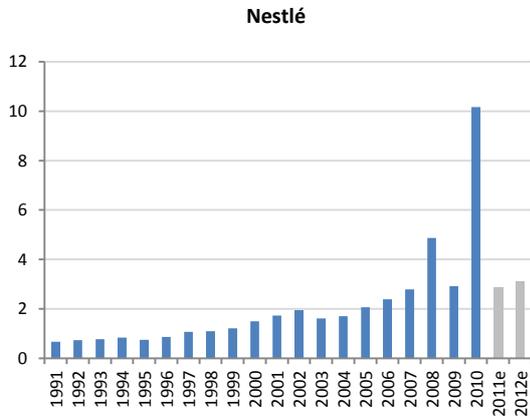
#### Come costruiamo i nostri portafogli

Tutti questi insegnamenti ci hanno indotto a strutturare le nostre scelte di investimento in un modo differente e che riteniamo sia relativamente originale, che dovrebbe contribuire inoltre ad assicurare buoni risultati. Le nostre scelte d'investimento adesso comprendono vari concetti e pratiche fondamentali.

1. **Il concetto di “titolo esente da rischi”.** Dato che desideriamo investire la maggior parte dei nostri fondi in titoli azionari comuni, iniziamo a determinare quale sia l’investimento “meno rischioso” che si possa fare. Naturalmente si tratta di una questione importantissima. L’intero edificio della finanza accademica e professionale è basato sull’idea di determinare prima il rendimento dell’“attivo esente da rischi” e poi analizzare quale dovrebbero essere gli spread (premi) di tutti gli altri attivi, dato il loro rischio extra. Adesso cerchiamo di adattare questo concetto al mondo delle azioni.

Ma cos’è un “titolo esente da rischi”? È possibile che esista tal cosa? Naturalmente, in un mondo che ha assistito al downgrade del debito pubblico USA non sembra che esistano tanti attivi veramente esenti da rischi. In fin dei conti, potrebbe anche scoppiare una guerra nucleare. Ma eccettuati i cataclismi veramente catastrofici, vi sono dei titoli che in nostra opinione, non solo sono i meno rischiosi in relazione ad altri, ma sono anche veramente esenti da rischi sul lungo periodo in termini assoluti. Alcune imprese operano in certi settori e godono di una posizione tale che è possibile prevedere una profittabilità a lungo termine praticamente in ogni circostanza. In tal senso, la crisi del 2008-09 è stata utile perché ci fornisce realmente un test di stress dal vivo assai severo. Il Grafico 19 mostra gli indici EPS (utili per azione) nel corso degli ultimi 20 anni di un certo numero di società come Nestlé, McDonald’s, Coca-Cola, L’Oréal, Unilever.

Grafico 19: EPS di Nestlé, McDonald's, Coca-Cola, L'Oréal e Unilever, in valuta principale, negli ultimi 20 anni (Fonte: Bloomberg)



Naturalmente, ciò non è sufficiente per osservare un livello veramente stabile di profittabilità: dato che il futuro può differire (e differire) dal passato, dobbiamo comprendere perché queste società sono così stabili. Dopotutto, anche imprese una volta redditizie (vedasi Kodak) a volte smettono di esserlo.

Prediamo l'esempio di Nestlé. È una società che opera basicamente nell'industria alimentare, un settore assai stabile, perché la quantità di alimenti consumata ogni anno è basicamente la stessa a prescindere dalle circostanze economiche. Differisce quindi enormemente per esempio dal settore automobilistico o delle linee aeree, in cui la recessione ha un forte impatto sulla domanda. Ma ci sono altre ragioni alla base della stabilità di Nestlé. Vende tanti tipi di prodotti alimentari con il proprio marchio, difficili da replicare, attraverso dei canali di distribuzione che sono difficilissimi da penetrare, ed è presente inoltre in 113 paesi. Nestlé opera nel settore da decenni ed ha accumulato un'enorme esperienza nei suoi vari ambiti di attività. Quando una linea di prodotti non ottiene le performance attese in un determinato paese, una società come questa può mettere in atto una vasta gamma di misure per risolvere il problema. È assai difficile immaginare un motivo per cui in un determinato anno si debba assistere a una forte caduta dei suoi profitti. Infatti non ha sofferto una tale caduta nemmeno durante la "Grande Recessione" più recente. Il futuro certamente sarà diverso dal passato, ma prevediamo che Nestlé dovrà affrontare meno problemi di Apple Inc., per esempio. Nestlé infatti è molto meno dipendente da inattese innovazioni radicali; non è soggetta al rischio costante di interventi normativi governativi, come le banche o i servizi pubblici; non sopporta rischi di concorrenza (vende in tutte le valute del mondo e si rifornisce di prodotti in tutto il mondo); e non ha debiti. Le sue attività non richiedono forti investimenti di capitale anticipato. Inoltre, può facilmente aumentare o diminuire il livello dei suoi impegni nei differenti settori e paesi per adeguarli a eventi impreveduti (almeno in comparazione con altre società come raffinerie di petrolio, dato che possiedono solo pochi attivi completamente fissi).

Certo, anche in società come Nestlé possono verificarsi dei problemi: hanno avuto la loro dose di scandali, qualcuno potrebbe avvelenare i loro prodotti o uno dei loro stabilimenti potrebbe esplodere causando molte vittime. Ma nemmeno uno di questi eventi probabilmente menomerebbe la profittabilità della società in modo permanente.

Ciononostante è possibile abbassare ulteriormente il rischio di possedere azioni di Nestlé, possedendo azioni non solo di Nestlé, ma una cesta di azioni come mostrato nel Grafico 19 (più tante altre comparabili). Si tratta di azioni con caratteristiche strategiche identiche, la cui diversità contribuisce ad abbassare il rischio globale del portafoglio. È importante sottolineare che nel mondo re-

ale tale cesta di azioni probabilmente contiene meno rischi di qualunque altro attivo che si possa comprare, e sicuramente meno che il settore immobiliare, i titoli del debito pubblico di investment-grade (che sono soggetti a seri rischi inflazionistici) metalli preziosi, ecc. Dato che si tratta di azioni, i loro prezzi saranno quotidianamente soggetti ad alti e bassi, ma come generatori di profitti, possiamo fidarci della stabilità di queste società.

Una volta determinato che esiste davvero un gruppo di titoli contenenti un rischio economico reale veramente basso, dobbiamo determinare quanto sia redditizio detenerli. Ciò è facilissimo per quanto riguarda i tradizionali "attivi esenti da rischi", come i titoli di stato a breve scadenza: basta leggere i giornali. I titoli del tesoro USA a 1 anno rendono lo 0,1% dalla data odierna. Valutare dei titoli azionari è un po' più complicato.

Nel nostro Bollettino Informativo di marzo 2011, avevamo spiegato come valutavamo una società così stabile come Nestlé:

*La società esibisce un solido indice RoE (Return on Equity – rendimento del capitale netto) intorno al 18%-20% annuo. Versa la metà dei profitti che genera in dividendi e reinveste il resto. L'attuale dividend yield (rapporto dividendo-prezzo) è del 3,5%. Ciò significa che, come detentori di 1 azione di Nestlé, riceviamo il 3,5% del prezzo attuale dell'azione in cash (il dividendo), mentre un altro 3,5% (l'altra metà dei profitti) è trattenuto dalla società reinvestendolo con un RoE medio, diciamo, del 19%. Ciò significa che il dividendo può aumentare di un altro 8%-10% circa l'anno. E questa è la realtà dei fatti degli ultimi 20 anni.... Se un determinato investimento paga un 3,5% cash e questo dividendo cresce un 8% l'anno, equivale a un investimento che rende un 11,5% ogni anno. Ed è questo che il prezzo delle azioni di Nestlé, dividendi inclusi, ha riflesso negli ultimi 20 anni...*

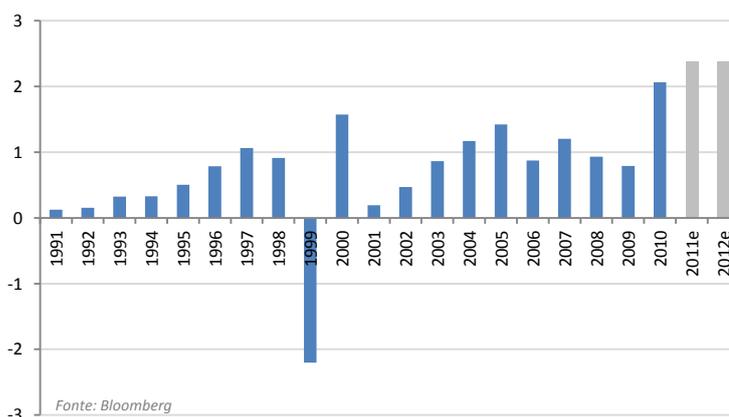
Applicando questo approccio, ci possiamo attendere un rendimento ai prezzi attuali da questi "titoli esenti da rischi" pari a un 11% medio nel lungo periodo.

Adesso abbiamo un attivo (o meglio una cesta di "titoli esenti da rischi") che rende intorno all'11%. In un contesto di tassi di interesse estremamente bassi, crediamo si tratti di un rendimento veramente ottimo: un investimento a lungo termine comparabile potrebbero essere i Bund tedeschi a 20 anni, che attualmente rendono il 2,5%. Ed è importante sottolineare che i titoli di stato corrono un rischio di inflazione reale, mentre i titoli azionari ne sono immuni. Il rendimento differenziale *reale* è pure migliore per i titoli azionari.

Dal momento che questi sono “titoli esenti da rischi” e che ci offrono quello che riteniamo sia un rendimento assai soddisfacente, possiamo semplicemente investire tutti i nostri soldi in questi titoli. Difatti, noi per comprare qualsiasi altra classe di titoli, dobbiamo trovarci un rendimento extra che possa compensarci i rischi che correremo al detenerli.

2. **Il “differenziale di rischio”.** Prendiamo ad esempio una società come Intel Corp. (che possediamo), leader mondiale assoluta nella produzione di chip di CPU per computer (il “cervello” del PC): la sua quota di mercato è superiore al 70% e cresce. La sua posizione è difficilmente attaccabile: le sue economie di scala sono enormi e le permettono di superare qualsiasi concorrente per spese e investimenti in ricerche e impianti. Ciò si traduce in un’eccellente redditività a lungo termine, come mostrato nel Grafico 20.

Grafico 20: EPS di Intel, in USD, negli ultimi 20 anni.

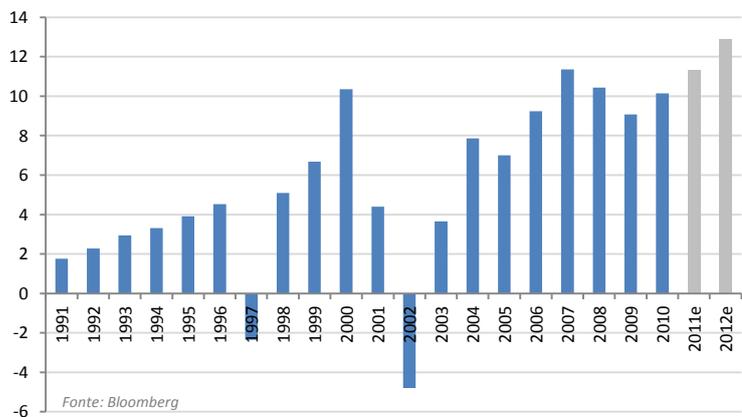


Ma cosa le serba il futuro? Ebbene, è difficile immaginare Intel perdere le sue posizioni nel settore. Ma la società è stata lenta a entrare nel settore dei chip di basso consumo, che sono il nucleo di smartphone e tablet. La sua attività è ad alto impiego di capitale ed è soggetta ad alti e bassi. Sembra più sicuro scommettere che Nestlé venderà ancora cioccolato tra 20 anni piuttosto che Intel conservi la sua posizione attuale. Nonostante la sua posizione sia attualmente eccellente e la sua crescita sia maggiore di quella tanti dei titoli veramente “esenti da rischi”, in realtà non è “esente da rischi”. Di conseguenza, investiremo in Intel soltanto se ci offre un Rendimento Atteso nettamente superiore a quello dei titoli esenti da rischi (ossia il 20% o più).

Potremmo continuare ad analizzare titoli osservando prima i loro relativi livelli di rischio (ossia l’incertezza dei loro rendimenti) e poi il “differenziale” (o l’assenza di questo) di tali rendimenti in

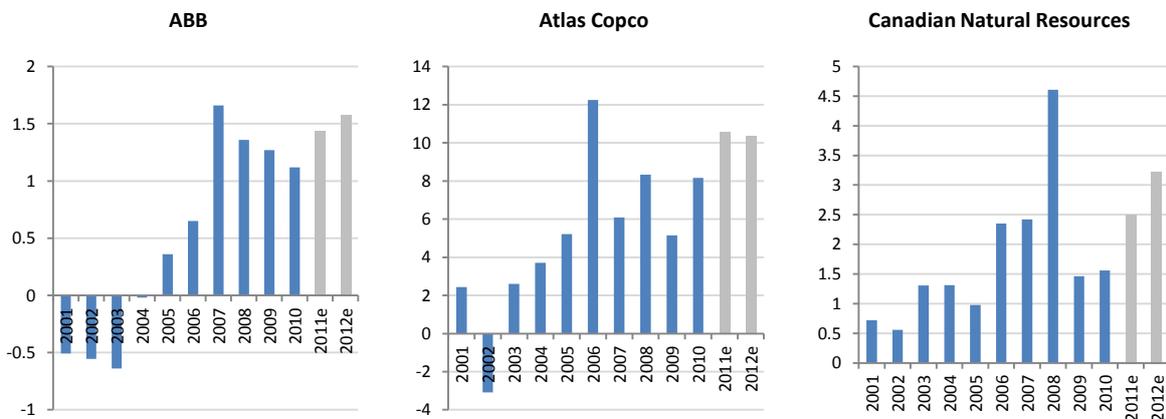
comparazione con i titoli “esenti da rischi”. Noi di SIA suddividiamo tutti i titoli in 4 categorie, denominate semplicemente categoria da 1 a 4. La categoria 1 comprende i titoli esenti da rischi. La categoria 2 comprende le società con posizioni estremamente solide e rischio assai ridotto, ma con alcuni punti interrogativi (rischio tecnologico, rischio normativo, rischio di concorrenza, ecc.) Intel rientrerebbe in una di queste società, come pure Roche (il Grafico 21 mostra i dati storici della società). Anche molte compagnie di riassicurazioni potrebbero rientrare in questa categoria.

Grafico 21: EPS di Roche, in CHF, negli ultimi 20



La categoria 3 comprende le società molto solide ma soggette agli inevitabili cicli economici propri dei settori di appartenenza. Rientrano in questa categoria solide società industriali (ABB, Atlas Copco) nonché produttori leader di materie prime (il Grafico 22 mostra i dati storici di queste società).

Grafico 22: EPS di ABB, Atlas Copco e Canadian Natural Resources, nelle valute principali, nell'ultimo decennio (Fonte: Bloomberg)



Per finire, la categoria 4 comprende le società che possono correre il rischio di passare per un "brutto periodo": per esempio le imprese produttrici di materie prime d'alto costo, le imprese fortemente cicliche, ecc.

Quando analizziamo delle società, innanzitutto le assegniamo a una determinata categoria e procediamo solo se crediamo che il Rendimento Atteso sarà sufficientemente alto per questa categoria. Viste le attuali condizioni, domandiamo un Rendimento Atteso del 12% per comprare un nuovo titolo della categoria 1, del 14% per la categoria 2, del 16% per la categoria 3, e del 18% per la categoria 4. Le vendiamo se il Rendimento Atteso scende di più di 2 punti, se il prezzo delle azioni è salito o se crediamo che la società genererà permanentemente meno profitti di quelli che ci aspettiamo.

- 3. Costruzione del portafoglio.** Cerchiamo di mantenere un buon equilibrio tra diverse categorie, e abbiamo stabilito un investimento target del 25% circa in ognuna di esse. Ma questo è condizionato dalla possibilità di scoperta effettivamente altre buone società che siano abbastanza economiche (ossia che offrano il Rendimento Atteso desiderato) in ogni categoria. Altrimenti spostiamo i nostri investimenti verso le categorie 1 e 2.

Questa categorizzazione ci aiuta a spiegare cos'è successo al nostro portafoglio nel 2008: avevamo investito una grossissima parte di questo nelle categorie 3 e 4. Con l'arrivo della crisi, i risultati ne hanno sofferto. Molte delle nostre società si sono comportate bene e hanno recuperato la loro redditività. Ma alcune no e di conseguenza, scottati dagli eventi del 2008, abbiamo modificato sostanzialmente il nostro portafoglio spostandolo di più su quelle che adesso chiameremmo categorie 1 e 2, in un momento in cui le categorie 3 e 4 venivano scambiate infatti a prezzi stracciati dopo la crisi. Questo è il motivo per cui, nonostante la performance del 2009 sia stata veramente ottima (68,9%), ha sofferto una nuova ricaduta poco dopo essersi recuperata.

In nostro portafoglio Classic attualmente sta registrando un inatteso rendimento superiore al 15%, e una volatilità assai inferiore a quella cui eravamo abituati. Il suo successo dipenderà naturalmente corretta determinazione da parte nostra dei Rendimenti Attesi e la nostra disciplina nel vendere azioni quando salgono i prezzi, che provocano che lo spread sui titoli esenti da rischi non sia più sufficientemente interessante. Ma è difficile: significa vendere dei titoli che avevamo "scoperto", che si stanno comportando meglio del mercato e che sono ancora poco cari. Ma se vogliamo mantenere il nostro approccio di valore, non possiamo affezionarci a nessun titolo e dobbiamo venderlo una volta che raggiunge il prezzo limite (determinato per la sua categoria).

## Il futuro

Onestamente riteniamo che un portafoglio costituito intorno a titoli veramente a basso rischio e che rendono il 10-12% circa, integrato da titoli ben analizzati che rendono di più e mantenuto equilibrato, offrirà dei rendimenti di due cifre a lungo termine. E ciò vale specialmente nelle attuali circostanze macroeconomiche.

È ovvio che l'attuale tensione nell'Eurozona non svanirà nelle prossime settimane. Come ripetiamo da anni, il processo di deleveraging delle economie dei mercati sviluppati necessiterà tempi lunghi, durante i quali la crescita media sarà scarsa. Logicamente, alcuni trimestri (o alcuni anni) saranno mediamente migliori e gli investitori reagiranno pensando che la crisi sia finita. Altri trimestri (o anni) saranno per forza peggiori e gli investitori reagiranno temendo di ricadere in una crisi terribile. E sbagliandosi in ambo i casi. I mercati resteranno volatili, ma le buone imprese continueranno a fare profitti. L'Euro non influenzerà le vendite globali di cioccolato di Nestlé o di hamburger di McDonald's. A prescindere da quello che succeda Bruxelles, centinaia di milioni di persone migreranno verso le città dei mercati emergenti, aumentando il consumo di risorse naturali scarse. Ed è precisamente in momenti come questi, con gli investitori profondamente traumatizzati dalle recenti forti perdite, che si trovano le migliori opportunità per ottenere profitti a lungo termine.

Il nostro fondo Classic raddoppierà il suo prezzo nei prossimi 10 anni? Saremmo assai sorpresi se non facesse anche di meglio. Sfortunatamente, non esistono rendimenti "assicurati" quando s'investe. Noi crediamo comunque che il potenziale di guadagni del nostro portafoglio di società giustificherà una profittabilità veramente ottima. Sotto molti punti di vista, l'attuale situazione dei mercati d'oggi non differisce tanto da quella del 2002, quando era relativamente facile trovare società sottovalutate.

## Notizie SIA

Un annuncio importante: abbiamo deciso di fondere di nuovo i nostri fondi Classic II ed Alpha II nel Fondo Classic I e Alpha I. L'unica conseguenza sarà che l'High Water Mark applicato per gli investitori dei fondi Classic II ed Alpha II diventerà adesso quello dei fondi Classic I ed Alpha I, ossia non si applicheranno commissioni di performance finché i fondi non raggiungano gli High Water Mark dei fondi Classic I e Alpha I, che sono assai più elevati. Essenzialmente, non si applicherà nessuna commissione di performance finché il fondo Classic non raddoppi e il fondo Alpha non aumenti del 50%. Queste fusioni si dovranno realizzare entro il primo trimestre del 2012 (dopo l'approvazione da parte della CSSF), di conseguenza, i fondi Classic I e Alpha I verranno riaperti per le sottoscrizioni.

Per quanto riguarda il personale, dobbiamo comunicare che Yiyi Jiang ha deciso di lasciare SIA per motivi personali. È stata un'eccellente analista junior e le facciamo tutti i nostri migliori auguri.

Questo gennaio abbiamo in programma di fare delle presentazioni al pubblico dei nostri fondi a Zurigo, Ginevra e Madrid, dove potremo esaminare di persona e approfonditamente tutte queste questioni, e ogni altro dubbio che i nostri investitori possano avere.

### **Presentazioni**

Le presentazioni si terranno a Zurigo e Ginevra il 19 e il 20 gennaio. Troverete di seguito l'invito con allegato il formulario web per confermare la vostra presenza.

#### ***Presentazione a Zurigo, giovedì 19 gennaio 2012, ore 17:00***

1. Introduzione: Retrospectiva sul 2011. Situazione del mercato e prospettive per il 2012.
2. LTIF – 10 anni di investimenti: un decennio formidabile. Cosa abbiamo ottenuto, cosa abbiamo appreso e cosa ci attendiamo per i prossimi 10 anni.
3. Come costruire un portafoglio azionario per ottenere rendimenti a due cifre e basso rischio nell'ambiente attuale.
4. Osservazioni generali sui nostri fondi.
5. Dopo la presentazione i nostri gestori di fondi ed esperti dei settori energetico, minerario, servizi finanziari, industriale, consumo, assistenza sanitaria e mercati emergenti, saranno a disposizione per discutere gli argomenti.

Sede: **Hotel Savoy Baur en Ville**. Dopo il Workshop sugli investimenti verrà offerto un cocktail.

#### ***Presentazione a Ginevra, venerdì 20 gennaio 2012, ore 11:45***

1. Introduzione: Retrospectiva sul 2011. Situazione del mercato e prospettive per il 2012.
2. LTIF – 10 anni di investimenti: un decennio formidabile. Cosa abbiamo ottenuto, cosa abbiamo appreso e cosa ci attendiamo per i prossimi 10 anni.
3. Come costruire un portafoglio azionario per ottenere rendimenti a due cifre e basso rischio nell'ambiente attuale.
4. Osservazioni generali sui nostri fondi.
5. Dopo la presentazione i nostri gestori di fondi ed esperti dei settori energetico, minerario, servizi finanziari, industriale, consumo, assistenza sanitaria e mercati emergenti, saranno a disposizione per discutere gli argomenti.

Sede: **Swissôtel Métropole**. Dopo il Workshop sugli investimenti verrà offerto un pranzo buffet.

Dopo le presentazioni si terrà una discussione aperta sulle idee esaminate. Per ulteriori approfondimenti, i conferenzieri resteranno a disposizione degli investitori dopo la presentazione.

Si prega di confermare l'assistenza compilando il [presente web form](#).

**Grafici delle classi in USD**

Tabella 2: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in USD

Dicembre 2011	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	275.35	7.64%	-22.32%	11.90%	332.87 *
LTIF Classic II [USD]	144.87	7.64%	-22.30%	0.90%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [USD]	171.41	-2.07%	-20.88%	4.04%	45.2 **
LTIF Alpha II [USD]	127.32	-2.06%	-20.86%	-4.02%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [USD] (anc. Global Energy Value Fund)	128.87	12.62%	-35.90%	-0.43%	71.27
LTIF Emerging Market Value [USD]	96.52	6.03%	-27.87%	-26.60%	4.57
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'074.83	7.72%	-5.02%	4.12% ***	*** data di lancio di Classic

Grafico 23  
LTIF – Classic USD

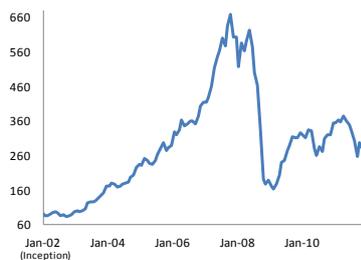


Grafico 24  
LTIF – Classic II USD

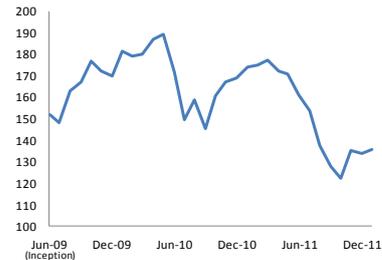


Grafico 25  
LTIF – Alpha USD

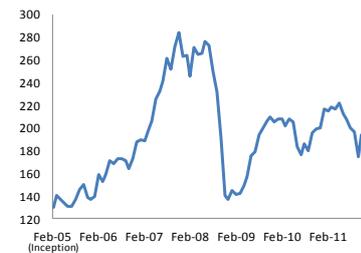


Grafico 26  
LTIF – Alpha II USD

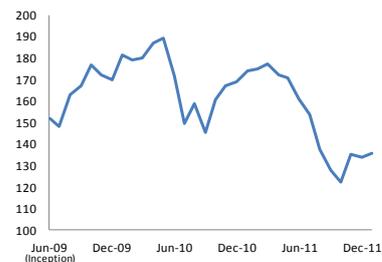


Grafico 27  
LTIF – Natural Resources USD



Grafico 28  
LTIF – Emerging Market Value USD



**Grafici delle classi in CHF**

Tabella 3: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in CHF

Dicembre 2011	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	257.48	10.82%	-22.07%	5.69%	311.27 *
LTIF Classic II [CHF]	135.47	10.82%	-22.05%	-4.30%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [CHF]	160.28	0.82%	-20.63%	0.50%	42.27 **
LTIF Alpha II [CHF]	119.06	0.83%	-20.61%	-8.96%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [CHF] (anc. Global Energy Value Fund)	120.50	15.93%	-35.69%	-3.57%	66.64
LTIF Emerging Market Value [CHF]	90.25	9.14%	-27.64%	-29.34%	4.27
LTIF Stability Growth [CHF] ***	175.90	-0.23%	-16.12%	2.04%	22.27
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	6.50		-13.34%		
LTIF Stability Income Plus [CHF]	175.90	1.50%	1.50%	-	
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'825.05	11.83%	-4.53%	-1.61% ****	**** data di lancio di Classic

Grafico 29  
LTIF – Classic CHF

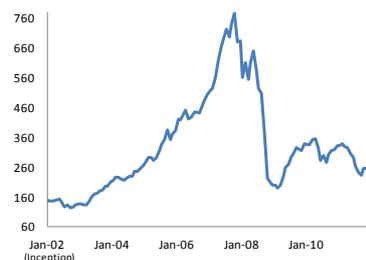


Grafico 30  
LTIF – Classic II CHF

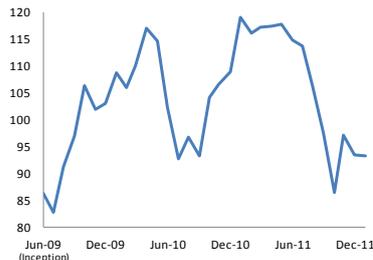


Grafico 31  
LTIF – Alpha CHF



Grafico 32  
LTIF – Alpha II CHF

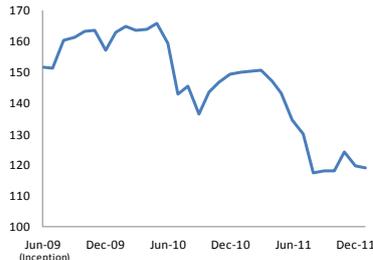


Grafico 33  
LTIF – Stability Growth CHF

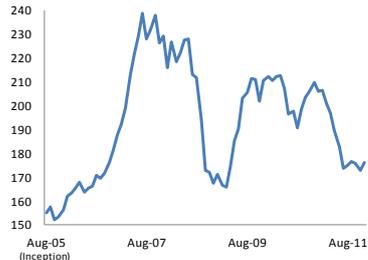


Grafico 34  
LTIF – Natural Resources CHF



Grafico 35  
LTIF – Emerging Market Value CHF

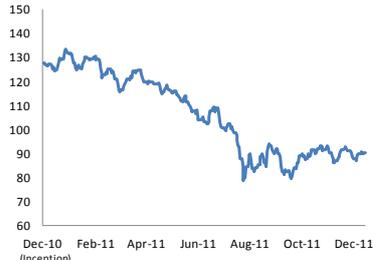
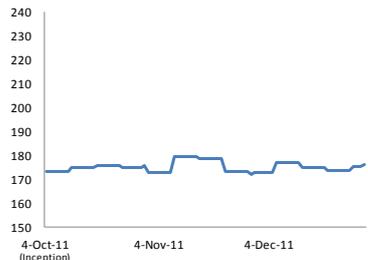


Grafico 36  
LTIF – Stability Income Plus CHF



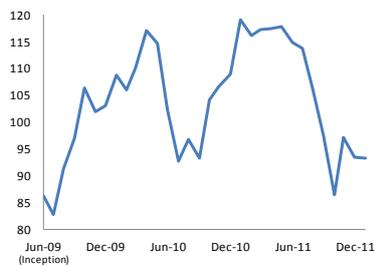
**Grafici delle classi in GBP**

Tabella 4: Valore Patrimoniale Netto (NAV) – Patrimonio netto in gestione in GBP \*

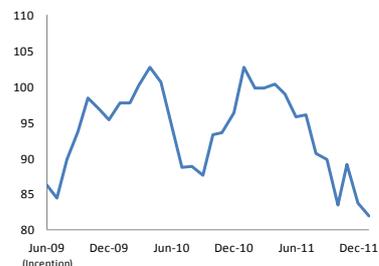
Dicembre 2011	NAV	Δ 3m	Δ YTD	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic II [GBP]	93.22	7.89%	-21.72%	3.09%	214.19 (Classic & Classic II combinato)
LTIF Alpha II [GBP]	81.93	-1.82%	-20.27%	-1.94%	29.09 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (anc. Global Energy Value Fund)	82.92	12.88%	-35.42%	2.74%	43.39
LTIF Emerging Market Value [GBP]	62.10	6.26%	-27.33%	-26.95%	2.71
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'627.40	8.69%	-4.51%	11.80% *	* data di lancio di Classic II

\* Performance up to 05.11.2009 is converted on a simulation basis from EUR into GBP. NAVs from 01.06.2009 to 04.11.2009 are not official.

**Grafico 37**  
LTIF – Classic II GBP



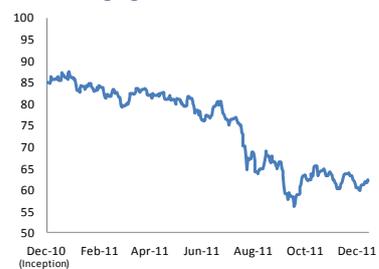
**Grafico 38**  
LTIF – Alpha II GBP



**Grafico 39**  
LTIF – Natural Resources GBP



**Grafico 40**  
LTIF – Emerging Market Value GBP



## Avviso legale - Lussemburgo

La performance fino al 31.05.06 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 Funds 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"; società d'investimento a capitale variabile) ai sensi della Parte I della Legge del Lussemburgo del 20 di dicembre del 2002. La società possiede tre comparti attivi denominati "Classic", "Alpha", ed "Energy", che sono totalmente similari al Fondo LTIF nelle Isole Vergini Britanniche (le classi "Classic" e "Alpha") e al Fondo Global Energy Value, per quanto riguarda i loro obiettivi di investimento e la loro struttura operativa. Il presente Bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

### LTIF – Classic II EUR

ISIN: LU0423699429  
Telekurs: 10'096'865  
Bloomberg: LTIFC2E LX

### LTIF – Classic II USD

ISIN: LU0423699692  
Telekurs: 10'096'889  
Bloomberg: LTIFC2U LX

### LTIF – Classic II CHF

ISIN: LU0423699775  
Telekurs: 10'096'893  
Bloomberg: LTIFC2C LX

### LTIF – Classic II GBP

ISIN: LU0457694296  
Telekurs: 10'638'930  
Bloomberg: LTIFC2G LX

### LTIF – Alpha II EUR

ISIN: LU0423699858  
Telekurs: 10'096'895  
Bloomberg: LTIFA2E LX

### LTIF – Alpha II USD

ISIN: LU0423699932  
Telekurs: 10'096'898  
Bloomberg: LTIFA2U LX

### LTIF – Alpha II CHF

ISIN: LU0423700029  
Telekurs: 10'097'000  
Bloomberg: LTIFA2C LX

### LTIF – Alpha II GBP

ISIN: LU0457693215  
Telekurs: 10'638'835  
Bloomberg: LTIFA2G LX

### LTIF – Natural Resources EUR

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: 2'432'575  
Bloomberg: LTI FGEV LX

### LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: 3'101'839  
Bloomberg: LTI FGEU LX

### LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: 3'101'836  
Bloomberg: LTI FGECLX

### LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077  
Telekurs: 10'638'983  
Bloomberg: LTI FGEGLX

### LTIF – Emerging Market Value EUR

ISIN: LU0553294868  
Telekurs: 11'901'448  
Bloomberg: LTI FEMELX

### LTIF – Emerging Market Value USD

ISIN: LU0553295592  
Telekurs: 11'901'450  
Bloomberg: LTI FEMU LX

### LTIF – Emerging Market Value CHF

ISIN: LU0553294785  
Telekurs: 11'901'447  
Bloomberg: LTI FEMCLX

### LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053  
Telekurs: 11'901'451  
Bloomberg: LTI FEMGLX

#### Administrator:

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

#### Investment Manager:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### Custodian:

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

#### Registered Office:

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## Avviso legale – Svizzera

La performance fino al 30.09.06 è quella del Fondo LTIF BVI, 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) 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 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.

### LTIF – Stability Growth

ISIN: CH0026389202  
Telekurs: 2'638'920  
Bloomberg: LTI FSTA SW

### LTIF – Stability Income Plus

ISIN: CH0135996012  
Telekurs: 13'599'601  
Bloomberg: LTI FSIP SW

#### Administrator:

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

#### Investment Manager:

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### Custodian:

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