

## Long Term Investment Fund

**Figura 2**  
LTIF – Classic EUR



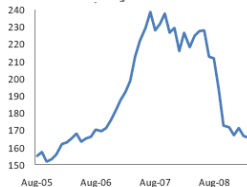
**Figura 3**  
LTIF – Alpha EUR



**Figura 4**  
LTIF – Global Energy Value EUR



**Figura 5**  
LTIF – Stability CHF

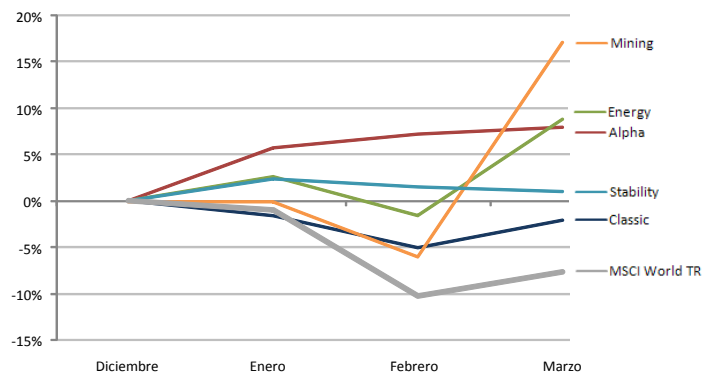


**Figura 6**  
Global Mining Value Fund EUR



La Figura 1 y la Tabla 1 muestran la evolución de nuestros fondos en el primer trimestre del año. Las Figuras 2 a 6 muestran su evolución a largo plazo.

**Figura 1**  
Fondos LTIF - Evolución trimestral hasta la fecha



**Tabla 1:** Valor Liquidativo - activos netos gestionados en euros

Marzo de 2008  
la Activos  
gestionados

VL  
hasta la fecha

Δ Periodo  
meses

Δ 12  
creación

Δ Desde

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	132.02	-2.11%	-62.81%	32.02%	358.89
LTIF Alpha [EUR]	112.58	8.00%	-32.74%	12.58%	67.76
LTIF Global Energy Value [EUR]	60.76	8.81%	-60.06%	-39.24%	13.37
LTIF Stability Series [CHF]*	165.70	-0.90%	-24.10%	7.06%	55.59
*Total Return (incl. Dividend)	3.23	1.00%			
Global Mining Value Fund [EUR]	32.81	17.18%	-69.68%	-67.19%	19.92
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	1'940.04	-7.64%	-31.01%		

Las acciones que mantenemos en cartera han obtenido un rendimiento superior al de los índices, en una media de alrededor del 2% mensual, desde principios del año. ¿Estamos viviendo un "rebote" a corto plazo o podemos esperar que continúe este "rendimiento superior"? Aunque somos de la opinión de que nadie puede predecir los movimientos del mercado a corto plazo, un vistazo al pasado puede proporcionarnos alguna pista.

### El coeficiente alfa del Fondo y el Alpha Fund

Siempre hemos insistido en que invertimos en compañías, no en acciones. Estamos interesados en la rentabilidad de nuestras inversiones a largo plazo, no en el movimiento a corto plazo de los precios de las acciones. Por este motivo, no nos gusta hablar de

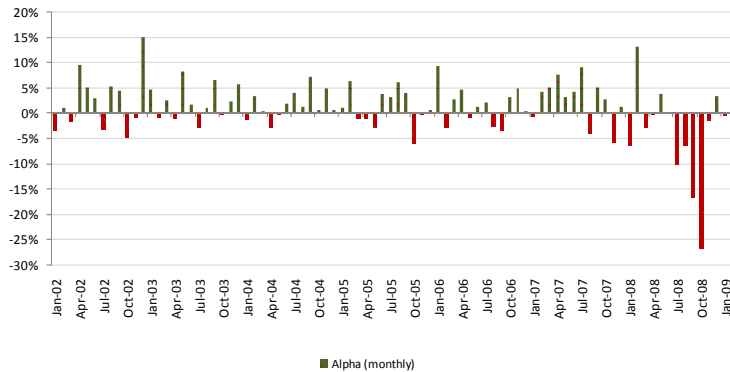
"índices de referencia" frente a los cuales nuestros fondos puedan compararse: nuestro propósito es ganar dinero a largo plazo. No obstante, sabemos que, a largo plazo, la rentabilidad de una empresa y el rendimiento en la cotización de la acción están altamente correlacionados, especialmente si las acciones se compraron a bajo precio. Debido a que los comentarios sobre las oscilaciones en la cotización de la acción suelen hacer referencia a periodos recientes (¿qué hizo el fondo en el último trimestre?; ¿estamos aprovechando el rebote actual?), consideramos que son inútiles o, lo que es peor, contraproducentes.

Desde luego, es muy razonable que nuestros inversores, aunque estén de acuerdo con este planteamiento "fundamentalista", deseen comparar el "rendimiento" de nuestros fondos (es decir, la evolución de la cotización de la acción) con el de los mercados. Después de todo, cualquiera que esté interesado en adquirir una compañía que cotice en bolsa puede adquirir un fondo de índices y beneficiarse del crecimiento general de la economía, pagando unas comisiones muy bajas. Es bien sabido que, con el tiempo, una amplia mayoría de los fondos gestionados activamente acaban teniendo un rendimiento inferior al de los mercados.

En este sentido, podemos extraer conclusiones del análisis de cómo se comportan nuestros fondos en comparación con los mercados, puesto que nos indica cuál es nuestra capacidad de selección de acciones y cuál nuestra capacidad de "comprar barato y vender caro", al menos en relación con el mercado en su conjunto. Por lo tanto, en un par de páginas, vamos a desviarnos de nuestra habitual priorización de los "fundamentales" (beneficios, valor contable de la acción, rentabilidad intrínseca esperada...) para tratar nuestro "rendimiento". Desde luego, volveremos a tratar los fundamentales en su debido momento puesto que somos conscientes de que, al final, esto es lo que realmente importa. No obstante, un vistazo a la evolución en la cotización de la acción puede suponer un punto de encuentro útil en el camino que lleva hacia la consecución de esa rentabilidad prometida a largo plazo.

La Figura 7 muestra la diferencia mensual en el "rendimiento" entre nuestro Classic Fund y el índice MSCI World Index (ambos en euros), desde que constituimos el fondo en enero de 2002. En otras palabras, muestra cuánto aumentó o disminuyó el valor de nuestras acciones, mensualmente, en comparación con el mercado. Como siempre, las cifras de LTIF se presentan una vez deducidas todas las comisiones.

**Figura 7**  
Diferencia en la "rentabilidad" mensual entre el Classic Fund y el MSCI World Index



Este gráfico merece algunos comentarios.

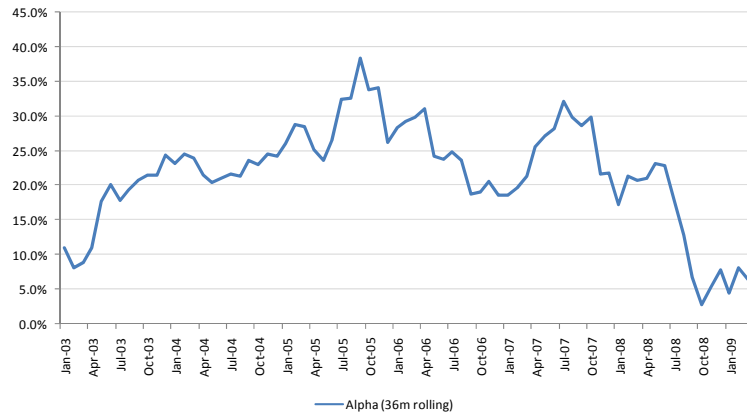
En primer lugar, el "rendimiento superior" medio mensual es del 1,01%, con una desviación estándar del 5,58% (siendo ésta la cifra en que se desvía normalmente el "rendimiento superior" de la media total). Por sí mismo, se trata de un resultado notable: tal y como ya hemos mencionado anteriormente, muy pocos fondos obtienen mayores rendimientos que los índices a largo plazo, especialmente una vez descontadas las comisiones. El gráfico abarca más de siete años, con periodos en los que los mercados subieron, bajaron, tuvieron un comportamiento lateral y, tras todos estos meses, la media sigue siendo altamente positiva.

También es notable la relativa regularidad de las rentabilidades: con sólo mirar el gráfico, resulta evidente que se ha producido un único periodo muy negativo (cuatro meses al final del último año), mientras que el resto del tiempo el "rendimiento superior" ha sido bastante estable. De hecho, si calculamos la media mensual desde el momento de la creación del fondo hasta junio de 2008, el "rendimiento superior" asciende a 1,81% pero, lo que es aún más destacable, la desviación estándar cae al 4,15%.

Por lo tanto, nos hallamos ante un fondo que tiene un "rendimiento superior" regular durante seis años y medio, seguido por un corto periodo de "rendimiento inferior" masivo. Desde luego, ese periodo no fue un periodo aleatorio: todo el mundo es lo suficientemente consciente ahora de qué es lo que ocurrió durante el verano y el otoño del año pasado. ¿Cómo podría afectar ese periodo al juicio que se hace de nuestro planteamiento de inversión? ¿Únicamente tuvimos suerte durante los 26 primeros trimestres, enmascarando una cartera muy arriesgada que al final explotó?

La figura 8 ofrece algunas claves. Muestra el "coeficiente alfa móvil anualizado a 3 años del Classic Fund". ¿Qué es?

**Figura 8**  
Alfa móvil de LTIF Classic



Tal y como ya saben la mayoría de nuestros lectores, el "alfa" es la cantidad por la cual el fondo tiene un rendimiento superior o inferior al del mercado. Este cálculo es un poco más complicado que el del rendimiento medio mensual que se muestra en la figura 7, pero esencialmente se trata de lo mismo. Lo que muestra la figura 8 es, para cada mes, el rendimiento superior del Classic Fund (su alfa) por año, durante los tres años anteriores. Cabe tener en cuenta que los primeros datos únicamente calculan el alfa de los meses anteriores, debido a que el fondo aún no había llegado a los tres años de antigüedad.

Sin hacer muchos cálculos complejos, queda bastante claro que el Classic Fund ha tenido normalmente un alfa anual cercano al 20%, lo que representa una cifra muy alta. Esto significa, básicamente, que cada año las acciones del fondo suben (o bajan) en la misma medida en que el mercado sube (o baja), más un 20%. Esto puede comprobarse en la tabla 2. Asimismo, cabe destacar que, incluso a finales de octubre de 2008, después de la caída más brusca del mercado en la historia, un inversor de nuestro fondo aún obtenía una rentabilidad superior a la del mercado durante los tres años anteriores. A 31 de marzo de 2009, el rendimiento superior anual del fondo durante los últimos tres años ha superado el 8%. Hay muy pocos fondos a largo plazo en el mundo que puedan mostrar este "rendimiento".

**Tabla 2:** Rendimiento anual del fondo LTIF Classic frente al MSCI World Index

Año	Classic		MSCI
Diferencia			
Year	Classic	MSCI	Difference
2002	-6.9%	-31.7%	24.8%
2003	44.3%	11.3%	33.0%
2004	28.0%	6.9%	21.1%
2005	42.8%	26.8%	16.0%
2006	27.6%	7.9%	19.7%
2007	31.9%	-1.2%	33.1%
2008	-67.4%	-37.2%	-30.2%

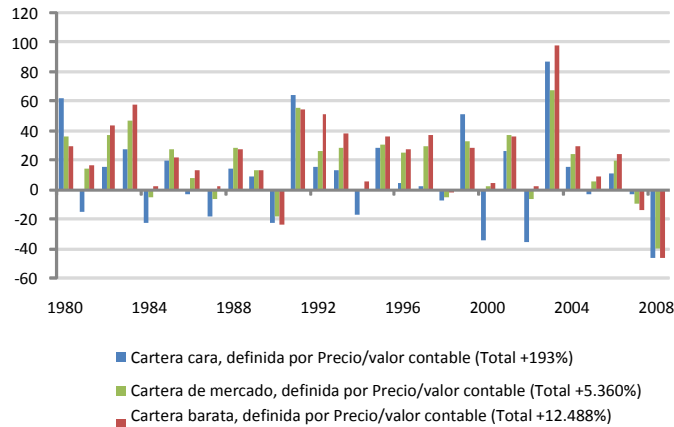
Pero esto es el pasado. ¿Qué puede ocurrir en el futuro?

En nuestra opinión, nuestro "alfa" se deriva de una estrategia de

inversión muy sólida, probada durante años: invertir en buenas empresas, adquiridas a bajo precio. Se ha demostrado en repetidas ocasiones que a medio plazo las acciones adquiridas de esta forma obtienen un rendimiento superior al del mercado, tal y como se ilustra en la figura 9 y en la figura 10.

**Figura 9**

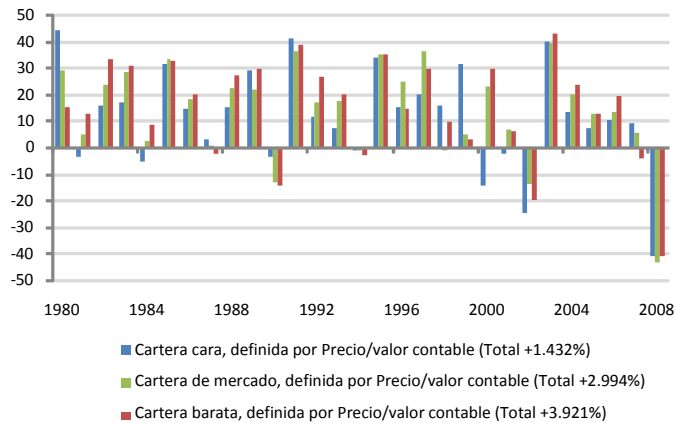
Carteras con bajo coeficiente de capital contable/capitalización de mercado, frente a carteras con alto coeficiente de capital contable/capitalización de mercado (baja capitalización)



Fuente: Fama and French

**Figura 10**

Carteras con bajo coeficiente de capital contable/capitalización de mercado, frente a carteras con alto coeficiente de capital contable/capitalización de mercado (alta capitalización)



Fuente: Fama and French

Consideramos que el reciente periodo de "rendimiento inferior" no es representativo de los resultados a largo plazo de nuestra estrategia, sino más bien el resultado de una dislocación verdaderamente única de los mercados. Es muy revelador que, una vez que se ha normalizado en cierta forma la tensión extrema en los mercados financieros (el pánico sigue presente, pero no ha aumentado), el "alfa" a largo plazo del fondo vuelve a subir, moviéndose aparentemente hacia su media histórica. Dicho de otro modo: como nuestras acciones han caído mucho más que los mercados, en comparación con su valor intrínseco, es lógico que puedan obtener unos rendimientos mucho mayores que los mercados en los próximos trimestres.

Todo esto puede comprobarse en el Alpha Fund, que simplemente captura el "rendimiento superior" de la cartera Classic. Sube un 8% en el primer trimestre del año, lo que representaría un 36% anualizado. No esperamos ese tipo de rendimiento, pero es un indicio de que se está corrigiendo la extrema infravaloración de muchas de nuestras acciones: no sólo estamos generando alfa, sino que ese alfa es mucho mayor que en el pasado.

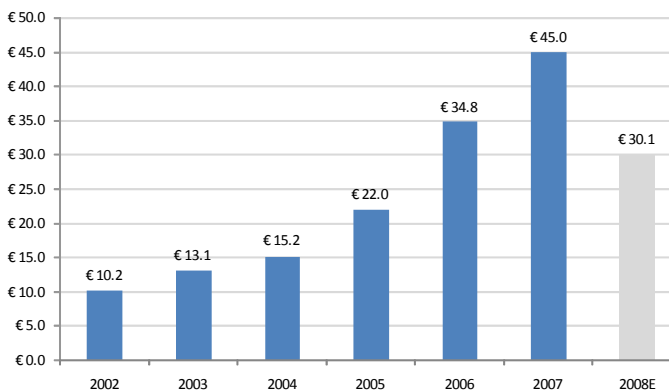
¿Significa todo esto que nuestro Classic Fund reportará unos rendimientos mucho mayores que los índices este año y, por lo tanto, que el Alpha Fund mostrará un rendimiento sólido y positivo incluso si caen los mercados? No lo sabemos. A decir verdad, esto es lo que ha ocurrido en el primer trimestre, y tenemos motivos para esperar que continúe la tendencia. Pero no "controlamos" la evolución en la cotización de las acciones. Todo lo que podemos "controlar" es nuestro análisis de los beneficios que lograrán las compañías que adquirimos. Por lo tanto, dejemos de hablar de acciones y volvamos a debatir los fundamentales de nuestras compañías.

### Análisis fundamental

Normalmente, hemos utilizado el ratio de beneficio por acción (BPA) como medición simple y clara de nuestra rentabilidad. En nuestro boletín informativo anterior, publicamos el gráfico siguiente:

**Figura 11**

Beneficios por acción de LTIF Classic desde su creación



Tal y como ya hemos explicado, cuando informamos acerca de los beneficios por acción, "normalizamos" esos beneficios. Esto se debe a que las ganancias de las compañías a menudo son bastante volátiles, con grandes variaciones de un año a otro. Por ejemplo, a la hora de valorar una compañía productora de cobre, hay que tener en cuenta que los precios del cobre varían mucho de un año a otro. No esperamos que los precios del cobre permanezcan en 4 \$/lb para siempre, que fue su precio a mediados de 2008. Nuestros cálculos de beneficios para 2009 utilizaron un precio inferior debido a que nuestro análisis económico de la industria del cobre nos llevó a concluir que esos precios no eran sostenibles.

No obstante, al final del año, después del colapso económico, los precios del cobre eran, en nuestra opinión, demasiado bajos como para justificar la inversión necesaria para mantener la producción de

cobre. Por ello, utilizamos un precio razonable a largo plazo (véase nuestro [Boletín informativo de marzo de 2008](#) en el que se explica cómo calculamos ese precio) para valorar una mina durante su vida útil. Del mismo modo, eliminamos las ganancias excepcionales o las pérdidas verdaderamente extraordinarias, y las abonamos o cargamos en la cuenta de patrimonio neto, en vez de en los beneficios corrientes. Por lo tanto, el PER de una compañía de cobre puede variar, en un año, de 3 a 30, por lo que el valor de la compañía es bastante estable.

Otro fenómeno que afecta a los beneficios por acción y, por lo tanto, a su PER es el apalancamiento: una compañía con mucha deuda tendrá buenos beneficios por acción, en particular si los tipos de interés son bajos, pero estos beneficios serán mucho menos sólidos que aquellos que se logran sin apalancamiento. Esto tiene que tenerse en cuenta si deseamos comparar las inversiones y realizar una descripción resumida de nuestra cartera sin facilitar datos engañosos.

Desde luego, cuanto más se normalizan los beneficios, más artificial es el resultado final. Desafortunadamente, no existe una respuesta simple. Por eso, los buenos inversores no se basan en una única medición. Utilizan una gran variedad de ellas como, por ejemplo, el PER, el EV/Ebitda, EV/Ebit, el precio en comparación con el valor contable, la tasa de rentabilidad interna, el precio en comparación con el valor neto de los activos, el precio en comparación con el valor liquidativo y un largo etcétera. Cada medida tiene sus puntos fuertes y sus puntos débiles y todos ellos deben tomarse en consideración; asimismo, cada cierto tiempo debe crearse alguna medida nueva.

Lo que intentamos hacer en SIA es determinar cuál será nuestra tasa de rentabilidad a largo plazo si adquirimos una acción y la mantenemos para siempre. Tal y como ya hemos indicado anteriormente, no existe una metodología única y segura mediante la cual determinar esa tasa de rentabilidad. Buena parte de las aptitudes analíticas consiste en elegir astutamente el planteamiento adecuado para cada caso. He aquí algunos ejemplos:

- Tomemos como ejemplo una compañía minera, con un par de minas. Cada mina tiene una cantidad (relativamente) conocida de reservas, un ritmo anual de producción y unos costes y unas inversiones aproximados. Todo lo que necesitamos es un supuesto razonable de la cotización de la materia prima a largo plazo, además, es fácil descontar todos los flujos de efectivo futuros y compararlos con el precio actual de la acción. Conceptualmente, se trata de un caso simple, aunque puede ser complicado en la práctica si la compañía tiene muchas minas en distintos estadios de desarrollo, si produce distintos metales, etc.
- O bien, tomemos como ejemplo una empresa de servicios públicos muy estable (como por ejemplo, una proveedora de electricidad), regulada por el gobierno, con buena visibilidad de beneficios. De nuevo, no es muy difícil (conceptualmente, debido a que en la práctica los detalles pueden ser muy complicados) calcular la rentabilidad a largo plazo de la acción.
- En casi todas las industrias, se puede analizar a una empresa con ingresos estables descontando los dividendos que pague y

añadiendo una tasa de crecimiento realista. Este puede ser un planteamiento correcto para una compañía como Nestlé.

- Por último, para una compañía con activos muy infravalorados, podemos tomar como referencia el precio actual de las acciones, calcular el valor de mercado de los activos subyacentes y prever cuánto tardará la compañía en alcanzar ese valor, de una forma u otra. Por ejemplo, mantenemos en cartera acciones de una compañía que administra líneas marítimas para el transporte de contenedores. Este negocio no funciona bien en la actualidad, debido a la drástica contracción del comercio mundial. Las acciones se contratan a un precio que valora los barcos a menos del 30% de lo que costaría construirlos. En algunos años, el mercado volverá a la normalidad y las acciones deberían reflejar, al menos, el valor de los barcos, siempre que la compañía disponga de la suficiente fortaleza financiera para esperar.

Sea cual sea la forma en que lo hagamos, determinamos cuál será, en nuestra opinión, la rentabilidad anual que resulta de adquirir una acción a los precios actuales a largo plazo. Denominamos esta rentabilidad, simplemente, la Rentabilidad Esperada de la acción. En adelante, en vez de informar acerca del PER del fondo, que está sujeto a los complejos ajustes ya mencionados, informaremos acerca de la Rentabilidad Esperada: la rentabilidad que esperamos obtener anualmente por adquirir el fondo al precio actual, para siempre. En la actualidad, nuestra Rentabilidad Esperada es del 17,7% (lo cual, de una forma simplista y normalizada, equivale a un PER del 5,6).

Una buena forma de "valorar" el fondo sin ajustes es fijarse en su valor contable. El valor contable de una compañía es, simplemente, el valor contable de todos sus activos, menos el dinero que adeuda. La palabra clave es "contable", por ejemplo: una compañía puede ser propietaria de muchos edificios antiguos con un valor muy pequeño en su balance, que, sin embargo, podrían obtener un alto precio si se vendieran a los precios actuales. También es posible que sea propietaria de algo tan valioso como la marca Coca-Cola y que no se muestre en sus libros debido a que la compañía nunca adquirió la marca: fue una marca que se creó a lo largo de los años, mediante gasto en publicidad. Por lo tanto, todas las cifras contables tienen un grado de artificialidad. Así, es posible que una compañía muy interesante tenga un valor contable bajo (si lo que la hace interesante no se registra en sus cuentas) y una compañía que no sea atractiva tenga un alto valor contable, si tiene muchos activos que realmente nunca producirán demasiado.

De hecho, más que el nivel del valor contable, que se ve afectado por características específicas de cada negocio, importa su evolución. Por eso, Warren Buffett presenta estos datos en la primera página de la carta a los accionistas de Berkshire Hathaway, y en los informes anuales de la compañía (por cierto, recomendamos encarecidamente a nuestros inversores que lean estas cartas, disponibles en <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>).

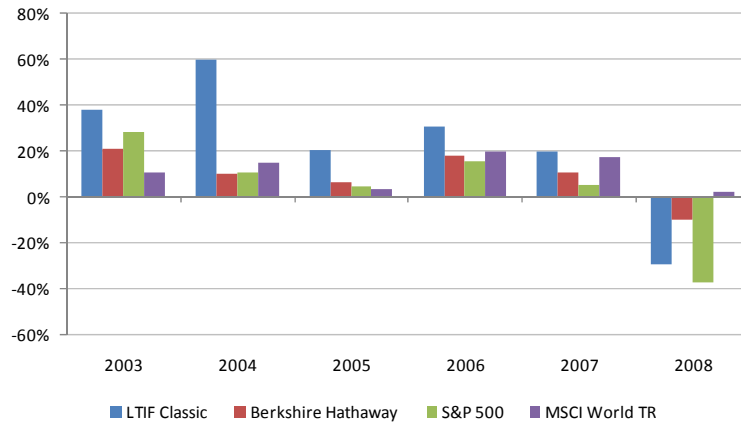
Las acciones de una buena compañía casi siempre tienen un precio superior al valor contable, puesto que para una buena compañía es algo más que una mera recopilación de activos: existe la gestión, la relación con los clientes, la motivación de los empleados... todos ellos aspectos esenciales para los beneficios a largo plazo, pero que no se



reflejan en el balance. Por eso, la evolución del valor contable es más interesante y útil que su nivel absoluto.

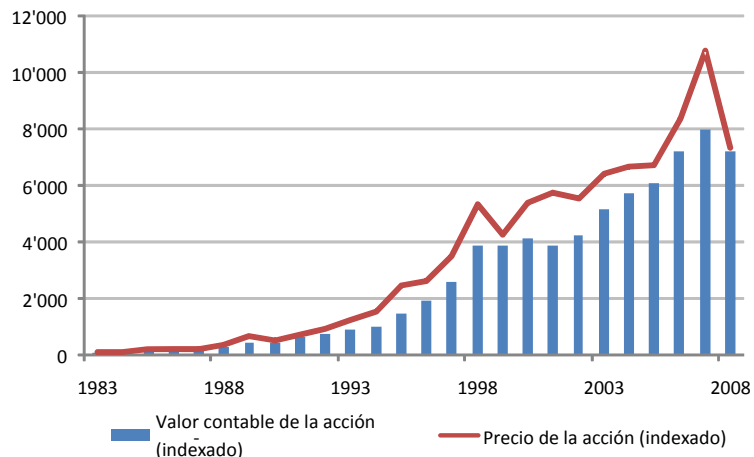
La Figura 12 muestra el valor contable de la acción de LTIF Classic desde su creación y también su tasa de crecimiento en comparación con la de Berkshire Hathaway (el vehículo de inversión de Warren Buffett) y la de los índices S&P 500 y MSCI World.

**Figura 12**  
Valor contable de la acción – tasa de crecimiento anual



Tal y como se muestra en la Figura 12, nuestra tasa de crecimiento ha sido impresionante y se ha revertido únicamente en el último trimestre del último año por los motivos ya indicados. Si volvemos a una tasa de crecimiento decente (recordemos que nuestra Rentabilidad Esperada es del 17,7%, lo que equivale aproximadamente al crecimiento esperado de nuestro valor contable a partir de ahora), nuestras acciones obtendrán buenos rendimientos: con el tiempo, las cotizaciones de las acciones reflejan los valores contables, tal y como se muestra en la Figura 13, y también existe la posibilidad de "recuperación" de las cotizaciones de las acciones, según lo indicado más arriba.

**Figura 13**  
Valor contable de la acción frente a la cotización de la acción de Berkshire Hathaways



De nuevo, no podemos saber cuál será el rendimiento de la cotización de nuestras acciones a corto plazo, pero nuestro historial sugiere que nuestro planteamiento de inversión acumula valor a un buen ritmo a lo largo del tiempo.

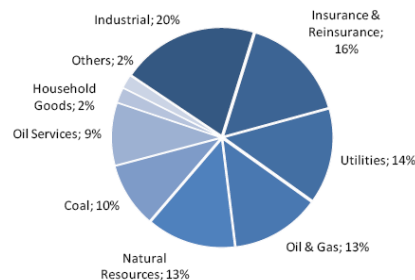
### Comentario sobre nuestros fondos

Según lo indicado más arriba, la Rentabilidad Esperada de nuestro **Classic Fund** es del 17,7% anual. Consideramos que se trata de una oportunidad única puesto que esa rentabilidad anual (si nuestros cálculos son correctos) quedaría asegurada a largo plazo. Desde luego, existe cierta incertidumbre, pero adquirir "lo obviamente seguro" no es la mejor forma de ganar dinero. No tenemos ningún inconveniente en explicar a nuestros inversores cómo obtenemos estas rentabilidades, tal y como lo hacemos periódicamente en nuestros boletines informativos y presentaciones.

En los últimos meses, hemos estado creando poco a poco una posición más amplia en empresas de servicios públicos, que en la actualidad se encuentran muy baratas, teniendo en cuenta la estabilidad en sus beneficios, así como en productos de consumo, que tradicionalmente cotizan con múltiplos altos pero que en la actualidad podemos adquirir a muy buen precio, dadas sus perspectivas de crecimiento una vez haya finalizado esta crisis. Ambos grupos de empresas tienen PER bastante más altos que las empresas en las que normalmente invertimos, pero estamos convencidos de que proporcionarán a nuestros inversores una rentabilidad excelente a largo plazo.

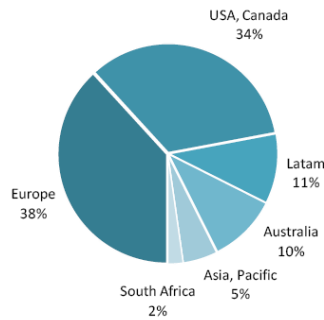
Las Figuras 14 y 15 muestran nuestra cartera por sector y por región geográfica.

**Figura 14**  
Desglose por sectores



[Industrial 20% ; Seguros y reaseguros 16%; Servicios públicos 14%; Petróleo y gas 13%; Recursos naturales 13%; Carbón 10%; Servicios petrolíferos 9%; Menaje del hogar 2%; Otros 2%]

**Figura 15**  
Desglose geográfico



[Europa 38%; EE.UU., Canadá 34%; América Latina 11%; Australia 10%; Asia, Pacífico 5%; Sudáfrica 2%]

El **Alpha Fund**, que simplemente refleja el "alfa" del Classic Fund según lo indicado más arriba, se está "comportando" de manera sobresaliente. Hemos refinado nuestras técnicas de cobertura, según lo indicado en nuestros boletines informativos anteriores, y esto se refleja en el "rendimiento". Desde luego, después de la debacle del año pasado es difícil afirmarlo, pero consideramos que este fondo constituye una forma de beneficiarse con relativo bajo riesgo de la "normalización" del mercado de renta variable, incluso si los índices caen. Los inversores que no estén seguros de qué es lo que va a hacer el mercado y que no deseen ver caer la cotización de sus acciones, tienen la oportunidad de participar en la Rentabilidad Esperada de nuestras acciones, manteniendo una protección frente a las caídas en el mercado.

Actualmente, el **Stability Fund** está haciendo honor a su nombre, obteniendo un rendimiento superior al de los mercados y mostrando un crecimiento modesto: teniendo en cuenta el dividendo que se abonó en febrero, ha logrado una apreciación mensual del 0,33% en 2009, en comparación con una caída del mercado (en francos suizos) del -2,61%.

Por último, los fondos **Energy & Mining** están empezando a recuperarse de parte de las dramáticas pérdidas de los últimos meses del año anterior. Tal y como ya dijimos en su momento, aunque caiga a cero la demanda de una materia prima concreta, las compañías propietarias de las reservas pueden ser extremadamente valiosas, siempre y cuando la demanda acabe volviendo y las empresas sean sólidas desde un punto de vista financiero. En el último año, las acciones de estas compañías se vendieron como si su actividad fuera inútil. Ahora, el mercado está empezando a ser sensato. Tenemos Rentabilidades Esperadas para muchas empresas de estos sectores de más del 30%. Esto no significa que las acciones vayan a subir un 30%, sino más bien que son el equivalente a una inversión con una rentabilidad del 30% anual. Esto sería difícil de creer si no fuera por el hecho de que la cotización de las acciones, que ya era baja el año pasado, ha caído súbitamente un 50-70%. Los inversores de estos fondos tienen ahora la posibilidad de participar en una corrección "al alza" bastante obvia en la cotización de las acciones. Aún cuando la economía mundial tenga un mal comportamiento este año (y es muy probable que lo tenga), los yacimientos petrolíferos, las minas de cobre, y los depósitos de carbón tiene mucho valor, un valor que el mercado aún no ha apreciado. Asimismo, una vez se estabilice la demanda, los precios

de algunas materias primas subirán como la espuma, puesto que la capacidad de producción es muy limitada y no se está añadiendo nueva capacidad: en medio de la recesión mundial más profunda del siglo, la industria petrolífera sigue funcionando al 95% de su capacidad. Pocas industrias pueden decir lo mismo.

Algunos inversores han expresado su preocupación acerca de nuestro compromiso con respecto a estos fondos, que en la actualidad son bastante pequeños. Únicamente podemos decir dos cosas: requieren un esfuerzo adicional mínimo, puesto que seguimos las inversiones subyacentes para nuestros demás fondos, y los empleados de SIA se encuentran entre los mayores inversores de estos fondos. ¡Sí que nos preocupamos por ellos!

### La economía mundial

¿Tiene sentido tratar de invertir en este contexto tan turbulento?  
¿Hacia dónde va la economía mundial? Naturalmente, la respuesta es que no lo sabemos a corto plazo. A medio o largo plazo, volverá la normalidad. El mundo se encuentra convaleciente de un "ataque al corazón financiero", pero el paciente no murió, y se están empleando todos los medios disponibles para que vuelva a vivir. Era una persona bastante obesa, así que puede esperarse que vaya a someterse a algunas operaciones quirúrgicas para que vuelva a estar en forma. No obstante, para contrarrestar las fortísimas presiones del desapalancamiento masivo y simultáneo, los gobiernos están aplicando el poder de los estímulos masivos, tanto monetarios como financieros. Ambos procesos precisan de mucho tiempo antes de que obtengan resultado alguno y, por lo tanto, la economía primero se estabilizará y luego probablemente entrará en una fase de crecimiento menor al logrado en los últimos años. Además, en el mundo de hoy no hay menos fábricas, ni menos minas, ni menos ingenieros, ni menos personas que intentan pasárselo bien. En estos momentos, pocas personas creen que el mundo no vaya a recuperar un grado de "normalidad" en algún momento del próximo año o de los próximos dos años.

La cuestión principal que parece preocupar a los inversores es "en concreto, ¿cuándo?"... ¿Se recuperará en el tercer trimestre? ¿En el cuarto? ¿El próximo año? ¿El repunte actual en los mercados de renta variable es definitivo? Tenemos dos respuestas a estas preguntas: 1. No sabemos; y 2. No nos importa.

No definimos nuestro trabajo como la suposición de lo que harán los mercados en el próximo trimestre. Nuestro trabajo consiste en descubrir compañías rentables a precios bajos y en adquirir sus acciones como si quisiéramos mantenerlas para siempre. Esto es lo realmente importante. "Para siempre" no es algo que se vea afectado por uno o dos trimestres. Mientras tanto, aprovechamos los beneficios de nuestras compañías, que siguen acumulándose hagan lo que hagan los mercados de renta variable.

Pero somos prudentes. No sabemos qué es lo que ocurrirá, pero creemos que existe mucha capacidad sobrante en muchos sectores, que persistirá durante largo tiempo. Por lo tanto, nos centramos en los recursos naturales que sean absolutamente necesarios (y que se agoten por sí mismos), en las empresas de servicios públicos, en las compañías de reaseguro y seguro y en los bienes de consumo

industriales, donde las fronteras para entrar son significativas y donde nuestras compañías disfrutan de márgenes decentes (al menos cuando haya pasado lo peor de la crisis) y de la facultad para fijar los precios (si vuelve la inflación). Por eso, estamos seguros de que nuestra Rentabilidad Esperada superior al 17% es una rentabilidad realista.

### Noticias sobre SIA

En el último trimestre, hemos ajustado nuestros gastos, lo que básicamente significa que hemos dejado de contar con varios de nuestros analistas junior. Después de un periodo de rápido crecimiento en cuanto a personal, hemos llegado a la conclusión de que nuestra estructura ideal se basa mejor en los analistas senior. Naturalmente, hemos conservado algunos empleados junior, puesto que añaden mucho valor, pero hemos vuelto a hacer hincapié en la antigüedad del empleado.

Junto con otros ajustes en los costes, este reajuste de personal ha garantizado la rentabilidad de la sociedad, incluso en los niveles actuales de caída en las valoraciones. Estamos bien capitalizados para esperar el tiempo necesario hasta recuperar nuestros volúmenes anteriores.

Realizaremos nuestras presentaciones públicas anuales en Basilea, Zúrich y Ginebra los días 6 y 7 de mayo. En fechas próximas a las anteriores estaremos en París, Londres y Madrid (las fechas concretas se anunciarán en unos días). Como siempre, esperamos que estas jornadas constituyan una oportunidad para compartir con nuestros inversores nuestra filosofía de inversión, ilustrada mediante ejemplos específicos.

### Nuevas clases de fondos

Es bien conocido que en una sociedad gestora de fondos "boutique" como SIA los beneficios reales proceden de las comisiones de rendimiento, no de las comisiones de gestión que únicamente cubren los costes. Disponemos de un sistema de máximo histórico alcanzado (*High Water Mark*) que supone que no cobramos comisiones de rendimiento hasta que el Valor Liquidativo de nuestros fondos alcanza el punto histórico más alto. Desde luego, tenemos previsto mantener este compromiso y nunca "pondremos a cero" el *High Water Mark*: nuestros inversores pueden estar seguros de que no pagarán ninguna comisión de rendimiento hasta que su inversión con nosotros alcance el valor de mercado previo más alto.

Obviamente, esto no es de aplicación al dinero nuevo que llegue a los fondos: no tiene ningún historial y, por lo tanto, ningún *High Water Mark*. Por consiguiente, hemos decidido cerrar la entrada de dinero nuevo en los fondos actuales Classic y Alpha, a partir del 1 de junio de 2009. El dinero invertido en estos fondos hasta ese momento no acarreará ninguna comisión por rendimiento hasta que se alcancen los respectivos *High Water Marks*, por mucho tiempo que pase. Las inversiones que se realicen después de esa fecha irán a la nueva clase de acciones de cada fondo, que será idéntica a las antiguas en todos los aspectos, que acarreará el abono de comisiones por

rendimiento. Una vez los fondos alcancen sus *High Water Marks*, las nuevas clases se fusionarán con las clases antiguas. A continuación, presentamos la información detallada acerca de las nuevas clases de acciones:

**Tabla 3:** LTIF Classic y Alpha – nuevas clases de acciones

Denominación del fondo Bloomberg      Telekurs	Divisa	Fecha de lanzamiento	ISIN	Bloomberg	Telekurs
Fund name	Currency	Launch Date	ISIN	Bloomberg	Telekurs
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699429	LTIFC2E	10'096'865
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II USD	USD	31-May-09	LU0423699692	LTIFC2U	10'096'889
Long-Term Investment Fund (SIA) - Classic II CHF	CHF	31-May-09	LU0423699775	LTIFC2C	10'096'893
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II EUR	EUR	31-May-09	LU0423699858	LTIFA2E	10'096'895
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II USD	USD	31-May-09	LU0423699932	LTIFA2U	10'096'898
Long-Term Investment Fund (SIA) - Alpha II CHF	CHF	31-May-09	LU0423700029	LTIFA2C	10'097'000

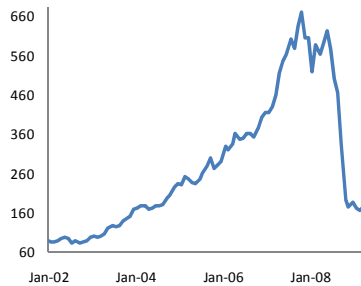
En nuestra opinión, esta decisión no sólo es justa y lógica, sino que también muestra nuestro compromiso con nuestro negocio, es decir, nuestro compromiso con nuestros inversores. Tenemos previsto continuar en esta actividad durante mucho tiempo y, si nuestros resultados son tan buenos como estamos convencidos de que lo serán, esperamos obtener una rentabilidad muy aceptable por hacerlo.

## Cifras de las clases en USD

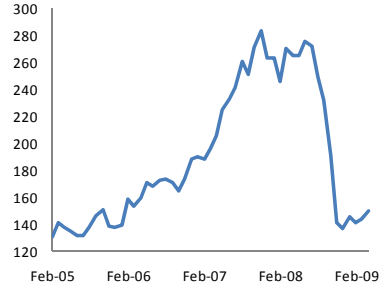
**Tabla 4:** Valor Liquidativo – Activos netos gestionados en USD

Marcho de 2008 Activos gestionados (en mill.)	VL	$\Delta$ Periodo hasta la fecha	$\Delta$ 12 meses	$\Delta$ Desde la creación	
March 2008	NAV	$\Delta$ YTD	$\Delta$ 12m	$\Delta$ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	175.28	-6.50%	-68.84%	95.96%	476.50
LTIF Alpha [USD]	149.47	3.16%	-43.64%	14.67%	89.96
LTIF Global Energy Value [USD]	80.67	3.93%	-66.53%	-39.22%	17.76
Global Mining Value Fund [USD]	43.56	11.92%	-74.59%	-67.49%	26.45
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	2'575.82	-11.78%	-42.19%		

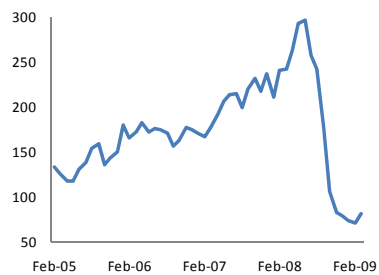
**Figura 16**  
LTIF – Classic USD



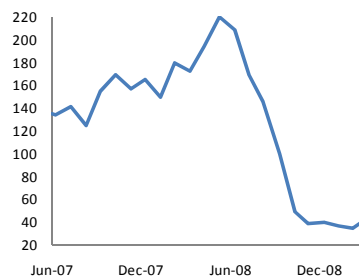
**Figura 17**  
LTIF – Alpha USD



**Figura 18**  
LTIF – Global Energy Value USD



**Figura 19**  
Global Mining Value Fund USD

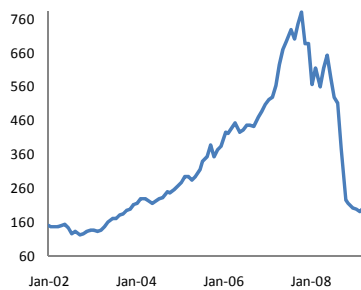


## Cifras de las clases en CHF

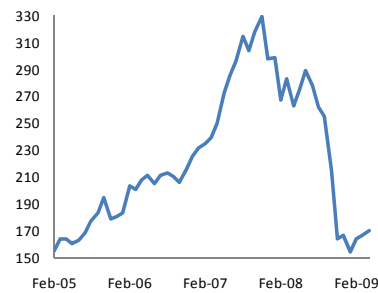
**Tabla 5:** Valor Liquidativo – Activos netos gestionados en CHF

Marcho de 2008	VL	$\Delta$ Período	$\Delta$ 12	$\Delta$ Desde la	
Activos gestionados		hasta la fecha	meses	creación	
(en mill.)					
March 2008	NAV	$\Delta$ YTD	$\Delta$ 12m	$\Delta$ Inception	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	199.31	-0.11%	-64.18%	34.62%	541.80
LTIF Alpha [CHF]	169.96	10.20%	-35.21%	9.73%	102.29
LTIF Global Energy Value [CHF]	91.73	11.03%	-61.53%	-40.64%	20.19
Global Mining Value Fund [CHF]	49.53	19.57%	-70.79%	-70.20%	30.07
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	2'928.85	-5.76%	-33.54%		

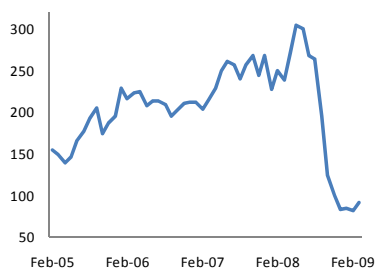
**Figura 20**  
LTIF – Classic CHF



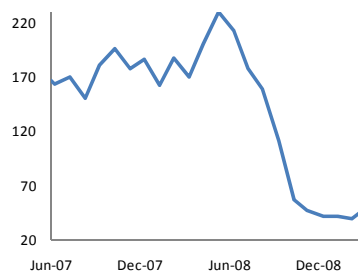
**Figura 21**  
LTIF – Alpha CHF



**Figura 22**  
LTIF – Global Energy Value CHF



**Figura 23**  
Global Mining Value Fund CHF





## Aviso legal - Luxemburgo

Los resultados hasta el 31 de mayo de 2006 son los del fondo LTIF BVI, del que es pleno sucesor LTIF Luxembourg. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en SIA Funds AG. Los resultados pasados no constituyen garantía alguna de tendencias futuras.

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

**LTIF – Classic EUR**

ISIN: LU0244071956  
Telekurs: CH2432569  
Bloomberg: LTIFCLA LX

**LTIF – Classic USD**

ISIN: LU0301247077  
Telekurs: CH3101820  
Bloomberg: LTIFCLU LX

**LTIF – Classic CHF**

ISIN: LU0301246772  
Telekurs: CH3101817  
Bloomberg: LTIFCLC LX

**LTIF – Alpha EUR**

ISIN: LU0244072178  
Telekurs: CH2432573  
Bloomberg: LTIFALP LX

**LTIF – Alpha USD**

ISIN: LU0301247150  
Telekurs: CH3101828  
Bloomberg: LTIFALU LX

**LTIF – Alpha CHF**

ISIN: LU0301246855  
Telekurs: CH3101824  
Bloomberg: LTIFALC LX

**LTIF – Global Energy Value EUR**

ISIN: LU0244072335  
Telekurs: CH2432575  
Bloomberg: LTIFGEV LX

**LTIF – Global Energy Value USD**

ISIN: LU0301247234  
Telekurs: CH3101839  
Bloomberg: LTIFGEU LX

**LTIF – Global Energy Value CHF**

ISIN: LU0301246939  
Telekurs: CH3101836  
Bloomberg: LTIFGEC LX

Global Mining Value Fund es una Sociedad de Inversión de Luxemburgo con múltiples subfondos, organizada como "société anonyme", y constituida el 6 de junio de 2007; está sujeta a la ley de Luxemburgo de 13 de febrero de 2007 relativa a fondos de inversión especializados (SIF, por sus siglas en inglés).

**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: GMVFCFH LX

**Administrador:**

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

**Gestora de Inversiones:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Suiza

**Depositario:**

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

**Domicilio social:**

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxemburgo  
Luxemburgo

## Aviso legal - Suiza

Los resultados hasta el 30 de septiembre de 2006 son los del fondo LTIF BVI, convertidos a CHF, del que es pleno sucesor LTIF Stability. Los resultados anteriores han sido auditados por Ernst & Young. Los informes se encuentran disponibles en el Grupo SIA. Los resultados pasados no constituyen garantía alguna de tendencias futuras.

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

**LTIF – Stability**

ISIN: CH0026389202  
Telekurs: CH2638920  
Bloomberg: LTIFSTA SW

**Administrador:**

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

**Gestora de Inversiones:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Suiza

**Depositario:**

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