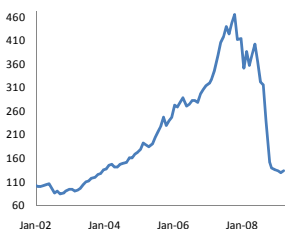


## Long Term Investment Fund

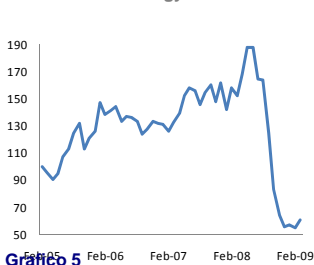
**Grafico 2**  
LTIF – Classic EUR



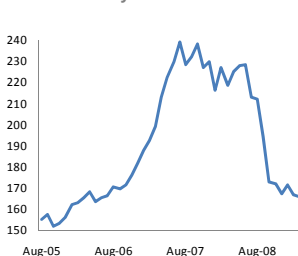
**Grafico 3**  
LTIF – Alpha EUR



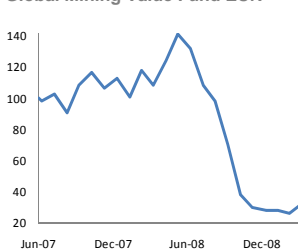
**Grafico 4**  
LTIF – Global Energy Value EUR



**Grafico 5**  
LTIF – Stability CHF

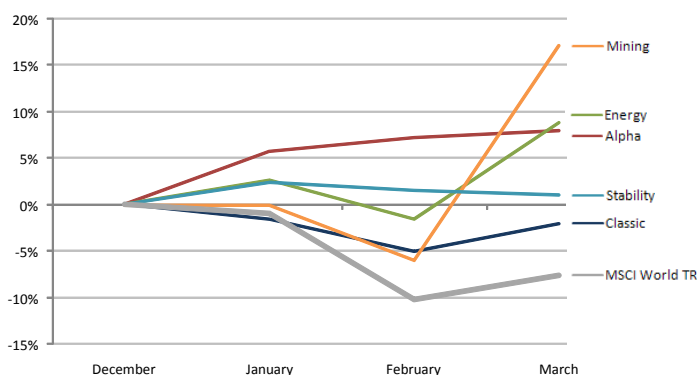


**Grafico 6**  
Global Mining Value Fund EUR



Il Grafico 1 e la Tabella 1 mostrano l'evoluzione dei nostri fondi nel primo trimestre dell'anno. I Grafici da 2 a 6 mostrano la loro evoluzione nel lungo periodo.

**Grafico 1**  
Fondi LTIF – evoluzione ultimo trimestre



**Tabella 1:** Valore Patrimoniale Netto - Attività nette in gestione in EUR

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%		

Le nostre azioni si sono comportate meglio degli indici, in media di un 2% al mese, a partire dall'inizio dell'anno. Stiamo assistendo ad un "rimbalzo" a breve termine o ci possiamo aspettare che tale "sovrapformance" continuerà? Pur restando fedeli alla regola che nessuno può prevedere i movimenti a breve termine dei mercati, una rapida occhiata al passato potrà offrirci alcune indicazioni.

### Il valore Alpha del Fondo e il Fondo Alpha

Noi insistiamo da sempre sul fatto che investiamo in imprese, non in azioni. Ci interessa la profittabilità a lungo termine dei nostri investimenti, non i movimenti nel breve periodo dei prezzi delle azioni. Per questo motivo, non ci piace parlare di "benchmark" con cui comparare l'andamento dei nostri fondi: il nostro obiettivo è guadagnare soldi a lungo termine. Ciononostante, sappiamo che a lungo termine la profittabilità di una società e la performance del prezzo delle sue azioni sono strettamente collegate, specialmente se le azioni erano state comprate a un prezzo basso. Siccome i commenti sui movimenti dei prezzi delle azioni hanno a che vedere invariabilmente con il corto periodo: "Come si sono comportati i fondi nell'ultimo trimestre? Stiamo approfittando dell'attuale rimbalzo?..." a noi sembrano inutili, o peggio, fuorvianti.

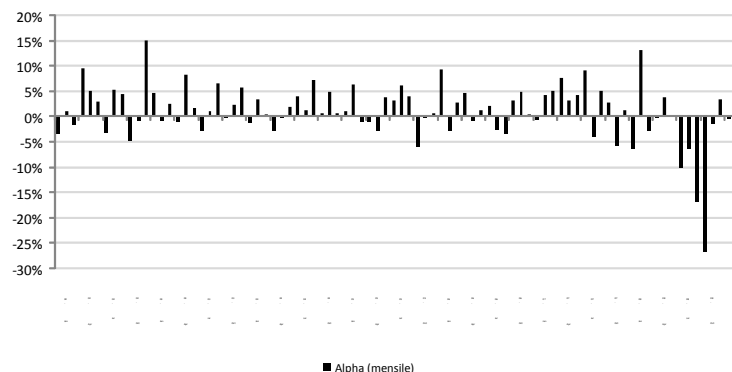
Certo è perfettamente comprensibile che i nostri investitori, anche se appoggiano il nostro approccio “fondamentalista”, desiderino comparare la “performance” dei nostri fondi (ossia l’evoluzione del prezzo delle azioni) con quella dei mercati. Dopotutto, se uno è interessato ad acquistare società negoziate in mercato regolamentato, può comprare un fondo indicizzato ed approfittare così della crescita globale dell’economia, pagando al contempo commissioni molto basse. Tutti sanno che la stragrande maggioranza dei fondi a gestione dinamica nel tempo si comportano peggio dei mercati.

In questo senso, un’analisi delle performance dei nostri fondi rispetto ai mercati può risultare istruttiva, dato che ci fornisce un’indicazione della nostra capacità di stock-picking e la nostra abilità di “comprare basso e vendere caro”, almeno in relazione al mercato globale. Procederemo pertanto nelle prossime pagine a deviare dal nostro tradizionale approccio centrato sui nostri “fondamentali” (utili, valore contabile per azione, rendimento intrinseco atteso, ecc...) per esaminare la nostra “performance”. State tranquilli che torneremo rapidamente sui fondamentali, sapendo bene alla fine sono ciò che veramente importa. Tuttavia, un’occhiata all’evoluzione del prezzo delle azioni potrebbe essere un punto di controllo utile sulla strada dei rendimenti promessi a lungo termine.

Il Grafico 7 mostra la differenza mensile nella “performance” tra il nostro Fondo Classic e l’indice globale MSCI (ambidue in Euro), a partire dalla data di lancio del fondo a gennaio del 2002. In altre parole, mostra quanto le nostre azioni sono andate su e giù mensilmente rispetto ai mercati. Come sempre, le cifre dei fondi LTIF sono presentate al netto di tutte le spese e commissioni.

**Grafico 7**

Differenza di “performance” mensile tra Fondo Classic Fund e indice globale MSCI



Questo grafico merita alcune osservazioni.

Innanzitutto, la “sovraperformance” mensile media è pari all’1,01%, con una deviazione standard del 5,58% (quest’ultima rappresenta l’importo della deviazione tipica della “sovraperformance” mensile rispetto alla media globale). In se stesso, si tratta di un risultato notevole: come detto prima, pochissimi fondi si comportano meglio degli indici per lunghi periodi di tempo, specialmente al netto di

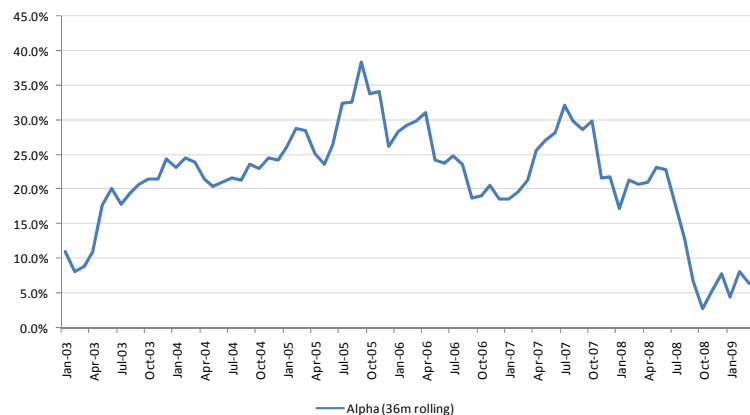
spese e commissioni. Il grafico copre un periodo di più di 7 anni quando i mercati andavano su, giù e di lato, e dopo tutti questi mesi la media è ancora fortemente positiva.

Altrettanto notevole è pure la relativa regolarità dei rendimenti: risulta evidente da una semplice occhiata al grafico che abbiamo passato un periodo veramente pessimo (quattro mesi alla fine dell'anno scorso), mentre durante il resto del tempo la "sovraperformance" è rimasta alquanto stabile. Infatti, se calcoliamo la media mensile dalla data di lancio del fondo fino a giugno del 2008, la "sovraperformance" sale all'1,81% ma, fatto ancor più importante, la deviazione standard scende al 4,15%.

Di conseguenza abbiamo un fondo che ha sperimentato una "sovraperformance" costante per sei anni e mezzo, seguita da un breve periodo di massiccia "sottoperformance". Naturalmente quel periodo non rappresenta un episodio isolato: tutti sanno che cos'è successo durante l'estate e l'autunno dell'anno scorso. Come inciderà questo periodo sul giudizio relativo al nostro approccio all'investimento? Siamo stati solo fortunati durante i primi 26 trimestri, mascherando così l'altissimo profilo di rischio del portafoglio che alla fine è esploso?

Il Grafico 8 offre alcuni indizi, mostrando il valore "Alpha annualizzato rolling a 3 anni del Fondo Classic". Che cos'è?

**Grafico 8**  
Valore "Alpha" rolling del fondo I TIF



Come la maggior parte dei nostri lettori sapranno, il valore "Alpha" di un fondo è l'importo in base al quale si misura la sottoperformance o la sovraperformance rispetto al mercato. Il suo calcolo è alquanto complicato rispetto alla performance mensile media del Grafico 7, ma essenzialmente si tratta della stessa cosa. Ciò che mostra il Grafico 8 è la sovraperformance annuale per ogni mese del Fondo Classic (il suo valore "Alpha"), calcolata sui tre anni precedenti. Va notato che i primi data point calcolano il valore Alpha solo sul mese precedente perché il fondo non aveva maturato ancora i tre anni.

Senza bisogno di calcoli più complicati, è piuttosto evidente che il Fondo Classic di regola mostrava un valore Alpha di un 20% circa, dato alquanto notevole. Ciò significa fondamentalmente che per ogni anno le azioni del fondo sarebbero andate su o giù, a secondo di come andava il mercato, di più un 20%. Questo dato si può

osservare nella Tabella 2. Cosa più importante è che pure alla fine di ottobre 2008, dopo il crollo del mercato più brusco mai registrato, un investitore del nostro fondo aveva ancora fatto meglio durante i tre anni precedenti di quanto aveva fatto il mercato. Al 31 marzo del 2009 la sovraperformance *annuale* del fondo negli ultimi tre anni ha superato l'8%. Esistono pochissimi fondi "long-only" al mondo che possono vantare tale "performance".

**Tabella 2:** Performance annuale di LTIF Classic rispetto all'indice globale MSCI

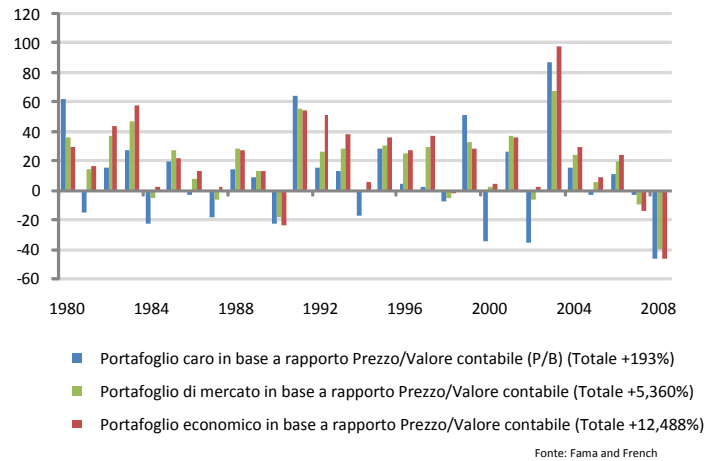
Year	Classic	MSCI	Difference
2002	-6.9%	-31.7%	24.8%
2003	44.3%	11.3%	33.0%
2004	28.0%	6.9%	21.1%
2005	42.8%	26.8%	16.0%
2006	27.6%	7.9%	19.7%
2007	31.9%	-1.2%	33.1%
2008	-67.4%	-37.2%	-30.2%

Ma questo era il passato. Cosa ci possiamo aspettare adesso?

In nostra opinione, il nostro valore "Alpha" deriva da una strategia d'investimento assai solida, sperimentata nel corso degli anni: investire in buone imprese comprate a basso prezzo. È stato dimostrato varie volte che a medio termine le azioni comprate in questo modo registrano performance migliori dei mercati, come illustrato nei Grafici 9 e 10.

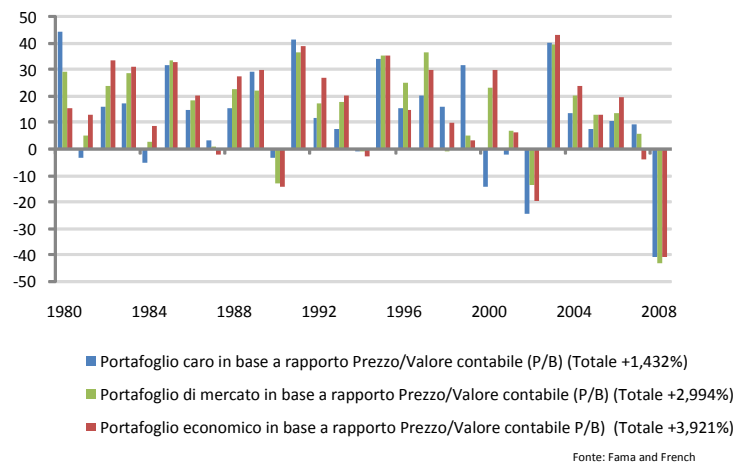
**Grafico 9**

Portafogli cari vs. economici per rapporto Valore Contabile Patrimonio Netto/Valore di Mercato Patrimonio Netto (Small Cap)



**Grafico 10**

Portafogli cari vs. economici per rapporto Valore Contabile Patrimonio Netto/Valore di Mercato Patrimonio Netto (Real Cap)



Noi riteniamo che il recente periodo di “sottoperformance” non sia rappresentativo dei risultati a lungo termine della nostra strategia, ma piuttosto il risultato di una dislocazione eccezionale ed unica dei mercati. È assai significativo che, una volta normalizzatasi in qualche modo la tensione nei mercati finanziari (il panico è ancora presente, ma non in aumento), il valore “Alpha” a lungo termine del fondo stia salendo di nuovo, situandosi apparentemente al di sopra della sua media storica. In termini più semplici: le nostre azioni sono cadute così tanto rispetto ai mercati, comparate con il loro valore intrinseco, che per logica dovrebbero comportarsi meglio dei mercati nei trimestri futuri.

Tutto ciò si può vedere nel Fondo Alpha, che sta semplicemente catturando la “sovraperformance” del portafoglio del Fondo Classic. Nel primo trimestre dell’anno è aumentato di un 8%, che si traduce in un incremento annualizzato del 36%. Noi non *ci aspettiamo* questo tipo di performance, ma è comunque un indicatore di come l’estrema infravalorazione di molte delle nostre azioni si stia

correggendo: non solo stiamo generando un valore Alpha, ma questo è di gran lunga superiore rispetto al passato.

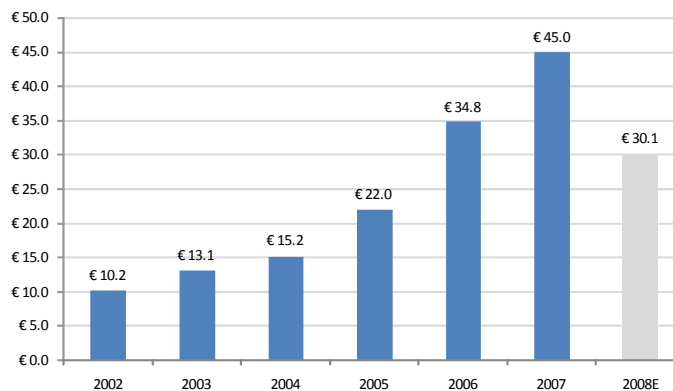
Tutto ciò significa che il nostro Fondo Classic si comporterà molto meglio rispetto agli indici durante quest'anno? E che quindi Alpha mostrerà forti rendimenti positivi anche in caso di caduta dei mercati? Non lo sappiamo. Sicuramente questo è successo nel primo trimestre, ed abbiamo motivi per prevedere che tale tendenza continuerà. Ma noi non "controlliamo" cosa faranno i prezzi delle azioni. L'unica cosa che possiamo "controllare" è la nostra analisi sui profitti che genereranno le società che compriamo. Smettiamo quindi di parlare di azioni e torniamo ad esaminare i *fondamentali* delle nostre società.

### Analisi dei fondamentali

Normalmente utilizziamo i nostri utili per azione (EPS) come misura semplice e chiara della nostra profittabilità. Nel nostro precedente bollettino avevamo pubblicato la seguente tabella:

**Grafico 11**

Utili per azione di LTIF Classic dal suo lancio



Come già spiegato prima, quando riportiamo gli utili per azione, procediamo prima alla loro "normalizzazione". Questo perché gli utili delle società sono piuttosto volatili, con forti variazioni da un anno con l'altro. Per esempio, al momento di valutare una società produttrice di rame, bisogna tenere in conto che i prezzi del rame variano parecchio da un anno all'altro. Noi non prevediamo che i prezzi del rame resteranno per sempre a 4 \$/lb, ossia il loro prezzo verso la metà del 2008. Per le nostre stime degli utili per il 2009 abbiamo adottato un prezzo inferiore, dato che le nostre analisi di finanziarie del settore del rame ci hanno indotto a concludere che questo livello di prezzi non è sostenibile.

Tuttavia, verso la fine dell'anno scorso, dopo il crollo, i prezzi del rame erano troppo bassi in nostra opinione per giustificare l'investimento necessario per mantenere la produzione del metallo. Come risultato, abbiamo adottato un prezzo ragionevole di lungo termine (vedasi nel nostro [Bollettino informativo marzo 2008](#) la spiegazione di come l'abbiamo ottenuto) per valutare una miniera nel corso del suo ciclo di vita. Ugualmente abbiamo evitato di introdurre utili eccezionali o perdite una tantum, e li abbiamo registrati a credito o a debito sul conto patrimoniale, piuttosto che sugli utili correnti. Di conseguenza, il P/E (rapporto prezzo/utili) di

una società del rame potrebbe variare durante l'anno da 3 a 30, mentre il valore della società resterà comunque piuttosto stabile.

Un altro fenomeno che incide sugli utili per azione e pertanto sui P/E è il ricorso al leverage: una società con un forte indebitamento potrà mostrare buoni utili per azione, specialmente se i tassi di interesse sono bassi, ma tali utili saranno molto meno solidi di quelli acquistati senza ricorso al leverage. Ciò va tenuto in conto al momento di comparare investimenti e offrire una visione riassuntiva e non ingannevole del nostro portafoglio.

Naturalmente, più si normalizzano gli utili e più artificioso diventa il risultato. Sfortunatamente la soluzione non è semplice. Questa è la ragion per cui i buoni investitori non si fidano di nessun sistema di misurazione in particolare, ricorrendo invece a una gran varietà di sistemi, come per esempio rapporto P/E, indicatori EV/Ebitda, EV/Ebit, rapporto Prezzo/Valore Contabile (PB), IRR (Tasso interno di rendimento), Prezzo/Valore Patrimoniale Netto (P/NAV), Prezzo/Valore di Liquidazione, ecc. ecc. Ogni misura possiede i suoi pro e contro, ma tutte vanno tenute in conto e ogni tanto bisogna crearne di nuove.

Quello che cerchiamo di fare noi di SIA è determinare quale sarà il nostro tasso di rendimento a lungo termine se compriamo un'azione e la manteniamo per sempre. Come spiegato sopra, non esiste un'unica metodologia infallibile che possa determinarlo, e parte delle capacità di un analista risiede nel selezionare in modo accorto l'approccio corretto caso per caso. Eccovi alcuni esempi.

- Prendiamo in considerazione una società mineraria che sfrutta un paio di miniere. Ogni miniera possiede un importo relativamente conosciuto di riserve ed un ritmo annuale di produzione, costi stimati e investimenti stimati. Tutto ciò di cui abbiamo bisogno è un'ipotesi ragionevole sul prezzo a lungo termine delle materie prime, ed è facile scontare tutti i futuri flussi di cassa e compararlo poi al prezzo dell'azione corrente. Si tratta in teoria di un caso semplice, ma in pratica si complica se la società possiede più miniere, a differenti stadi di sviluppo e che producono differenti metalli, ecc.
- O prendiamo un servizio pubblico molto stabile (per es.: distribuzione elettrica), regolato dallo stato, con buona visibilità dei profitti. Ancora una volta, non è difficile in teoria (ma in pratica esaminare i dettagli può diventare una cosa pazzesca) stimare la profittabilità a lungo termine dell'acquisto di tali azioni.
- Un ricettore stabile di utili, praticamente in tutti i settori, può venire analizzato scontando i dividendi che paga e sommando un realistico tasso di crescita. Questo potrebbe essere un buon approccio per delle società come Nestlé.
- Per finire, per una società con attività fortemente svalutate, possiamo semplicemente prendere il prezzo corrente delle azioni, il valore di mercato stimato delle attività soggiacenti, e ipotizzare quanto tarderà la società a realizzare tale valore, in un modo o nell'altro. Per esempio, possediamo azioni di una società che gestisce linee di navigazione portacontainer. Il settore attualmente attraversa un brutto momento, per la forte

contrazione del commercio mondiale. Le azioni sono quotate a un prezzo che valuta le navi meno del 30% di quanto costerebbe costruirle. In pochi anni, il mercato tornerà alla normalità e le azioni dovranno almeno riflettere il valore delle navi, sempre che la società possieda la solidità finanziaria per aspettare tal momento.

Comunque sia, noi determiniamo al comprare un'azione ai prezzi correnti, quanto riteniamo che renderà annualmente a lungo termine. Lo chiamiamo semplicemente Rendimento Atteso. A partire da adesso, invece di riportare i P/E dei fondi, soggetti ai complicati aggiustamenti menzionati sopra, riporteremo il Rendimento Atteso: quello che riteniamo che renderà il fondo al suo prezzo corrente, ogni anno, per sempre. Attualmente il nostro Rendimento Atteso è del 17,7% (che semplificando è pari a un P/E di 5,6).

Una buona maniera per “valutare” il fondo senza aggiustamenti è considerare il suo valore contabile. Il valore contabile di una società rappresenta semplicemente il valore contabile di tutte le sue attività meno i contanti che possiede. La parola chiave è “contabile”: una società per esempio può possedere immobili antiquati con scarso valore per il suo stato patrimoniale, ma che potrebbero ancora ottenere un alto prezzo se venduti ai prezzi correnti. O potrebbe possedere un valore, come il marchio Coca-Cola, e non riportarlo nei suoi libri contabili perché la società non ha mai comprato questo marchio, ma si è consolidato nel corso degli anni, investendo in pubblicità. Tutti i numeri contabili hanno pertanto un certo grado di artificiosità. Di conseguenza, una società assai interessante potrebbe avere un basso valore contabile (se ciò che la rende interessante non è registrato nei suoi libri contabili) e una per nulla attraente potrebbe avere un alto valore contabile, se possiede un sacco di attività che non hanno mai prodotto granché.

Nei fatti, ciò che importa più del livello del valore contabile, che è determinato da caratteristiche specifiche per ogni settore, è la sua evoluzione. Questo è il metodo con cui Warren Buffett presenta tali dati nella prima pagina della lettera agli azionisti di Berkshire Hathaway's e nel rendiconto annuale della società (raccomandiamo ai nostri investitori di leggere la lettera pubblicata nel sito:

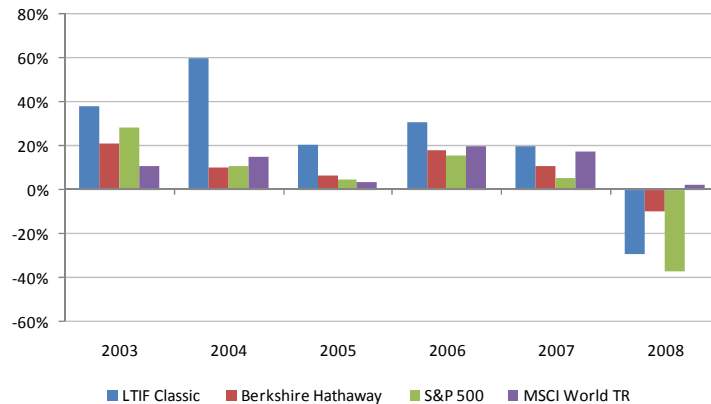
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>).

Il prezzo delle azioni di una buona società quasi sempre viene fissato al di sopra del valore contabile, perché una buona società è molto più di un semplice insieme di attività: il management, le relazioni con la clientela, la motivazione dei dipendenti, ecc... tutti fattori essenziali per i profitti a lungo termine ma non riflessi nei suoi bilanci. Questa è la ragione per cui l'evoluzione del valore contabile è più interessante ed utile del suo *livello assoluto*.

Il Grafico 12 mostra il valore contabile per azione di LTIF Classic dalla sua data di lancio, ed il suo tasso di crescita comparato con quello di Berkshire Hathaway's (il veicolo d'investimento di Warren Buffett) e quello degli indici globali S&P 500 e MSCI.

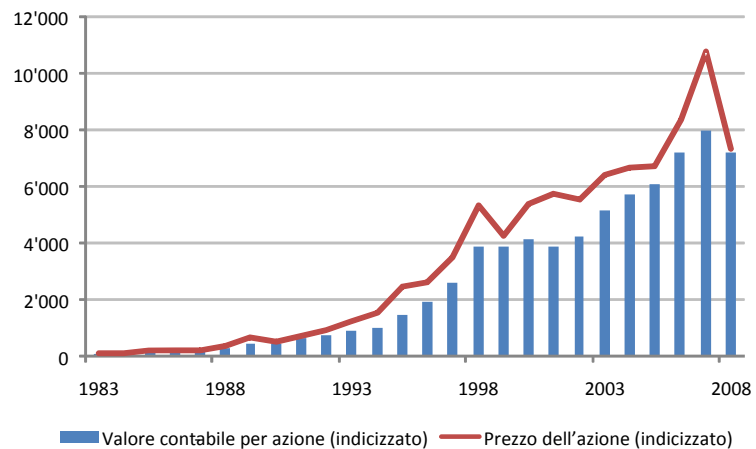


**Grafico 12**  
Valore contabile per azione – Tasso di crescita annuale



Come mostra il Grafico 12, il nostro tasso di crescita è stato fenomenale, invertitosi solo nell'ultimo trimestre dell'anno scorso, per motivi ormai noti. Se si torna ad un tasso decente di crescita (ricordate, il nostro Rendimento Atteso è del 17,7%, che grosso modo è pari alla crescita attesa nel nostro valore contabile in progressione), le nostre azioni si comporteranno molto bene: con il tempo, i prezzi delle azioni riflettono i valori contabili come mostrato nel Grafico 13, e resta ancora del potenziale da "catturare" nei prezzi delle azioni, come detto sopra.

**Grafico 13**  
Valore contabile vs. prezzo azioni di Berkshire Hathaways



Ancora una volta, non possiamo sapere cosa faranno i prezzi delle nostre azioni a breve termine, ma il nostro track record suggerisce che il nostro approccio all'investimento accumula valore a un buon ritmo nel corso del tempo.

### Osservazioni sui nostri fondi

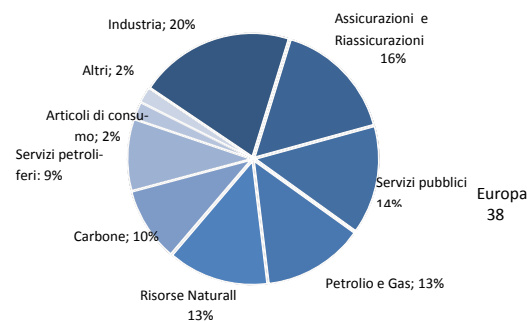
Come descritto sopra, il Rendimento Atteso per il nostro **Fondo Classic** è del 17,7% annuo. Riteniamo che costituisca una magnifica opportunità, per il rendimento *annuale* racchiusovi sul lungo termine (se le nostre stime sono corrette). Naturalmente vi è

dell'incertezza, ma comprare "cose sicure" e ovvie non è il miglior modo per fare soldi. Saremo lieti di analizzare con i nostri investitori come deriviamo tali rendimenti, come facciamo periodicamente nei nostri bollettini informativi e presentazioni.

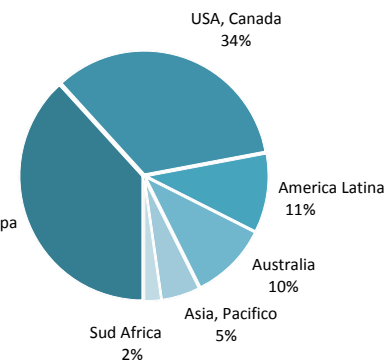
Negli ultimi mesi abbiamo proceduto a costruire lentamente una posizione più ampia nel settore dei servizi pubblici, che attualmente sono poco costosi, tenendo in conto la loro stabilità dei profitti, e in quello dei prodotti di consumo, tradizionalmente negoziati a multipli alti, ma attualmente disponibili a prezzi veramente buoni date le loro prospettive di crescita una volta terminata la crisi. Entrambi i gruppi di società presentano dei P/E piuttosto alti rispetto ai nostri investimenti tipici, ma siamo convinti che offriranno ai nostri investitori eccellenti rendimenti a lungo termine.

I Grafici 14 e 15 mostrano la composizione del nostro portafoglio per settore industriale e per area geografica.

**Grafico 14**  
Scomposizione per settore industriale



**Grafico 15**  
Scomposizione per area geografica



Il **Fondo Alpha**, che come visto sopra riflette semplicemente il valore "Alpha" del Fondo Classic, si sta comportando in modo straordinario. Abbiamo raffinato le nostre tecniche di copertura, come riportato nei precedenti bollettini, e ciò si riflette sulla "performance". Naturalmente, dopo la debacle dell'ultimo anno, è difficile da dirsi, ma noi riteniamo questo fondo come una maniera relativamente poco rischiosa di approfittare della normalizzazione del mercato azionario, anche se gli indici cadono. Gli investitori che non sono sicuri di cosa farà il mercato e non vogliono vedere scendere i prezzi delle loro azioni, hanno un'opportunità di partecipare al Rendimento Atteso delle nostre azioni, proteggendosi nel frattempo dalle tendenze al ribasso dei mercati.

Il **Fondo Stability** sta facendo onore al suo nome, registrando una sovraperformance rispetto ai mercati e una modesta crescita: tenuto conto del dividendo pagato a febbraio, mostra un apprezzamento mensile dello 0,33% nel 2009, comparato con la caduta dei mercati (in Franchi svizzeri) del -2,61%.

Per finire, i **Fondi Energy & Mining** stanno iniziando a recuperarsi un poco dalle drammatiche sottoperformance degli ultimi mesi dello scorso anno. Come avevamo detto allora, anche se la domanda di una determinata materia prima scendesse a zero, le società che possiedono delle riserve possono assumere un valore rilevante, sempre che la domanda prima o poi cresca di nuovo e le

società siano finanziariamente solide. Le azioni in queste società lo scorso anno venivano svendute, perché si pensava fossero divenute inutili. Adesso, il mercato si sta recuperando, e abbiamo dei Rendimenti Attesi per molte società di questi settori superiori al 30%. Questo non significa che le loro azioni aumenteranno del 30%, ma piuttosto che sono equivalenti ad un investimento che renderà un 30% annuo. Questo sarebbe difficile da credere se non fosse per il fatto che le loro azioni, che già l'anno scorso erano poco care, hanno sofferto un'improvvisa caduta dei prezzi del 50-70%. Gli investitori di questi fondi hanno quindi la possibilità di partecipare alle più che ovvia correzione "verso l'alto" dei prezzi di queste azioni. Anche se l'economia mondiale andasse male quest'anno (e molto probabilmente sarà così), i giacimenti petroliferi, le miniere di rame e i depositi di carbone contengono enormi quantità di valore che non vengono ancora apprezzate dal mercato. Inoltre, una volta che la domanda si stabilizzi, i prezzi di alcune delle materie prime decolleranno, dato che la capacità produttiva è assai limitata e non sta venendo incrementata: nel mezzo della più profonda recessione mondiale del secolo, l'industria petrolifera sta ancora operando al 95% della sua capacità. Pochi altri settori possono dire altrettanto.

Alcuni investitori hanno espresso le loro preoccupazioni sul nostro impegno in questi fondi, che sono attualmente piuttosto ridotti. Possiamo solo dire due cose: che richiedono uno sforzo addizionale minimo, perché seguiamo gli investimenti soggiacenti per i nostri altri fondi, e che i dipendenti di SIA sono tra i maggiori investitori in questi fondi. Per questo ce ne prendiamo cura!

### **L'economia mondiale**

Ha senso parlare di investimenti in questo contesto così turbolento? Dove sta andando l'economia mondiale? La risposta è che naturalmente non lo sappiamo, a breve termine. Nel medio o lungo termine, tornerà alla normalità. Il mondo sta soffrendo i postumi di un "collasso finanziario" ma il paziente non morirà, e si stanno adottando tutte le misure disponibili per mantenerlo in vita. Come un paziente che soffriva di "obesità", possiamo attenderci che qualche intervento chirurgico potrà rimetterlo in forma. Tuttavia, per contrastare le potenti pressioni deflazionistiche di un massiccio e simultaneo deleverage, i governi stanno applicando tutti gli sforzi con massicci stimoli monetari e finanziari. Entrambi i processi richiedono lunghi tempi per avere successo, per cui l'economia prima dovrà stabilizzarsi e poi entrare in una fase di crescita probabilmente più lenta rispetto a quella sperimentata negli ultimi anni. Tutto considerato, al mondo non ci sono meno fabbriche, miniere, ingegneri, o meno persone che vogliono divertirsi rispetto al passato. Sono poche le persone a questo punto che non credano che il mondo potrà recuperare un certo grado "normalità" nel prossimo anno o biennio.

Il punto chiave che sembra preoccupare gli investitori è "Quando si recupererà precisamente? Nel terzo trimestre? Nel quarto? L'anno prossimo? La ripresa attuale dei mercati azionari è reale?" Abbiamo due risposte a queste domande: 1. Non lo sappiamo, e 2. Non ci interessa.

Noi non riteniamo che il nostro lavoro sia tirare a indovinare cosa faranno i mercati nel prossimo trimestre. Il nostro lavoro è scoprire

società redditizie a prezzi bassi, e comprare le loro azioni come se volessimo conservarle per sempre. Queste sono parole grosse: “per sempre” non significa uno o due trimestri. Nel frattempo riceviamo i profitti degli utili delle nostre società, che continuiamo ad accumulare indipendentemente da quello che fanno i mercati.

Ma siamo prudenti: ignoriamo cosa succederà, ma crediamo che emergerà una gran quantità di capacità in eccesso in molti settori industriali, che persisterà per un lungo periodo di tempo. Quindi noi ci fissiamo su risorse naturali che sono assolutamente necessarie (e che si auto impoveriscono), servizi pubblici, compagnie di assicurazioni e riassicurazioni, beni di consumo e industriali la dove le barriere in entrata siano significative e le nostre società possano godere di margini decenti (almeno una volta che il peggio della crisi sia passato) e il pricing power (in caso di ritorno dell’inflazione). Questo è il motivo per cui siamo fiduciosi che il nostro Rendimento Atteso superiore al 17% sia una previsione realistica.

### **Novità SIA**

Nel corso dell’ultimo quadrimestre abbiamo ridimensionato le nostre spese, procedendo basicamente ad una riduzione del numero di analisti junior. Dopo un periodo di rapida crescita del personale, abbiamo convenuto rivedere la nostra struttura ideale per affidarci di più sugli analisti senior. Abbiamo naturalmente trattenuto una parte dello staff junior perché apporta una gran quantità di valore, ma abbiamo riposto l’accento sul ruolo dell’anzianità.

Oltre ad altri aggiustamenti di costi, questo ridimensionamento del personale garantisce la profittabilità della nostra società anche agli attuali livelli depressi di valutazione. Siamo piuttosto ben capitalizzati per poter resistere tutto il tempo necessario per recuperare i nostri volumi precedenti.

Celebreremo le nostre presentazioni annuali al pubblico a Basilea, Zurigo e Ginevra il 6 e il 7 di maggio, e chiuderemo questi appuntamenti a Parigi, Londra e Madrid (in date da annunciarsi prossimamente). Come sempre, prevediamo saranno delle occasioni per condividere la nostra filosofia d’investimento con i nostri investitori, illustrandola con esempi pratici.

### **Nuove classi di Fondi**

È noto che in una società “boutique” di gestione di fondi come SIA, i profitti reali derivano dalle commissioni di performance, e non dalle commissioni di gestione che appena coprono i costi. Abbiamo adottato un sistema di High Water Mark, che implica che non fattureremo le commissioni di performance fino a che il Valore Patrimoniale Netto dei fondi non raggiunga il suo massimo punto storico. Pretendiamo certamente mantenere questo compromesso, e non prevediamo di “resettare” l’High Water Mark: i nostri investitori possono star sicuri che non pagheranno alcuna commissione di performance fintanto che i loro investimenti non raggiungano previamente il massimo valore di mercato.

Ovviamente, ciò non si applica ai nuovi investimenti nei fondi: non hanno storia, per cui non si applica nessun High Water Mark.

Abbiamo deciso quindi di chiudere gli attuali Fondi Classic e Alpha ai nuovi investimenti a partire dal 1° giugno 2009. Ogni altro investimento in questi fondi fino a questa data sarà soggetto a commissioni di performance fino al raggiungimento dei rispettivi HWM, tuttavia ci vorrà molto tempo. Tutti gli investimenti dopo questa data andranno in nuove classi di azioni per ogni fondo, identiche alle precedenti in tutti gli aspetti ma soggette alle commissioni di performance. Una volta che i fondi più antichi raggiungano i rispettivi HWM, le nuove classi verranno fuse con le precedenti. Ecco nei dettagli le nuove Classi di Azioni:

**Tabella 3:** LTIF Classic e Alpha – nuove Classi di Azioni

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

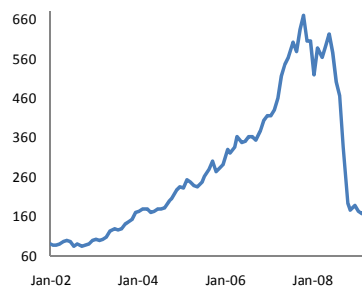
In nostra opinione, tale decisione non è solo giusta e logica: dimostra anche il nostro compromesso con la nostra società, che sottintende il nostro compromesso con i nostri investitori. Abbiamo intenzione di restare nel mercato a lungo termine e di guadagnare un rendimento assai decente nel farlo, se i nostri risultati saranno così buoni come siamo convinti.

## Grafici delle classi in USD

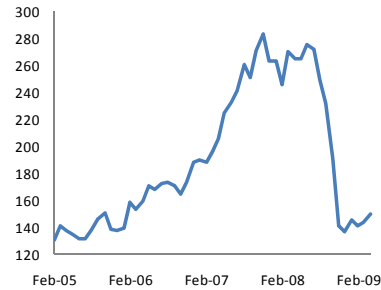
**Tabella 4:** Valore Patrimoniale Netto - Attività nette in gestione in USD

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ 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%		

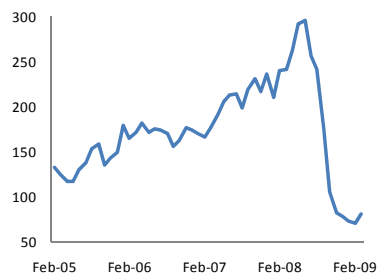
**Grafico 16**  
LTIF – Classic USD



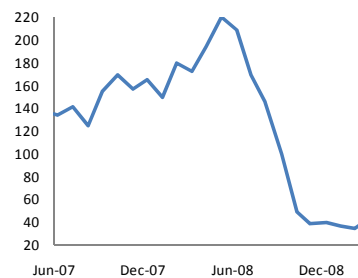
**Grafico 17**  
LTIF – Alpha USD



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



**Grafico 19**  
Global Mining Value Fund USD

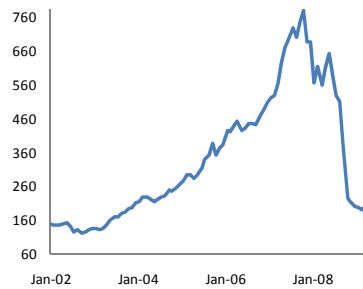


## Grafici della classi in CHF

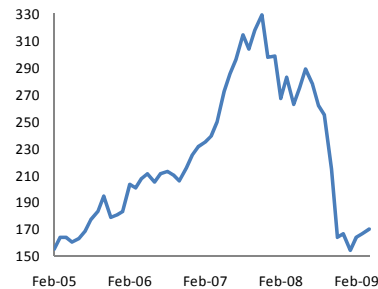
**Tabella 5:** Valore Patrimoniale Netto - Attività nette in gestione in CHF

March 2008	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Δ 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%		

**Grafico 20**  
LTIF – Classic CHF



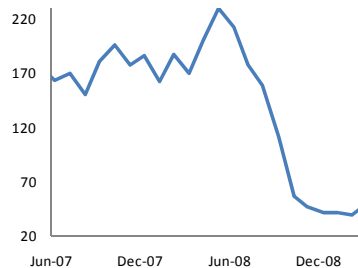
**Grafico 21**  
LTIF – Alpha CHF



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



**Grafico 23**  
Global Mining Value Fund CHF



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

### **LTIF – Classic EUR**

**ISIN:** LU0244071956  
**Telekurs:** CH2432569  
**Bloomberg:** 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

Il Fondo Global Mining Value Fund è una Società di Investimento del Lussemburgo a comparto multiplo, organizzata nella forma di "société anonyme" e costituita in data 6 di giugno del 2007 ai sensi della Legge del Lussemburgo del 13 di febbraio del 2007 relativa ai Fondi di Investimento Specializzati (SIF).

### **GMVF-Global Mining Value EUR**

**ISIN:** LU0305469388  
**Telekurs:** CH3183766  
**Bloomberg:** GMVFEUR LX

### **GMVF-Global Mining Value USD**

**ISIN:** LU0305469545  
**Telekurs:** CH3183768  
**Bloomberg:** GMVFUSD LX

### **GMVF-Global Mining Value CHF**

**ISIN:** LU0305470048  
**Telekurs:** CH3183771  
**Bloomberg:** GMVFCHF LX

#### **Amministratore:**

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

#### **Gestore Investimento:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### **Banca Depositaria:**

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

#### **Sede Legale:**

1, Boulevard Royal  
L-2449 Luxembourg  
Luxembourg

## Avviso legale – Svizzera

La performance alla fine al 30 di settembre del 2006 è quella del Fondo LTIF con sede nelle Isole Vergini Britanniche, denominato in CHF, di cui il Fondo LTIF Stability è un successore identico. La performance precedente è stata sottoposta di revisione contabile a cura di Ernst & Young. Le relazioni di revisione contabile sono disponibili presso il Gruppo SIA. Le performance ottenute nel passato non possono costituire una garanzia di tendenze future.

Il Fondo LTIF Stability (SIA Funds AG) è stato approvato dalla Commissione Bancaria Svizzera in data 13 di luglio del 2006. Il Fondo ha iniziato le sue operazioni commerciali denominate in Franchi Svizzeri (CHF) a partire dal 1 di ottobre del 2006. Il presente bollettino informativo è rivolto esclusivamente a quegli investitori privati qualificati che hanno manifestato espressamente la loro volontà di riceverlo, e non può costituire sotto nessun concetto un'offerta di vendita di prodotti finanziari che potrebbero non essere adeguati per i suoi lettori.

### **LTIF – Stability**

**ISIN:** CH0026389202  
**Telekurs:** CH2638920  
**Bloomberg:** LTIFSTA SW

#### **Amministratore:**

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

#### **Gestore Investimento:**

SIA Funds AG  
Parkweg 1  
CH-8866 Ziegelbrücke  
Switzerland

#### **Banca Depositaria:**

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