

CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND

Société d'Investissement à Capital Variable

Rapport Annuel Révisé  
au  
31 décembre 2008



**TABLE DES MATIERES**

ADMINISTRATION DE LA SICAV .....	4
INFORMATIONS AUX ACTIONNAIRES ET VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION .....	5
RAPPORT D'ACTIVITE .....	6
RAPPORT DU REVISEUR D'ENTREPRISES .....	10
ETAT GLOBALISE DES ACTIFS NETS .....	11
ETAT GLOBALISE DES OPERATIONS .....	12
GLOBAL OPPORTUNITIES AT WORK.....	13
ETAT DES ACTIFS NETS .....	13
ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS .....	14
STATISTIQUES .....	15
EVOLUTION DU NOMBRE D'ACTIONS, DES ACTIFS NETS ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION .....	16
ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES ET AUTRES ACTIFS NETS .....	17
REPARTITION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	20
REPARTITION ECONOMIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	21
BONDS OPPORTUNITIES AT WORK.....	22
ETAT DES ACTIFS NETS .....	22
ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS .....	23
STATISTIQUES .....	24
EVOLUTION DU NOMBRE D'ACTIONS, DES ACTIFS NETS ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION .....	25
ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES ET AUTRES ACTIFS NETS .....	26
REPARTITION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	31
REPARTITION ECONOMIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	32
INFLATION OPPORTUNITIES AT WORK.....	33
ETAT DES ACTIFS NETS .....	33
ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS .....	34
STATISTIQUES .....	35
EVOLUTION DU NOMBRE D'ACTIONS, DES ACTIFS NETS ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION .....	36
ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES ET AUTRES ACTIFS NETS .....	37
REPARTITION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	39
REPARTITION ECONOMIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	40
CASH + OPPORTUNITIES AT WORK.....	41
ETAT DES ACTIFS NETS .....	41
ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS .....	42
STATISTIQUES .....	43
EVOLUTION DU NOMBRE D'ACTIONS, DES ACTIFS NETS ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION .....	44
ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES ET AUTRES ACTIFS NETS .....	45
REPARTITION GEOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	47
REPARTITION ECONOMIQUE DU PORTEFEUILLE-TITRES .....	48
NOTES AUX ETATS FINANCIERS .....	49

**ADMINISTRATION DE LA SOCIETE**

**SIEGE SOCIAL**

CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND  
20, boulevard Emmanuel Servais  
L - 2535 Luxembourg

**CONSEIL D'ADMINISTRATION**

**Président**

M. Ivan NYSSSEN  
Administrateur Délégué  
CapitalatWork S.A., Bruxelles

**Membres**

M. Erwin DESEYN  
Director  
CapitalatWork S.A., Bruxelles

M. Laurent OLLINGER  
Head of Institutional Business Development  
CapitalatWork S.A., Bruxelles

**PROMOTEUR**

CapitalatWork International S.A.  
75, Parc d'Activité Capellen  
L - 8308 Capellen

**DEPOSITAIRE, AGENT PAYEUR, AGENT  
DOMICILIATAIRE ET ADMINISTRATIF, AGENT  
DE TRANSFERT ET TENEUR DE REGISTRE**

BANQUE PRIVEE EDMOND DE ROTHSCHILD  
EUROPE  
20, boulevard Emmanuel Servais  
L - 2535 Luxembourg

**GESTIONNAIRE**

CapitalatWork International S.A.  
75, Parc d'Activité Capellen  
L - 8308 Capellen

**REVISEUR D'ENTREPRISES AGREE**

PRICEWATERHOUSECOOPERS S.à r.l.  
Réviseur d'entreprises  
400, route d'Esch  
L - 1471 Luxembourg

**CONSEILLER JURIDIQUE**

ARENDE & MEDERNACH  
14, rue Erasme  
B.P. 39  
L - 2010 Luxembourg

## INFORMATIONS AUX ACTIONNAIRES

Les informations concernant la Société sont publiées dans des journaux désignés par le Conseil d'Administration et, si prescrit par la loi, publiées au Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations (le «Mémorial»), journal officiel de Luxembourg, et déposées au Greffe du Tribunal d'Arrondissement de et à Luxembourg.

Aucune souscription ne peut être reçue sur base du présent rapport financier. Les souscriptions ne sont reçues que sur

base du prospectus d'émission le plus récent, accompagné du dernier rapport annuel publié et du dernier rapport semestriel publié.

Les Actions des classes "A", "C", "D" et "I" pourront être admises à la cote de la Bourse de Luxembourg sur décision du Conseil d'Administration.

## VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION

Calcul de la Valeur Nette d'Inventaire par Action de chaque Compartiment (déterminée au Luxembourg chaque jour ouvrable bancaire à Luxembourg ("Jour d'Evaluation")): le premier jour ouvrable qui suit le Jour

d'Evaluation sur base des derniers cours connus au Jour d'Evaluation.

## RAPPORT D'ACTIVITE \*

### L'économie et les profits d'entreprises

La situation économique est devenue beaucoup plus claire ces derniers mois : nous nous trouvons globalement dans une contraction de crédit, qui engendre une contraction économique, qui engendre à son tour une contraction des profits des entreprises.

La crise dont nous sommes les témoins est le résultat d'une combinaison fatale de surendettement et de mauvaise allocation des capitaux. Pour maintenir ou augmenter les rendements, certains (essentiellement les banques) ont pris de plus en plus de risques.

Comme ce cocktail nocif a été concocté à grande échelle pendant de nombreuses années, il apparaît de plus en plus que ces effets seront profonds et durables.

Nous subissons donc l'effet boomerang de ce surendettement prolongé, un désendettement ou contraction du crédit forcé, qui fait mal, très mal à l'économie et à tous ses acteurs, surtout, bien entendu, à ceux qui sont les plus endettés.

Dans des phases de contraction du crédit et de contraction économique, c'est l'endettement d'une part et la stabilité des revenus d'autre part qui fera la différence entre survie et faillite.

C'est donc, avec comme objectif la sécurité des avoirs, que nous focalisons toute notre attention sur ces deux idées - endettements limités et stabilité des revenus.

Dans cet environnement déprimant, quelques bonnes nouvelles malgré tout:

Tout le monde n'a pas participé à cette erreur historique. Les excès se trouvent principalement dans le secteur financier, les banques en tête, dont le levier est parfois hallucinant.

De nombreuses entreprises ne sont pas du tout dans cette même situation de précarité, bien au contraire.

Les états ont pris la mesure de la crise et sont bien décidés à ne pas refaire les mêmes erreurs que dans les années 1930. La résistance s'organise. Trop lentement peut-être, d'une façon parfois chaotique, avec des vues hélas trop nationalistes, ... mais elle s'organise malgré tout. Aux Etats-Unis en particulier, l'administration Obama a mis en place une puissance de feu impressionnante. Mais il faudra bien ça pour dégivrer le système.

Certains prix baissent fort, comme le prix des matières premières et le prix de l'argent.

C'est une très bonne nouvelle. Rien que la baisse du prix du pétrole au niveau de 40/50 Usd par baril allégera la facture énergétique d'approximativement 1.500 Mrd de Usd en 2009 par rapport à 2008, ce qui représente 2% à 3% du PIB mondial. Ceci n'est évidemment pas une bonne nouvelle pour les producteurs de pétrole.

La politique monétaire de la BCE a au moins six mois de retard mais cela fait malgré tout six mois que nous avons enfin des taux sensiblement plus bas. Malgré le scepticisme généralisé, cette baisse des taux devrait commencer à faire son effet à partir du 2e ou 3e trimestre de l'année.

Certains marchés très importants donnent des signes de vie. Nous pensons en particulier au marché des obligations d'entreprises (corporate bonds). Les sociétés avec des endettements raisonnables ont, au cours de ce premier trimestre, réussi à émettre pas mal de nouvelles obligations, à des conditions assez favorables (pour l'émetteur et pour les investisseurs) illustrant au passage qu'il y avait des liquidités abondantes pour des placements simples à risques raisonnables.

Nous voyons une reprise annoncée des transactions stratégiques. Nous croyons que ce n'est qu'un début. Les fortunes divergentes entre les entreprises et les prix historiquement bas créent des opportunités dont les sociétés les plus solides vont profiter.

La courbe des taux est de nouveau ascendante, ce qui historiquement a été un excellent signe avant-coureur de reprise économique. Cela paraît, comme toujours en récession, bien difficile à croire tellement la dislocation a été brutale, mais nous verrons.

La très mauvaise nouvelle est donc la faillite du système bancaire, jadis le plus grand secteur du monde par la capitalisation boursière.

Dans de nombreux cas (voir la Belgique), les propriétaires/actionnaires et les prêteurs subordonnés sont tout simplement rayés de la carte.

Est-ce que les prêteurs seniors s'en sortiront indemnes ? S'il faut en croire les cours des obligations, non.

Est-ce que les dépositaires s'en sortiront indemnes ? S'il faut en croire les gouvernements, oui.

La grande question à venir (très bientôt) est comment les états vont faire pour financer leur intervention actuelle ?

Il n'y a, bien entendu, pas de solution simple.

Inévitablement, les contribuables auront plus de contributions à faire, en argent et en années de travail. En d'autres mots, les taxes et l'âge de la retraite vont augmenter (il est d'ailleurs grand temps).

### **Des taux d'intérêts qui baissent**

Nous avons régulièrement attiré votre attention sur l'inévitabilité d'une baisse importante des taux d'intérêt dans une contraction économique et des risques (risques de réinvestissement) que cela comporte pour ceux qui vivent de leur capital.

Si vous avez décidé de ne plus vouloir supporter l'inévitable volatilité des prix et des rendements associés aux placements à risque et que vous avez par exemple mis votre argent à court terme auprès du gouvernement ou auprès de votre banque, votre rendement se rapproche rapidement de ZERO.

Il y a heureusement des alternatives ! Des alternatives qui ne sont certes pas sans risques (le risque zéro n'existe évidemment pas) mais dont les risques peuvent être gérés et diversifiés.

Les obligations corporate (émises par des entreprises) présentent des rendements historiquement hauts dont vous pouvez profiter, tout en rendant service à l'économie.

Attention sélectivité et diversification sont les mots clés !

### **La psychologie des investisseurs**

En des temps plus normaux, la psychologie des investisseurs est difficile à cerner.

Aujourd'hui par contre, une chose est claire, rarement, pour ne pas dire jamais, les investisseurs n'ont été plus pessimistes. Un pessimisme justifié me direz-vous. Bien sûr, au moins aussi justifié que lors des crises précédentes, si pas plus.

Le problème, et l'opportunité, est que ce pessimisme est contagieux et qu'il engendre des mouvements d'avalanche et des comportements souvent irrationnels.

En effet, plus les actifs financiers baissent en prix et deviennent bon marché, plus les propriétaires veulent s'en défaire rapidement. C'est extraordinaire !

Nous ne rencontrons, en effet, plus un seul investisseur intéressé par un investissement en actions, malgré les valorisations incroyablement basses !

### **Les valorisations des actifs et les rendements attendus**

#### **Les obligations gouvernementales:**

Les taux gouvernementaux sont au plus bas et ne représentent que peu ou pas de valeur. Il n'y a que dans une perspective de dépression et de déflation profonde et prolongée que les rendements de 1% à 3% peuvent être attrayants. Ce n'est clairement pas notre vue de l'avenir.

#### **Les obligations "Corporate":**

Après 18 mois de fuite éperdue de millions d'investisseurs vers les actifs les moins risqués, les rendements des actifs à risque, plus précisément des obligations corporate sont à des niveaux très élevés. Nous l'avons déjà dit plus haut, nous croyons qu'ici réside beaucoup de valeur.

C'est en quelque sorte un mystère pour nous que nombre d'épargnants restent avec leur argent déposé en banque à court terme à des taux qui tendent vers zéro au lieu de les prêter à un nombre diversifié d'entreprises à des taux plus haut qu'en banque pour de plus long termes.

Nos équipes d'analystes font un travail remarquable de discernement entre sociétés à endettement raisonnable et les autres.

Les entreprises dont nous avons des obligations en portefeuille ont en moyenne un endettement net, qui équivaut de 6 mois à 2 années de cash-flows opérationnels. C'est très gérable.

#### **Les actions:**

Jamais... jamais nous n'avons vu des valorisations d'actions aussi basses qu'aujourd'hui et notre conviction est que, à peu de choses près, jamais plus nous ne reverrons des valorisations aussi basses que ce que nous avons vu au cours de cette crise.

Ce n'est pas une grande surprise puisqu'on peut aisément dire que depuis 1930/35, on n'a jamais vu une telle dislocation dans les marchés financiers suivi d'un arrêt aussi brutal de la croissance économique.

Les convictions et les caractères sont donc mis à très rude épreuve.

Les entreprises dont nous avons des actions en portefeuille, sur base d'estimations très conservatrices, génèrent des cash-flows libres qui représentent en moyenne 6% à 12% de leur capitalisation boursière. C'est énorme ! Surtout quand les taux gouvernementaux sont si bas.

## En conclusion

L'opportunité historique se trouve dans le financement des entreprises, que ce soit par les obligations ou par les actions !

Il y a des risques à gérer mais les rendements seront importants.

Les cours sont tellement bas qu'il ne faudra même pas de croissance économique très impressionnante pour ce faire. Une croissance modérée, pas trop inflatoire fera parfaitement l'affaire.

Ceux qui préféreraient ne pas prendre de risques (on peut les comprendre) vont très bientôt contempler des rendements sans risques proches de zéro ! Ne rien faire serait une erreur tout aussi historique.

## CapitalatWork Alternative Fund – Global Opportunities

### Le passé

Nous sommes conscients que bon nombre d'entre vous ont perdu peu à peu confiance dans le Global Opportunities Fund au fil de l'année 2008.

Avec un rendement négatif de -37% en 2008, ce fonds n'a en effet pas été à la hauteur des attentes élevées de ceux qui avaient placé leurs espoirs dans les compétences de son gestionnaire (CapitalatWork en général et Ivan Nyssen en particulier) en matière d'allocation d'actifs.

Pourquoi : ?

1. Les principales composantes du fonds, les fonds CapitalatWork, n'ont pas été extrêmement performantes en 2008.

Nos fonds d'actions ont enregistré une perte moyenne de 40 à 45%, malgré une exposition inférieure à la moyenne aux valeurs financières. Ce résultat décevant s'explique principalement par une surexposition aux secteurs sensibles à la conjoncture économique. La bonne nouvelle est que nous n'avons guère essayé de pertes définitives et que l'endettement inférieur à la moyenne des entreprises dans lesquelles nous détenons des participations nous aidera à remonter rapidement la pente.

Nos fonds obligataires ont reculé en moyenne de 8 à 10 % en raison d'une exposition significative aux obligations d'entreprises et aux obligations indexées sur l'inflation dans un environnement de hausse des différentiels de taux entre obligations d'entreprises et obligations publiques et d'augmentation des taux réels. Nous estimons cependant que ces deux segments – les obligations d'entreprises et les obligations indexées sur l'inflation – possèdent aujourd'hui une valeur importante.

2. Les décisions prises par CapitalatWork en matière d'allocation d'actifs n'ont pas anticipé l'effondrement des marchés.

Ce constat est primordial et devrait remettre en perspective nos capacités et celles de n'importe quel autre opérateur à prédire les évolutions macroéconomiques. Car si nous avons rapidement identifié le risque systémique et le risque économique qui s'ensuivait, nous avons toujours estimé que le prix des actions reflétait largement le pire des scénarios envisageables.

Il en va de même des rendements des obligations d'entreprises. Nous avons conservé une exposition significative (70 %) aux actions durant toute la durée de la crise.

3. Contrairement à nos attentes, nos stratégies défensives, basées sur des options sur indices afin de réduire la volatilité de notre portefeuille, n'ont pas fonctionné. Elles ont même eu un effet inverse.

En raison de la nervosité sans précédent qui a régné dans les chambres de compensation à la suite de l'explosion de la volatilité et de la méfiance des investisseurs, nous avons été soumis à des appels de marge inattendus sur certaines de nos positions les plus défensives, ce qui nous a contraints à procéder à des ventes forcées au pire des moments.

Des obligations de qualité supérieure n'étaient plus acceptées en garantie et nous avons par exemple été contraints de vendre notre position de 3% dans Vinci à des cours fluctuant autour de 24 €.

Nous en sommes bien entendu profondément navrés. Les positions résiduelles en options ont été significativement réduites, nous sommes en train de remplacer le principal courtier du fonds et nous avons tiré les conclusions de cette terrible mésaventure.

### Le futur

Toutefois, nous avons une grande confiance dans la composition actuelle du fonds, qui est investi pour 38 % dans des produits à revenu fixe (y compris 3 % de liquidités) et pour 62 % dans des actions.

Les 38% d'investissements en produits à revenus fixes sont concentrés dans les obligations d'entreprises (30%) et des obligations gouvernementales indexées sur l'inflation (8%).

Le faible endettement des entreprises dont nous détenons des obligations, associé aux attentes généralement très élevées en matière de défaut de paiement (ce qui accroît les rendements) crée en effet des opportunités, tout comme la crainte d'une déflation persistante déjà intégrée dans les cours des obligations indexées sur l'inflation.

Les 62% investis dans des actions se répartissent en 35 % d'actions européennes, 17 % d'actions américaines et 10 % d'actions asiatiques.

Nous ne détenons plus guère de participations dans les institutions bancaires. Toutefois, nous affichons toujours une exposition significative aux valeurs industrielles (15%), aux biens de consommation cycliques (15%), à l'énergie (6%), aux valeurs technologiques (5%) et aux services d'utilité publique (4%). Comme nous l'avons toujours fait par le passé, nous continuerons à nous concentrer sur les entreprises faiblement endettées et sur les titres liquides.

En termes de devise, +/- 62% de nos actifs sont libellés en EUR, +/- 28% en USD et 10% en autres devises, principalement asiatiques.

Nous sommes conscients que cette allocation pourrait être considérée comme excessivement optimiste vu la situation économique globale et l'évolution actuelle des cours des actifs d'entreprises. Toutefois, nous sommes convaincus qu'aujourd'hui, c'est au sein des entreprises que l'on trouve de la valeur (actions et obligations).

### **CapitalatWork Alternative Fund – Bonds Opportunities**

2008 fut l'année du tsunami financier pour le marché obligataire global. Tous les secteurs du marché obligataire ont souffert, avec cependant une exception notable pour les obligations gouvernementales qui ont connu une de leurs meilleures années. Toutes les stratégies de prise de risque ont souffert en 2008.

Les obligations de sociétés ont été confrontées à d'énormes écarts de taux. De plus, la plupart des indices d'obligations de société comprend plus de 50% de sociétés financières, qui ont souffert encore plus étant donné que l'épicentre de la crise se trouve dans le secteur bancaire.

A la fin de l'année, la crise est devenue globale, et même les obligations gouvernementales émises dans les marchés émergents ont connu d'énormes écarts de taux. La composition du portefeuille du Compartiment a donc drastiquement changé. L'exposition aux valeurs financières a été drastiquement réduit, tous les produits structurés ont été vendus, ainsi que les positions dans les marchés émergents. Le portefeuille se concentre donc dorénavant sur le marché des obligations de société, avec une exposition minimale aux valeurs financières.

### **CapitalatWork Alternative Fund – Inflation Opportunities**

2008 fut une année turbulente pour les obligations liées à l'inflation. Jusqu'à l'été, les marchés financiers connurent une succession de records en ce qui concerne les prix de

l'énergie et des matières premières, mais cela a vite changé avec la faillite de Lehman Brothers et la crise économique qui a suivi. Tous les prix des matières premières se sont écroulés et les perspectives d'inflation se sont dramatiquement réduites, allant jusqu'à la déflation dans certains cas.

Au final, les obligations liées à l'inflation ont connu une année moyenne, sous-performant le marché des obligations nominales.

Notre portefeuille a souffert en début d'année d'une exposition aux obligations de société liées à l'inflation. En été, nous avons radicalement changé le profil du Compartiment, en vendant presque toutes les obligations de société ainsi que les valeurs financières. A la fin de l'année, les obligations liées à l'inflation des marchés émergents ont également été vendues.

Aujourd'hui, le portefeuille est investi à 93% en obligations gouvernementales émises par des pays de l'OCDE liées à l'inflation.

### **CapitalatWork Alternative Fund – Cash+ Opportunities**

Notre Compartiment d'obligations à court-terme a connu une bonne année.

Deux raisons expliquent cela. Premièrement, contrairement à beaucoup d'autres Fonds d'obligations à court-terme, nous n'avons pas d'exposition aux produits structurés, qui ont causé beaucoup de soucis à ces autres Fonds.

Ensuite, grâce aux décisions absurdes de l'ECB avant l'été par rapport aux taux d'intérêt, l'Europe a connu des taux à court-terme relativement élevés pendant presque toute l'année. Ce n'est qu'après la faillite de Lehman Brothers que l'ECB a reconnu l'importance du problème et a commencé à diminuer ces taux d'intérêt.

Le changement le plus important dans l'allocation consista en une réduction progressive de notre exposition aux valeurs financières. Cette exposition se limitait presque exclusivement aux dépôts à terme.

Néanmoins, considérant les énormes challenges auxquels les banques doivent faire face, nous avons décidé de jouer la carte de la sécurité, en diminuant progressivement ces dépôts à terme également. Nous avons l'intention de supprimer complètement cette exposition.

Luxembourg, le 17 mars 2009  
CapitalatWork International S.A.

\* Les indications et comparaisons sont historiques et ne sont pas nécessairement indicatives des résultats futurs.

## RAPPORT DU REVISEUR D'ENTREPRISES

Aux Actionnaires de  
**CAPITALWORK ALTERNATIVE FUND**

Conformément au mandat donné par l'Assemblée Générale des Actionnaires du 15 avril 2008, nous avons effectué l'audit des états financiers ci-joints de CAPITALWORK ALTERNATIVE FUND et de chacun de ses compartiments, comprenant l'état des actifs nets, l'état du portefeuille-titres et autres actifs nets au 31 décembre 2008 ainsi que l'état des opérations et des changements des actifs nets pour l'exercice clos à cette date, et l'annexe contenant un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives aux états financiers.

### Responsabilité du Conseil d'Administration de la SICAV dans l'établissement et la présentation des états financiers

Le Conseil d'Administration de la SICAV est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces états financiers, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs; le choix et l'application de méthodes comptables appropriées; ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

### Responsabilité du Réviseur d'entreprises

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces états financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et réaliser l'audit pour obtenir une assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les états financiers. Le choix des procédures relève du jugement

du Réviseur d'entreprises, de même que l'évaluation du risque que les états financiers contiennent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs. En procédant à ces évaluations du risque, le Réviseur d'entreprises prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité de celui-ci. Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et du caractère raisonnable des estimations comptables faites par le Conseil d'Administration de la SICAV, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

### Opinion

A notre avis, ces états financiers donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de CAPITALWORK ALTERNATIVE FUND et de chacun de ses compartiments au 31 décembre 2008, ainsi que du résultat de ses opérations et des changements des actifs nets pour l'exercice clos à cette date, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg.

### Autre sujet

Les informations supplémentaires incluses dans le rapport annuel ont été examinées dans le cadre de notre mission, mais n'ont pas fait l'objet de procédures d'audit spécifiques selon les normes décrites ci-avant. Par conséquent, nous n'émettons pas d'opinion sur ces informations. Néanmoins, ces informations n'appellent pas d'observation de notre part dans le contexte des états financiers pris dans leur ensemble.

PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Réviseur d'entreprises  
Représentée par Christophe Pittie

Luxembourg, le 30 mars 2009

**ETAT GLOBALISE DES ACTIFS NETS**31 décembre 2008  
(en EUR)**ACTIF**

Portefeuille-titres :	
- Valeur d'acquisition	280.703.515,35
- Plus/(moins)-value nette non réalisée	(42.613.326,72)
	<b>238.090.188,63</b>
Liquidités :	
- Banques à vue	13.894.586,73
Autres actifs :	
- Intérêts à recevoir	2.166.801,25
- Frais de constitution/réorganisation, nets	20.772,48
- Plus-value non réalisée sur contrats de change à terme	231.378,49
	<b>254.403.727,58</b>

**PASSIF**

Portefeuille-titres vendu à découvert :	
- Valeur d'acquisition	3.502.896,98
- Plus/(moins)-value nette non réalisée	2.606.759,04
	<b>6.109.656,02</b>
Découvert bancaire :	
- Banques à vue	1.166.612,76
Autres passifs :	
- Taxes et frais à payer	182.303,10
- Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	620.198,53
- Autres	9.442,26
	<b>8.088.212,67</b>

**ACTIFS NETS 246.315.514,91**

**ETAT GLOBALISE DES OPERATIONS**Exercice clôturé au 31 décembre 2008  
(en EUR)**REVENUS**

Revenus des investissements :	
- Dividendes, nets	530.564,64
- Intérêts sur obligations, nets	4.214.527,77
Intérêts bancaires, nets	187.504,20
	<b>4.932.596,61</b>

**CHARGES**

Commissions :	
- Commission de gestion	1.043.689,27
- Commission de banque dépositaire et droits de garde	272.685,52
Autres charges :	
- Taxe d'abonnement	55.173,60
- Amortissement des frais de constitution/réorganisation	15.860,00
- Frais légaux et de révision	123.742,23
- Frais d'impression et de publication	3.039,70
- Frais d'administration et autres	254.891,48
	<b>1.769.081,80</b>

**RESULTAT NET DES OPERATIONS** **3.163.514,81**

Résultat net réalisé sur :	
- Ventes d'investissements	(27.152.492,24)
- Change	(788.068,85)

**RESULTAT NET REALISE** **(24.777.046,28)**

Variation de la plus/(moins)-value nette non réalisée sur :	
- Investissements	(39.741.540,41)
- Contrats de change à terme	(692.306,30)

**AUGMENTATION/(DIMINUTION) NETTE DES ACTIFS** **(65.210.892,99)**  
**NETS PROVENANT DES OPERATIONS**

**ETAT DES ACTIFS NETS**31 décembre 2008  
(en EUR)**ACTIF**

Portefeuille-titres :	(voir notes)	
- Valeur d'acquisition		107.984.416,98
- Plus/(moins)-value nette non réalisée		(29.755.049,79)
		<b>78.229.367,19</b>
Liquidités :		
- Banques à vue		5.356.611,10
Autres actifs :		
- Intérêts à recevoir		114.821,09
- Frais de constitution/réorganisation, nets	(voir notes)	7.606,42
		<b>83.708.405,80</b>

**PASSIF**

Portefeuille-titres vendu à découvert :	(voir notes)	
- Valeur d'acquisition		3.502.896,98
- Plus/(moins)-value nette non réalisée		2.606.759,04
		<b>6.109.656,02</b>
Découvert bancaire :		
- Banques à vue		1.161.505,40
Autres passifs :		
- Taxes et frais à payer		67.474,71
- Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	(voir notes)	360.633,41
		<b>7.699.269,54</b>

**ACTIFS NETS** **76.009.136,26**

Représentés par :

735.283,656 Actions de la catégorie Classe C, d'une valeur de EUR 103,37 par action

**ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008  
(en EUR)

<b>ACTIFS NETS AU DEBUT DE L'EXERCICE</b>		<b>147.565.478,75</b>
<b>REVENUS</b>		
Revenus des investissements :		
- Dividendes, nets		371.682,99
- Intérêts sur obligations, nets		47.142,09
Intérêts bancaires, nets		88.309,78
		<b>507.134,86</b>
<b>CHARGES</b>		
Commissions :		
- Commission de gestion	(voir notes)	579.068,29
- Commission de banque dépositaire et droits de garde		119.229,40
Autres charges :		
- Taxe d'abonnement		11.580,89
- Amortissement des frais de constitution/réorganisation	(voir notes)	9.188,00
- Frais légaux et de révision		43.986,53
- Frais d'impression et de publication		1.333,55
- Frais d'administration et autres		167.758,17
		<b>932.144,83</b>
<b>RESULTAT NET DES OPERATIONS</b>		<b>(425.009,97)</b>
Résultat net réalisé sur :		
- Ventes d'investissements	(voir notes)	(19.904.360,52)
- Change		63.928,54
<b>RESULTAT NET REALISE</b>		<b>(20.265.441,95)</b>
Variation de la plus/(moins)-value nette non réalisée sur :		
- Investissements		(33.680.193,66)
- Contrats de change à terme		(553.621,46)
<b>AUGMENTATION/(DIMINUTION) NETTE DES ACTIFS NETS PROVENANT DES OPERATIONS</b>		<b>(54.499.257,07)</b>
<b>MOUVEMENTS EN CAPITAL</b>		
Emissions d'actions		12.764.315,97
Rachats d'actions		(29.821.401,39)
		<b>(17.057.085,42)</b>
<b>ACTIFS NETS A LA FIN DE L'EXERCICE</b>		<b>76.009.136,26</b>

**STATISTIQUES**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008

<b>ACTIONS</b>	<b>Classe C</b>
Actions en circulation au début de l'exercice	894.746,819
Souscriptions d'actions	87.966,000
Rachats d'actions	(247.429,163)
<b>Actions en circulation à la fin de l'exercice</b>	<b>735.283,656</b>

<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION</b>	<b>EUR</b>
Maximale	164,96 02.01.08
Minimale	96,18 21.11.08
<b>A la fin de l'exercice</b>	<b>103,37</b>

---

**EVOLUTION DU NOMBRE D' ACTIONS,  
DES ACTIFS NETS  
ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION**

Date	Classe d'action	Nombre d'actions en circulation	Actifs nets	Devise	Valeur nette d'inventaire par action
31.12.06	Classe C	664.311,656	104.777.905,13	EUR	157,72
31.12.07	Classe C	894.746,819	147.565.478,75	EUR	164,92
31.12.08	Classe C	735.283,656	76.009.136,26	EUR	103,37

**ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES  
ET AUTRES ACTIFS NETS**

31 décembre 2008

(en EUR)

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
<b>PORTEFEUILLE-TITRES ACHETE</b>						
<b>VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>						
<b>ACTIONS ET WARRANTS</b>						
<b>ETATS-UNIS</b>						
11.500	BARNES & NOBLE INC	USD	262.184,93	15,000	124.096,33	0,16
10.000	CISCO SYSTEMS INC	USD	160.056,90	16,300	117.262,04	0,15
30.000	COMCAST CORP -A- SPECIAL	USD	452.595,91	16,150	348.548,82	0,46
30.000	COMPUCREDIT CORP	USD	834.325,67	5,530	119.348,29	0,16
10.000	LAMAR ADVERTISING COMPANY -A-	USD	406.521,78	12,560	90.356,51	0,12
100.000	NEWS CORP -A-	USD	1.595.152,25	9,090	653.933,69	0,86
10.000	R.H.DONNELLEY CORP	USD	410.238,60	0,350	2.517,90	0,00
	<b>TOTAL ETATS-UNIS</b>		<b>4.121.076,04</b>		<b>1.456.063,58</b>	<b>1,91</b>
<b>FRANCE</b>						
30.000	PUBLICIS GROUPE SA	EUR	780.000,00	18,395	551.850,00	0,73
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>780.000,00</b>		<b>551.850,00</b>	<b>0,73</b>
<b>LUXEMBOURG</b>						
70.000	ARCELORMITTAL SA - NOUV. ACT NOM	EUR	2.399.140,87	17,110	1.197.700,00	1,58
	<b>TOTAL LUXEMBOURG</b>		<b>2.399.140,87</b>		<b>1.197.700,00</b>	<b>1,58</b>
<b>MEXIQUE</b>						
10.000	GRUPO TELEVISA SA / ADR	USD	151.110,27	14,940	107.478,21	0,14
	<b>TOTAL MEXIQUE</b>		<b>151.110,27</b>		<b>107.478,21</b>	<b>0,14</b>
<b>PAYS-BAS</b>						
5.000	GROUPE BRUXELLES LAMBERT SA - STRIP VVPR	EUR	0,00	0,009	45,00	0,00
	<b>TOTAL PAYS-BAS</b>		<b>0,00</b>		<b>45,00</b>	<b>0,00</b>
	<b>TOTAL ACTIONS ET WARRANTS</b>		<b>7.451.327,18</b>		<b>3.313.136,79</b>	<b>4,36</b>
<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>ALLEMAGNE</b>						
1.000.000	E.ON INTERNATIONAL FINANCE BV EMTN 5,75% 07.05.08 - 07.05.20	EUR	955.000,00	102,375	1.023.750,00	1,35
1.000.000	SIEMENS FINANCIERINGSMAATSCHAPPIJ NV EMTN 5,625% 11.06.08 - 11.06.18	EUR	995.000,00	102,650	1.026.500,00	1,35
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>1.950.000,00</b>		<b>2.050.250,00</b>	<b>2,70</b>
<b>FRANCE</b>						
1.000.000	GDF SUEZ EMTN 6,875% 24.10.08 - 24.01.19	EUR	1.075.650,00	111,070	1.110.700,00	1,46
1.000.000	SCHNEIDER ELECTRIC SA EMTN 4% 11.08.05 - 11.08.17	EUR	840.000,00	87,150	871.500,00	1,15

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
1.000.000	VINCI SA FRN - PERPETUEL 6,25% 13.02.06	EUR	770.750,00	64,885	648.850,00	0,85
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>2.686.400,00</b>		<b>2.631.050,00</b>	<b>3,46</b>
	<b>TOTAL OBLIGATIONS</b>		<b>4.636.400,00</b>		<b>4.681.300,00</b>	<b>6,16</b>
	<b>OPTIONS</b>					
	<b>ALLEMAGNE</b>					
4.000	DJ EUROSTOX50 P2300 MARS 09	EUR	1.119.880,00	121,900	487.600,00	0,64
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>1.119.880,00</b>		<b>487.600,00</b>	<b>0,64</b>
	<b>ETATS-UNIS</b>					
50.000	COUNTRYWIDE FIN C45 JAN 09	USD	150.434,30	0,040	1.438,80	0,00
5.000	S&P500 P1175 JUIN 09	USD	362.685,52	282,800	1.017.230,19	1,34
10.000	S&P500 P1200 JUIN 09	USD	746.261,45	305,700	2.199.202,74	2,88
5.000	S&P500 P1225 JUIN 09	USD	316.957,03	329,100	1.183.771,05	1,56
10.000	S&P500 P875 MARS 09	USD	873.746,00	53,500	384.878,47	0,51
10.000	S&P500 P900 MARS 09	USD	814.600,58	66,500	478.400,34	0,63
9.000	S&P500 P950 SEP. 09	USD	805.817,83	137,700	891.551,18	1,17
	<b>TOTAL ETATS-UNIS</b>		<b>4.070.502,71</b>		<b>6.156.472,77</b>	<b>8,09</b>
	<b>FRANCE</b>					
20.000	VINCI SA C26 SEP. 09	EUR	86.529,60	6,910	138.200,00	0,18
50.000	VINCI SA C30 SEP. 09	EUR	267.651,04	4,720	236.000,00	0,32
40.000	VINCI SA C40 MARS 09	EUR	30.845,44	0,250	10.000,00	0,01
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>385.026,08</b>		<b>384.200,00</b>	<b>0,51</b>
	<b>TOTAL OPTIONS</b>		<b>5.575.408,79</b>		<b>7.028.272,77</b>	<b>9,24</b>
	<b>TOTAL VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>		<b>17.663.135,97</b>		<b>15.022.709,56</b>	<b>19,76</b>
	<b>AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>					
	<b>OBLIGATIONS</b>					
	<b>ITALIE</b>					
1.000.000	ENI SPA EMTN 5,875% 25.11.08 - 20.01.14	EUR	1.008.280,00	106,040	1.060.400,00	1,40
	<b>TOTAL ITALIE</b>		<b>1.008.280,00</b>		<b>1.060.400,00</b>	<b>1,40</b>
	<b>TOTAL OBLIGATIONS</b>		<b>1.008.280,00</b>		<b>1.060.400,00</b>	<b>1,40</b>
	<b>ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>					
	<b>AMÉRIQUE DU NORD</b>					
55,379	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV AMERICAN EQUITIES (A) WORK -I-	EUR	7.137.245,52	84.354,300	4.671.456,78	6,15
107,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV FUNDAMENTAL EUROSTOCKS -I-	EUR	11.219.427,63	67.615,870	7.234.898,09	9,51
	<b>TOTAL AMÉRIQUE DU NORD</b>		<b>18.356.673,15</b>		<b>11.906.354,87</b>	<b>15,66</b>
	<b>ASIE</b>					
80,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV ASIAN EQUITIES WORK -I-	EUR	12.192.800,00	89.591,130	7.167.290,40	9,43
	<b>TOTAL ASIE</b>		<b>12.192.800,00</b>		<b>7.167.290,40</b>	<b>9,43</b>
	<b>MONDE</b>					
93,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV BONDS AT WORK -I-	EUR	16.109.686,11	152.943,050	14.223.703,65	18,71
40,422	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV CONTRARIAN EQUITIES -I-	EUR	11.684.478,76	173.391,310	7.008.823,53	9,22
35,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV EUROPEAN EQUITIES AT WORK -I-	EUR	12.928.300,00	241.186,000	8.441.510,00	11,11

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
42,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV INFLATION AT WORK -I-	EUR	5.920.726,61	133.709,180	5.615.785,56	7,39
	<b>TOTAL MONDE</b>		<b>46.643.191,48</b>		<b>35.289.822,74</b>	<b>46,43</b>
	<b>UNION ECONOMIQUE MONÉTAIRE</b>					
117,126	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV CONTRARIAN EURO EQUITIES -I-	EUR	12.120.336,38	66.448,010	7.782.789,62	10,24
	<b>TOTAL UNION ECONOMIQUE MONETAIRE</b>		<b>12.120.336,38</b>		<b>7.782.789,62</b>	<b>10,24</b>
	<b>TOTAL ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>		<b>89.313.001,01</b>		<b>62.146.257,63</b>	<b>81,76</b>
	<b>TOTAL AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>		<b>90.321.281,01</b>		<b>63.206.657,63</b>	<b>83,16</b>
	<b>TOTAL PORTEFEUILLE-TITRES ACHETE</b>		<b>107.984.416,98</b>		<b>78.229.367,19</b>	<b>102,92</b>
	<b>PORTEFEUILLE-TITRES VENDU A DECOUVERT</b>					
	<b>VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>					
	<b>OPTIONS</b>					
	<b>ALLEMAGNE</b>					
(250)	DJ EUROSTOX50 C2900 MARS 09	EUR	(17.770,00)	23,100	(5.775,00)	(0,01)
(1.000)	DJ EUROSTOX50 P2500 MARS 09	EUR	(326.500,00)	199,500	(199.500,00)	(0,26)
(1.000)	DJ EUROSTOX50 P3050 JUIN 09	EUR	(181.861,00)	675,300	(675.300,00)	(0,89)
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>(526.131,00)</b>		<b>(880.575,00)</b>	<b>(1,16)</b>
	<b>ETATS-UNIS</b>					
(8.000)	APPLE INC P120 JANV. 09	USD	(92.300,47)	34,550	(198.841,88)	(0,26)
(8.500)	BARNES & NOBLE INC P30 JANV. 09	USD	(15.264,69)	14,900	(91.111,88)	(0,12)
(20.000)	CISCO SYST P22.5 JANV. 09	USD	(30.170,58)	6,200	(89.205,48)	(0,12)
(10.000)	COMCAST -A- SPEC P17.5 JANV. 09	USD	(4.560,63)	1,650	(11.870,08)	(0,02)
(30.000)	INTEL P20 JAN 09/AM	USD	(46.075,76)	5,250	(113.305,34)	(0,15)
(20.000)	LAS VEGAS SANDS CORP P25 JUIN 09	USD	(225.102,29)	18,900	(271.932,82)	(0,36)
(5.000)	S&P500 C1100 MARS 09	USD	(73.472,43)	3,610	(12.985,15)	(0,02)
(20.000)	S&P500 P1100 JUIN 09	USD	(809.163,42)	222,400	(3.199.886,75)	(4,20)
(12.500)	S&P500 P750 MARS 09	USD	(537.861,66)	20,000	(179.849,75)	(0,24)
(10.000)	S&P500 P850 SEP. 09	USD	(588.946,05)	91,200	(656.091,89)	(0,86)
	<b>TOTAL ETATS-UNIS</b>		<b>(2.422.917,98)</b>		<b>(4.825.081,02)</b>	<b>(6,35)</b>
	<b>FRANCE</b>					
(40.000)	VINCI SA P40 MARS 09	EUR	(553.848,00)	10,100	(404.000,00)	(0,53)
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>(553.848,00)</b>		<b>(404.000,00)</b>	<b>(0,53)</b>
	<b>TOTAL OPTIONS</b>		<b>(3.502.896,98)</b>		<b>(6.109.656,02)</b>	<b>(8,04)</b>
	<b>TOTAL VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>		<b>(3.502.896,98)</b>		<b>(6.109.656,02)</b>	<b>(8,04)</b>
	<b>TOTAL PORTEFEUILLE-TITRES VENDU A DECOUVERT</b>		<b>(3.502.896,98)</b>		<b>(6.109.656,02)</b>	<b>(8,04)</b>
	<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>		<b>104.481.520,00</b>		<b>72.119.711,17</b>	<b>94,88</b>
	Liquidités/(découvert bancaire)				4.195.105,70	5,52
	Autres actifs/(passifs) nets				(305.680,61)	(0,40)
	<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>				<b>76.009.136,26</b>	<b>100,00</b>

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

**REPARTITION GEOGRAPHIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>PAYS</b>	<b>% des actifs nets</b>
Monde	46,43
Amérique du nord	15,66
Union Economique Monétaire	10,24
Asie	9,43
France	4,17
Etats-Unis	3,65
Allemagne	2,18
Luxembourg	1,58
Italie	1,40
Mexique	0,14
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>94,88</b>
Autres actifs/(passifs) nets	5,12
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**REPARTITION ECONOMIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>SECTEURS ECONOMIQUES</b>	<b>% des actifs nets</b>
Organismes de placement collectif	81,76
Holdings et sociétés financières	2,70
Indices boursiers	2,25
Industrie minière	1,58
Energie et eaux	1,46
Pétrole	1,40
Electrotechnique et électronique	1,15
Industrie graphique et maisons d'édition	0,85
Construction et matériaux de construction	0,85
Services divers	0,84
Transmission d'informations	0,58
Commerce de détail	0,16
Banques et autres institutions de crédit	0,16
Divers	(0,86)
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>94,88</b>
Autres actifs/(passifs) nets	5,12
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**ETAT DES ACTIFS NETS**31 décembre 2008  
(en EUR)**ACTIF**

Portefeuille-titres :	(voir notes)	
- Valeur d'acquisition		79.926.817,39
- Plus/(moins)-value nette non réalisée		(12.609.996,05)
		<b>67.316.821,34</b>
Liquidités :		
- Banques à vue		2.574.919,88
Autres actifs :		
- Intérêts à recevoir		764.029,44
- Frais de constitution/réorganisation, nets	(voir notes)	6.573,06
- Plus-value non réalisée sur contrats de change à terme	(voir notes)	231.378,49
		<b>70.893.722,21</b>

**PASSIF**

Découvert bancaire :		
- Banques à vue		5.106,07
Autres passifs :		
- Taxes et frais à payer		46.660,54
- Autres		6.142,29
		<b>57.908,90</b>

**ACTIFS NETS****70.835.813,31**

## Représentés par :

644.177,879	Actions de la catégorie Classe C, d'une valeur de	EUR	109,90	par action
345,000	Actions de la catégorie Classe D, d'une valeur de	EUR	109,93	par action

**ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008  
(en EUR)

<b>ACTIFS NETS AU DEBUT DE L'EXERCICE</b>		<b>74.932.527,70</b>
<b>REVENUS</b>		
Revenus des investissements :		
- Dividendes, nets		156.857,85
- Intérêts sur obligations, nets		3.184.611,56
Intérêts bancaires, nets		44.108,72
		<b>3.385.578,13</b>
<b>CHARGES</b>		
Commissions :		
- Commission de gestion	(voir notes)	327.691,81
- Commission de banque dépositaire et droits de garde		97.443,56
Autres charges :		
- Taxe d'abonnement		24.580,96
- Amortissement des frais de constitution/réorganisation	(voir notes)	4.380,00
- Frais légaux et de révision		35.210,18
- Frais d'impression et de publication		845,68
- Frais d'administration et autres		50.985,64
		<b>541.137,83</b>
<b>RESULTAT NET DES OPERATIONS</b>		<b>2.844.440,30</b>
Résultat net réalisé sur :		
- Ventes d'investissements	(voir notes)	(4.629.048,62)
- Change		(826.352,89)
<b>RESULTAT NET REALISE</b>		<b>(2.610.961,21)</b>
Variation de la plus/(moins)-value nette non réalisée sur :		
- Investissements		(7.102.360,09)
- Contrats de change à terme		191.539,37
<b>AUGMENTATION/(DIMINUTION) NETTE DES ACTIFS NETS PROVENANT DES OPERATIONS</b>		<b>(9.521.781,93)</b>
<b>MOUVEMENTS EN CAPITAL</b>		
Emissions d'actions		23.938.225,62
Rachats d'actions		(18.513.158,08)
		<b>5.425.067,54</b>
<b>ACTIFS NETS A LA FIN DE L'EXERCICE</b>		<b>70.835.813,31</b>

**STATISTIQUES**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008

<b>ACTIONS</b>	<b>Classe C</b>	<b>Classe D</b>
Actions en circulation au début de l'exercice	598.051,955	345,000
Souscriptions d'actions	200.091,175	0,000
Rachats d'actions	(153.965,251)	(0,000)
<b>Actions en circulation à la fin de l'exercice</b>	<b>644.177,879</b>	<b>345,000</b>
<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION</b>	<b>EUR</b>	<b>EUR</b>
Maximale	126,29 17.01.08	126,30 17.01.08
Minimale	108,25 24.10.08	108,27 24.10.08
<b>A la fin de l'exercice</b>	<b>109,90</b>	<b>109,93</b>

**EVOLUTION DU NOMBRE D' ACTIONS,  
DES ACTIFS NETS  
ET DE LA VALEUR NETTE D' INVENTAIRE PAR ACTION**

Date	Classe d'action	Nombre d'actions en circulation	Actifs nets	Devise	Valeur nette d'inventaire par action
31.12.06	Classe C	609.327,189	76.545.227,89	EUR	125,62
	Classe D	857,000	107.665,08	EUR	125,63
31.12.07	Classe C	598.051,955	74.889.320,40	EUR	125,22
	Classe D	345,000	43.207,30	EUR	125,24
31.12.08	Classe C	644.177,879	70.797.887,23	EUR	109,90
	Classe D	345,000	37.926,08	EUR	109,93

**ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES  
ET AUTRES ACTIFS NETS**

31 décembre 2008

(en EUR)

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
<b>VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>						
<b>ACTIONS ET WARRANTS</b>						
<b>PAYS-BAS</b>						
9.600	ING BANK NV 7.05% PFD PERPETUEL	USD	203.562,97	12,700	87.709,13	0,12
	<b>TOTAL PAYS-BAS</b>		<b>203.562,97</b>		<b>87.709,13</b>	<b>0,12</b>
	<b>TOTAL ACTIONS ET WARRANTS</b>		<b>203.562,97</b>		<b>87.709,13</b>	<b>0,12</b>
<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>ALLEMAGNE</b>						
1.000.000,00	ALLEMAGNE - SERIES 150 4% 30.03.07 - 13.04.12	EUR	991.887,04	105,786	1.057.860,00	1,49
600.000	BAYER AG FRN 5% 29.07.05 - 29.07.05	EUR	537.987,20	75,975	455.850,00	0,64
100.000	E.ON INTERNATIONAL FINANCE BV EMTN 5,25% 06.06.08 - 06.06.14	EUR	99.726,93	104,180	104.180,00	0,15
600.000	E.ON INTERNATIONAL FINANCE BV EMTN 5,75% 07.05.08 - 07.05.20	EUR	601.828,10	102,375	614.250,00	0,87
1.400.000,00	GERMANY 4,5% 04.01.03 - 04.01.13	EUR	1.401.206,03	108,115	1.513.610,00	2,13
100.000	LINDE FINANCE BV FRN 7,375% 14.07.06 - 14.07.66	EUR	107.262,10	81,795	81.795,00	0,12
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>3.739.897,40</b>		<b>3.827.545,00</b>	<b>5,40</b>
<b>AUSTRALIE</b>						
1.000.000	NATIONAL CAPITAL INSTRUMENTS FRN PERPETUEL 3,969% 29.09.06	EUR	1.009.530,80	42,000	420.000,00	0,59
	<b>TOTAL AUSTRALIE</b>		<b>1.009.530,80</b>		<b>420.000,00</b>	<b>0,59</b>
<b>BELGIQUE</b>						
1.000.000,00	BELGIQUE OLO SERIE 53 3,5% 28.02.08 - 28.03.11	EUR	975.804,47	101,920	1.019.200,00	1,44
	<b>TOTAL BELGIQUE</b>		<b>975.804,47</b>		<b>1.019.200,00</b>	<b>1,44</b>
<b>BERMUDES</b>						
240.000	FIDELITY INTERNATIONAL EMTN 6,25% 21.03.02 - 21.03.12	EUR	277.738,54	91,085	218.604,00	0,31
	<b>TOTAL BERMUDES</b>		<b>277.738,54</b>		<b>218.604,00</b>	<b>0,31</b>
<b>ESPAGNE</b>						
300.000	BANCO VALENCIA PREFERENTES SA - PERPETUEL 4,679% 15.12.06	EUR	300.328,10	27,500	82.500,00	0,12
1.500.000	HIT FINANCE BV 4,875% 27.10.06 - 27.10.21	EUR	1.473.655,96	74,030	1.110.450,00	1,57
400.000	POPULAR CAPITAL SA FRN -B- NON CUM PREF - PERPETUEL 4,967% 30.06.04	EUR	358.041,68	41,208	164.833,20	0,23

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
960.000	SANTANDER CENTRAL HISPANO FINANCE SA FRN - PERPETUEL 4,888% 30.09.04	EUR	853.606,65	38,400	368.640,00	0,52
	<b>TOTAL ESPAGNE</b>		<b>2.985.632,39</b>		<b>1.726.423,20</b>	<b>2,44</b>
	<b>ETATS-UNIS</b>					
650.000	GOLDMAN SACHS GROUP INC 4,75% 12.10.06 - 12.10.21	EUR	586.644,75	60,020	390.130,00	0,54
500.000	GOLDMAN SACHS GROUP INC FRN 4,426% 23.05.06 - 23.05.16	EUR	481.831,47	68,000	340.000,00	0,48
250.000	GOLDMAN SACHS GROUP INC FRN EMTN 5,21% 30.01.07 - 30.01.17	EUR	249.303,30	66,235	165.587,50	0,23
160.000	LEHMAN BROTHERS TREASURY BV FRN EMTN - EN DEFAULT DE PAIEMENT 6% 15.02.05 - 15.02.35	EUR	159.702,54	5,000	8.000,00	0,01
250.000	MERRILL LYNCH & CO INC FRN EMTN 3,879% 14.09.06 - 14.09.18	EUR	250.653,30	57,125	142.812,50	0,20
320.000	BANK OF AMERICA CORP 5,25% 18.11.03 - 01.12.15	USD	269.168,59	91,925	211.617,95	0,30
320.000	BLOCK FINANCIAL CORP 5,125% 26.10.04 - 30.10.14	USD	256.012,06	81,439	187.479,06	0,26
200.000	BRITISH SKY BROADCASTING FINANCE UK PLC 144A 6,5% 20.10.05 - 15.10.35	USD	165.438,23	73,644	105.958,70	0,15
280.000	COMCAST CORP 5,3% 15.05.03 - 15.01.14	USD	231.766,33	93,614	188.567,69	0,27
500.000	HOME DEPOT INC 5,875% 19.12.06 - 16.12.36	USD	320.184,04	75,869	272.900,41	0,39
560.000	LIBERTY MEDIA CORP 5,7% 05.05.03 - 15.05.13	USD	429.780,68	66,058	266.122,32	0,38
180.000	MERRILL LYNCH & CO INC EMTN SERIE B TRANCHE 384 5,3% 26.09.03 - 30.09.15	USD	150.384,93	96,595	125.083,14	0,18
160.000	NEWS AMERICA HOLDINGS INC 9,25% 08.02.93 - 01.02.13	USD	162.689,37	107,765	124.041,88	0,18
176.000	NEWS AMERICA HOLDINGS INC 8,875% 26.04.93 - 26.04.23	USD	186.327,34	116,881	147.988,35	0,21
720.000	NEXTEL COMMUNICATIONS INC - SERIE E 6,875% 05.08.05 - 31.10.13	USD	633.406,74	43,000	222.725,93	0,31
	<b>TOTAL ETATS-UNIS</b>		<b>4.533.293,67</b>		<b>2.899.015,43</b>	<b>4,09</b>
	<b>FRANCE</b>					
2.000.000	AUTOROUTES DU SUD DE LA FRANCE EMTN 5,625% 04.07.07 - 04.07.22	EUR	1.994.224,00	77,755	1.555.100,00	2,20
320.000	AXA SA FRN EMTN - PERPETUEL 4,74% 29.10.03	EUR	321.371,82	44,375	142.000,00	0,20
240.000	COFINOGA FUNDING TWO LP FRN - PERPETUEL 5,8% 15.01.04	EUR	251.042,50	51,000	122.400,00	0,17
650.000	COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA 4,875% 31.05.06 - 31.05.16	EUR	660.067,85	80,670	524.355,00	0,74
750.000	GDF SUEZ EMTN 6,25% 24.10.08 - 24.01.14	EUR	764.673,13	107,945	809.587,50	1,14
750.000	GDF SUEZ EMTN 6,875% 24.10.08 - 24.01.19	EUR	778.179,88	111,070	833.025,00	1,18
180.000	LAFARGE SA 5,448% 04.12.03 - 04.12.13	EUR	195.723,19	92,320	166.176,00	0,23
390.000	LAFARGE SA EMTN 4,75% 23.03.05 - 23.03.20	EUR	387.973,17	58,330	227.487,00	0,32
250.000	LAFARGE SA EMTN 4,25% 23.11.05 - 23.03.16	EUR	243.358,55	70,500	176.250,00	0,25
250.000	LAFARGE SA FRN EMTN 5,45% 06.07.07 - 06.07.10	EUR	249.729,95	87,815	219.537,50	0,31
800.000	LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON SA 3,375% 22.06.05 - 22.06.12	EUR	766.744,80	96,120	768.960,00	1,09
550.000	PUBLICIS GROUPE SA 4,125% 28.01.05 - 31.01.12	EUR	547.025,00	94,550	520.025,00	0,73

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
500.000	RESEAU FERRE DE FRANCE SA EMTN (INDEXE SUR INFLATION) 2,786459% 28.02.03 - 28.02.23	EUR	585.093,92	115,904	579.520,05	0,82
800.000	SCHNEIDER ELECTRIC SA EMTN 3,125% 11.08.05 - 11.08.10	EUR	774.783,80	97,030	776.240,00	1,10
1.000.000	TECHNIP SA 4,625% 26.05.04 - 26.05.11	EUR	1.061.573,82	98,250	982.500,00	1,39
288.000	VINCI SA - REG-S 5,875% 22.07.02 - 22.07.09	EUR	319.490,99	100,500	289.440,00	0,41
280.000	CA PREFERRED FUNDING TRUST PERPETUEL 7% 30.01.03	USD	234.892,38	52,544	105.839,88	0,15
1.200.000	CAISSE NATL DES CAISSES D'EPARGNE & DE PREVOYANCE - PERPETUEL 6,75% 27.01.06	USD	985.685,07	55,000	474.803,34	0,67
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>11.121.633,82</b>		<b>9.273.246,27</b>	<b>13,10</b>
	<b>ILES VIERGES BRITANNIQUES</b>					
1.500.000	C10 CAPITAL SPV LTD FRN - REG-S PERPETUEL 6,277% 09.05.07	EUR	1.522.077,35	33,920	508.800,00	0,72
	<b>TOTAL ILES VIERGES BRITANNIQUES</b>		<b>1.522.077,35</b>		<b>508.800,00</b>	<b>0,72</b>
	<b>IRLANDE</b>					
1.412.000	ANGLO IRISH CAP UK PLC FRN PERPETUEL 5,088% 30.09.04	EUR	1.235.005,79	13,850	195.562,00	0,28
	<b>TOTAL IRLANDE</b>		<b>1.235.005,79</b>		<b>195.562,00</b>	<b>0,28</b>
	<b>ISLANDE</b>					
188.000	LANDSBANKI ISLANDS FRN EMTN PERPETUEL 5,1% 24.09.04	EUR	171.099,47	1,000	1.880,00	0,00
	<b>TOTAL ISLANDE</b>		<b>171.099,47</b>		<b>1.880,00</b>	<b>0,00</b>
	<b>ITALIE</b>					
300.000	ENI SPA EMTN 4,75% 14.11.07 - 14.11.17	EUR	294.793,05	99,970	299.910,00	0,42
1.000.000	MEDIOBANCA SPA FRN EMTN 5,717% 10.02.06 - 10.02.21	EUR	1.000.028,05	84,550	845.500,00	1,20
	<b>TOTAL ITALIE</b>		<b>1.294.821,10</b>		<b>1.145.410,00</b>	<b>1,62</b>
	<b>ORGANISMES SUPRANATIONAUX</b>					
800.000	EUROPEAN INVESTMENT BANK FRN 5,125% 23.03.05 - 23.03.20	EUR	797.040,86	88,000	704.000,00	0,99
	<b>TOTAL ORGANISMES SUPRANATIONAUX</b>		<b>797.040,86</b>		<b>704.000,00</b>	<b>0,99</b>
	<b>PAYS-BAS</b>					
1.700.000	ARCELOR FINANCE SA - REG-S 4,625% 08.11.04 - 07.11.14	EUR	1.674.687,70	83,105	1.412.785,00	2,00
400.000	ING GRP NV FRN - PERPETUEL 4,87% 19.06.03	EUR	403.040,82	43,000	172.000,00	0,24
200.000	RABOBANK CAP FUNDING TRUST II REG-S FRN PERPETUEL 5,26% 21.11.03	USD	164.765,80	60,000	86.327,88	0,12
	<b>TOTAL PAYS-BAS</b>		<b>2.242.494,32</b>		<b>1.671.112,88</b>	<b>2,36</b>
	<b>POLOGNE</b>					
500.000	REPUBLIC OF POLAND 5,625% 20.06.08 - 20.06.18	EUR	499.602,01	99,965	499.825,00	0,71
7.000.000	REPUBLIC OF POLAND - SERIE WS0922 5,75% 22.04.02 - 23.09.22	PLN	1.874.157,87	102,240	1.737.629,24	2,45
5.000.000	REPUBLIC OF POLAND FRN (INDEXE SUR POLAND) CPI 3,28398% 24.08.04 - 24.08.16	PLN	1.320.586,87	106,903	1.297.770,11	1,83
	<b>TOTAL POLOGNE</b>		<b>3.694.346,75</b>		<b>3.535.224,35</b>	<b>4,99</b>

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
<b>ROYAUME-UNI</b>						
200.000	BARCLAYS BANK PLC FRN - PERPETUEL 3,25% 02.07.85	USD	140.990,23	58,509	84.183,21	0,12
240.000	HBOS CAPITAL FUNDIG LP - PERPETUEL 6,85% 21.03.03	USD	199.220,06	46,401	80.113,31	0,11
120.000	RBS CAPITAL TRUST B 6.8% PFD REG-S - PERPETUEL 6,8% 05.12.02	USD	99.613,90	49,404	42.649,17	0,06
<b>TOTAL ROYAUME-UNI</b>			<b>439.824,19</b>		<b>206.945,69</b>	<b>0,29</b>
<b>RUSSIE</b>						
1.450.000	GAZ CAPITAL SA - REG-S 5,875% 01.06.05 - 01.06.15	EUR	1.588.071,07	65,080	943.660,00	1,33
1.800.000	GAZ CAPITAL SA (GAZPROM) 5,364% 04.06.07 - 31.10.14	EUR	1.787.908,06	63,455	1.142.190,00	1,61
<b>TOTAL RUSSIE</b>			<b>3.375.979,13</b>		<b>2.085.850,00</b>	<b>2,94</b>
<b>SUISSE</b>						
1.000.000	EFG BANK FRN - PERPETUEL 4,72% 10.11.04	EUR	820.053,15	37,000	370.000,00	0,52
480.000	UBS JERSEY BRANCH FRN EMTN 10% 11.04.05 - 11.04.23	USD	384.459,76	75,532	260.820,70	0,37
<b>TOTAL SUISSE</b>			<b>1.204.512,91</b>		<b>630.820,70</b>	<b>0,89</b>
<b>TOTAL OBLIGATIONS</b>			<b>40.620.732,96</b>		<b>30.069.639,52</b>	<b>42,45</b>
<b>ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>						
<b>ASIE</b>						
30.000	ABF PAN ASIA BOND INDEX FUND	USD	2.374.441,88	112,000	2.417.180,64	3,41
<b>TOTAL ASIE</b>			<b>2.374.441,88</b>		<b>2.417.180,64</b>	<b>3,41</b>
<b>TOTAL ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>			<b>2.374.441,88</b>		<b>2.417.180,64</b>	<b>3,41</b>
<b>PRODUITS STRUCTURES</b>						
<b>BELGIQUE</b>						
400.000	BGL SA EMTN FRN LKD TO US CPI CONSUMER NSA INDX 4,235% 20.12.04 - 22.12.14	USD	313.510,03	72,640	209.028,57	0,30
<b>TOTAL BELGIQUE</b>			<b>313.510,03</b>		<b>209.028,57</b>	<b>0,30</b>
<b>TOTAL PRODUITS STRUCTURES</b>			<b>313.510,03</b>		<b>209.028,57</b>	<b>0,30</b>
<b>TOTAL VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>			<b>43.512.247,84</b>		<b>32.783.557,86</b>	<b>46,28</b>
<b>AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>						
<b>ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>						
<b>MONDE</b>						
194.300,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV BONDS WORK -C-	EUR	31.330.641,62	153,050	29.737.615,00	41,98

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
35.944,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV INFLATION AT WORK -C-	EUR	5.083.927,93	133,420	4.795.648,48	6,77
	<b>TOTAL MONDE</b>		<b>36.414.569,55</b>		<b>34.533.263,48</b>	<b>48,75</b>
	<b>TOTAL ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>		<b>36.414.569,55</b>		<b>34.533.263,48</b>	<b>48,75</b>
	<b>TOTAL AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>		<b>36.414.569,55</b>		<b>34.533.263,48</b>	<b>48,75</b>
	<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>		<b>79.926.817,39</b>		<b>67.316.821,34</b>	<b>95,03</b>
	Liquidités/(découvert bancaire)				2.569.813,81	3,63
	Autres actifs/(passifs) nets				949.178,16	1,34
	<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>				<b>70.835.813,31</b>	<b>100,00</b>

**REPARTITION GEOGRAPHIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>PAYS</b>	<b>% des actifs nets</b>
Monde	48,75
France	13,10
Allemagne	5,40
Pologne	4,99
Etats-Unis	4,09
Asie	3,41
Russie	2,94
Pays-Bas	2,48
Espagne	2,44
Belgique	1,74
Italie	1,62
Organismes supranationaux	0,99
Suisse	0,89
Iles Vierges Britanniques	0,72
Australie	0,59
Bermudes	0,31
Royaume-Uni	0,29
Irlande	0,28
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>95,03</b>
Autres actifs/(passifs) nets	4,97
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**REPARTITION ECONOMIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>SECTEURS ECONOMIQUES</b>	<b>% des actifs nets</b>
Organismes de placement collectif	52,16
Holdings et sociétés financières	10,28
Obligations d'Etat, de régions et de villes	10,05
Banques et autres institutions de crédit	5,21
Divers	2,64
Energie et eaux	2,32
Construction et matériaux de construction	2,26
Circulation et transport	2,20
Pétrole	1,81
Electrotechnique et électronique	1,10
Industries textile et du vêtement	1,09
Industrie graphique et maisons d'édition	1,00
Organismes européens	0,99
Transmission d'informations	0,69
Chimie	0,64
Commerce de détail	0,39
Assurances	0,20
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>95,03</b>
Autres actifs/(passifs) nets	4,97
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**ETAT DES ACTIFS NETS**31 décembre 2008  
(en EUR)**ACTIF**

Portefeuille-titres :	(voir notes)	
- Valeur d'acquisition		33.128.232,63
- Plus/(moins)-value nette non réalisée		(554.500,03)
		<b>32.573.732,60</b>
Liquidités :		
- Banques à vue		1.928.544,61
Autres actifs :		
- Intérêts à recevoir		119.996,68
- Frais de constitution/réorganisation, nets	(voir notes)	2.285,00
		<b>34.624.558,89</b>

**PASSIF**

Découvert bancaire :		
- Banques à vue		1,29
Autres passifs :		
- Taxes et frais à payer		19.509,29
- Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	(voir notes)	259.565,12
- Autres		2.500,00
		<b>281.575,70</b>

**ACTIFS NETS****34.342.983,19**

## Représentés par :

296.155,000	Actions de la catégorie Classe C, d'une valeur de	EUR	115,92	par action
115,000	Actions de la catégorie Classe D, d'une valeur de	EUR	115,88	par action

**ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008  
(en EUR)

<b>ACTIFS NETS AU DEBUT DE L'EXERCICE</b>		<b>26.390.203,48</b>
<b>REVENUS</b>		
Revenus des investissements :		
- Dividendes, nets		2.023,80
- Intérêts sur obligations, nets		634.825,07
Intérêts bancaires, nets		31.999,91
		<b>668.848,78</b>
<b>CHARGES</b>		
Commissions :		
- Commission de gestion	(voir notes)	117.834,66
- Commission de banque dépositaire et droits de garde		34.841,01
Autres charges :		
- Taxe d'abonnement		8.758,14
- Amortissement des frais de constitution/réorganisation	(voir notes)	1.100,00
- Frais légaux et de révision		15.940,08
- Frais d'impression et de publication		485,07
- Frais d'administration et autres		19.350,08
		<b>198.309,04</b>
<b>RESULTAT NET DES OPERATIONS</b>		<b>470.539,74</b>
Résultat net réalisé sur :		
- Ventes d'investissements	(voir notes)	(2.946.716,59)
- Change		(25.644,50)
<b>RESULTAT NET REALISE</b>		<b>(2.501.821,35)</b>
Variation de la plus/(moins)-value nette non réalisée sur :		
- Investissements		734.794,19
- Contrats de change à terme		(330.224,21)
<b>AUGMENTATION/(DIMINUTION) NETTE DES ACTIFS NETS PROVENANT DES OPERATIONS</b>		<b>(2.097.251,37)</b>
<b>MOUVEMENTS EN CAPITAL</b>		
Emissions d'actions		17.622.343,47
Rachats d'actions		(7.572.312,39)
		<b>10.050.031,08</b>
<b>ACTIFS NETS A LA FIN DE L'EXERCICE</b>		<b>34.342.983,19</b>

**STATISTIQUES**

Exercice clôturé au 31 décembre 2008

<b>ACTIONS</b>	<b>Classe C</b>	<b>Classe D</b>
Actions en circulation au début de l'exercice	209.892,937	1.474,000
Souscriptions d'actions	146.721,000	0,000
Rachats d'actions	(60.458,937)	(1.359,000)
<b>Actions en circulation à la fin de l'exercice</b>	<b>296.155,000</b>	<b>115,000</b>
<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION</b>	<b>EUR</b>	<b>EUR</b>
Maximale	126,36 17.01.08	126,37 17.01.08
Minimale	112,75 24.11.08	112,72 24.11.08
<b>A la fin de l'exercice</b>	<b>115,92</b>	<b>115,88</b>

**EVOLUTION DU NOMBRE D' ACTIONS,  
DES ACTIFS NETS  
ET DE LA VALEUR NETTE D' INVENTAIRE PAR ACTION**

Date	Classe d'action	Nombre d'actions en circulation	Actifs nets	Devise	Valeur nette d'inventaire par action
31.12.06	Classe C	181.720,186	22.667.258,46	EUR	124,74
	Classe D	4.998,000	623.441,33	EUR	124,74
31.12.07	Classe C	209.892,937	26.206.154,29	EUR	124,85
	Classe D	1.474,000	184.049,19	EUR	124,86
31.12.08	Classe C	296.155,000	34.329.656,95	EUR	115,92
	Classe D	115,000	13.326,24	EUR	115,88

**ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES  
ET AUTRES ACTIFS NETS**

31 décembre 2008

(en EUR)

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
	<b>VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>					
	<b>OBLIGATIONS</b>					
	<b>ALLEMAGNE</b>					
2.000.000,00	ALLEMAGNE SERIES I/L (INDEXE SUR INFLATION) 1,61145% 15.03.06 - 15.04.16	EUR	2.048.066,98	107,469	2.149.377,00	6,26
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>2.048.066,98</b>		<b>2.149.377,00</b>	<b>6,26</b>
	<b>FRANCE</b>					
1.100.000	ALIS FINANCE 4,25% - INDEXE SUR INFLATION 4,78584% 25.07.02 - 25.07.27	EUR	1.540.016,01	125,483	1.380.308,05	4,02
200.000	BFCM BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL FRN EMTN - PERPETUEL 4,559% 25.02.05	EUR	170.229,90	35,775	71.550,00	0,21
1.000.000	FRANCE OAT 1,06511% 20.09.05 - 25.07.17	EUR	972.127,39	100,716	1.007.155,10	2,93
1.200.000	FRANCE OAT 1,768448% 23.11.04 - 25.07.15	EUR	1.282.767,82	110,509	1.326.108,00	3,86
700.000	FRANCE OAT (INDEXE SUR INFLATION) 1,766672% 22.06.04 - 25.07.11	EUR	760.501,85	109,571	766.997,00	2,23
700.000	FRANCE OAT (INDEXE SUR INFLATION) 3,54633% 25.07.98 - 25.07.09	EUR	832.067,32	117,829	824.804,05	2,40
700.000	FRANCE OAT (INDEXE SUR INFLATION) 3,49671% 25.07.01 - 25.07.12	EUR	842.840,78	121,407	849.848,65	2,47
1.200.000	FRANCE OAT (INDEXE SUR INFLATION) 2,804625% 11.02.03 - 25.07.13	EUR	1.364.789,28	115,416	1.384.997,64	4,04
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>7.765.340,35</b>		<b>7.611.768,49</b>	<b>22,16</b>
	<b>JAPON</b>					
63.000.000	JAPAN - SERIES 10 - 1.10% CPI LINKED 1,122% 12.12.06 - 10.12.16	JPY	400.789,46	88,763	443.788,90	1,29
110.000.000	JAPAN - SERIES 5 - CPI LINKED 0,8224% 12.09.05 - 10.09.15	JPY	780.791,35	89,447	780.839,15	2,28
	<b>TOTAL JAPON</b>		<b>1.181.580,81</b>		<b>1.224.628,05</b>	<b>3,57</b>
	<b>POLOGNE</b>					
3.000.000	REPUBLIC OF POLAND FRN (INDEXE SUR POLAND) CPI 3,28398% 24.08.04 - 24.08.16	PLN	825.258,25	106,903	778.662,07	2,27
	<b>TOTAL POLOGNE</b>		<b>825.258,25</b>		<b>778.662,07</b>	<b>2,27</b>
	<b>TOTAL OBLIGATIONS</b>		<b>11.820.246,39</b>		<b>11.764.435,61</b>	<b>34,26</b>

Les notes font partie intégrante de ces états financiers

Quantité ou Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acqui- sition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
	<b>PRODUITS STRUCTURES</b>					
	<b>BELGIQUE</b>					
200.000	BGL SA EMTN FRN LKD TO US CPI CONSUMER NSA INDX 4,235% 20.12.04 - 22.12.14	USD	179.457,10	72,640	104.514,29	0,30
	<b>TOTAL BELGIQUE</b>		<b>179.457,10</b>		<b>104.514,29</b>	<b>0,30</b>
	<b>TOTAL PRODUITS STRUCTURES</b>		<b>179.457,10</b>		<b>104.514,29</b>	<b>0,30</b>
	<b>TOTAL VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>		<b>11.999.703,49</b>		<b>11.868.949,90</b>	<b>34,56</b>
	<b>AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>					
	<b>ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>					
	<b>MONDE</b>					
155.185,000	CAPITALATWORK UMBRELLA FUND SICAV INFLATION AT WORK -C-	EUR	21.128.529,14	133,420	20.704.782,70	60,29
	<b>TOTAL MONDE</b>		<b>21.128.529,14</b>		<b>20.704.782,70</b>	<b>60,29</b>
	<b>TOTAL ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF OUVERTS</b>		<b>21.128.529,14</b>		<b>20.704.782,70</b>	<b>60,29</b>
	<b>TOTAL AUTRES VALEURS MOBILIERES</b>		<b>21.128.529,14</b>		<b>20.704.782,70</b>	<b>60,29</b>
	<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>		<b>33.128.232,63</b>		<b>32.573.732,60</b>	<b>94,85</b>
	Liquidités/(découvert bancaire)				1.928.543,32	5,62
	Autres actifs/(passifs) nets				(159.292,73)	(0,47)
	<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>				<b>34.342.983,19</b>	<b>100,00</b>

---

**REPARTITION GEOGRAPHIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>PAYS</b>	<b>% des actifs nets</b>
Monde	60,29
France	22,16
Allemagne	6,26
Japon	3,57
Pologne	2,27
Belgique	0,30
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>94,85</b>
Autres actifs/(passifs) nets	5,15
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

---

**REPARTITION ECONOMIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>SECTEURS ECONOMIQUES</b>	<b>% des actifs nets</b>
Organismes de placement collectif	60,29
Obligations d'Etat, de régions et de villes	30,03
Holdings et sociétés financières	4,02
Banques et autres institutions de crédit	0,51
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>94,85</b>
Autres actifs/(passifs) nets	5,15
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**ETAT DES ACTIFS NETS**31 décembre 2008  
(en EUR)**ACTIF**

Portefeuille-titres :	(voir notes)	
- Valeur d'acquisition		59.664.048,35
- Plus/(moins)-value nette non réalisée		306.219,15
		<b>59.970.267,50</b>
Liquidités :		
- Banques à vue		4.034.511,14
Autres actifs :		
- Intérêts à recevoir		1.167.954,04
- Frais de constitution/réorganisation, nets	(voir notes)	4.308,00
		<b>65.177.040,68</b>

**PASSIF**

Autres passifs :		
- Taxes et frais à payer		48.658,56
- Autres		799,97
		<b>49.458,53</b>

**ACTIFS NETS** **65.127.582,15**

Représentés par :

502.839,000 Actions de la catégorie Classe C, d'une valeur de EUR 129,52 par action

**ETAT DES OPERATIONS ET DES CHANGEMENTS DES ACTIFS NETS**

Période du 11 janvier 2008 au 31 décembre 2008  
(en EUR)

<b>ACTIFS NETS AU DEBUT DE LA PERIODE</b>		<b>0,00</b>
<b>REVENUS</b>		
Revenus des investissements :		
- Intérêts sur obligations, nets		347.949,05
Intérêts bancaires, nets		23.085,79
		<b>371.034,84</b>
<b>CHARGES</b>		
Commissions :		
- Commission de gestion	(voir notes)	19.094,51
- Commission de banque dépositaire et droits de garde		21.171,55
Autres charges :		
- Taxe d'abonnement		10.253,61
- Amortissement des frais de constitution/réorganisation	(voir notes)	1.192,00
- Frais légaux et de révision		28.605,44
- Frais d'impression et de publication		375,40
- Frais d'administration et autres		16.797,59
		<b>97.490,10</b>
<b>RESULTAT NET DES OPERATIONS</b>		<b>273.544,74</b>
Résultat net réalisé sur :		
- Ventes d'investissements	(voir notes)	327.633,49
<b>RESULTAT NET REALISE</b>		<b>601.178,23</b>
Variation de la plus/(moins)-value nette non réalisée sur :		
- Investissements		306.219,15
<b>AUGMENTATION/(DIMINUTION) NETTE DES ACTIFS NETS PROVENANT DES OPERATIONS</b>		<b>907.397,38</b>
<b>MOUVEMENTS EN CAPITAL</b>		
Emissions d'actions		73.944.530,89
Rachats d'actions		(9.724.346,12)
		<b>64.220.184,77</b>
<b>ACTIFS NETS A LA FIN DE LA PERIODE</b>		<b>65.127.582,15</b>

**STATISTIQUES**

Période du 11 janvier 2008 au 31 décembre 2008

<b>ACTIONS</b>	<b>Classe C</b>
Actions en circulation au début de la période	0,000
Souscriptions d'actions	579.487,000
Rachats d'actions	(76.648,000)
<b>Actions en circulation à la fin de la période</b>	<b>502.839,000</b>
<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE PAR ACTION</b>	<b>EUR</b>
Maximale	129,52 29.12.08
Minimale	125,00 14.01.08
<b>A la fin de la période</b>	<b>129,52</b>

---

**EVOLUTION DU NOMBRE D' ACTIONS,  
DES ACTIFS NETS  
ET DE LA VALEUR NETTE D' INVENTAIRE PAR ACTION**

Date	Classe d'action	Nombre d'actions en circulation	Actifs nets	Devise	Valeur nette d'inventaire par action
* 11.01.08	Classe C	74.153,000	9.269.125,00	EUR	125,00
31.12.08	Classe C	502.839,000	65.127.582,15	EUR	129,52

\* Première évaluation

**ETAT DU PORTEFEUILLE-TITRES  
ET AUTRES ACTIFS NETS**

31 décembre 2008

(en EUR)

Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acquisition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
<b>VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHÉ REGLEMENTE</b>						
<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>ALLEMAGNE</b>						
4.000.000,00	GERMANY 5% 25.05.01 - 04.07.11	EUR	4.225.939,71	107,610	4.304.400,00	6,61
4.000.000,00	GERMANY 5,25% 05.05.00 - 04.07.10	EUR	4.170.689,34	104,915	4.196.600,00	6,44
6.000.000,00	GERMANY TREASURY NOTES 4,5% 12.06.07 - 12.06.09	EUR	6.075.079,88	101,260	6.075.600,00	9,33
	<b>TOTAL ALLEMAGNE</b>		<b>14.471.708,93</b>		<b>14.576.600,00</b>	<b>22,38</b>
<b>BELGIQUE</b>						
1.200.000	BELGIUM OBLIG LINEAIRE - SERIE 32 3,75% 01.02.99 - 28.03.09	EUR	1.204.596,57	100,435	1.205.220,00	1,85
	<b>TOTAL BELGIQUE</b>		<b>1.204.596,57</b>		<b>1.205.220,00</b>	<b>1,85</b>
<b>FRANCE</b>						
5.000.000	FRANCE BTAN 2,5% 21.06.05 - 12.07.10	EUR	5.006.051,45	100,915	5.045.750,00	7,75
4.000.000	FRANCE OAT 6,5% 26.02.96 - 25.04.11	EUR	4.330.054,61	109,415	4.376.600,00	6,72
7.500.000	FRANCE OAT 4% 12.05.99 - 25.10.09	EUR	7.601.440,76	101,770	7.632.750,00	11,72
5.500.000	FRANCE OAT 5,5% 12.09.00 - 25.10.10	EUR	5.785.996,93	105,975	5.828.625,00	8,95
3.000.000	FRANCE OAT 5% 11.09.01 - 25.10.11	EUR	3.190.570,02	107,140	3.214.200,00	4,94
	<b>TOTAL FRANCE</b>		<b>25.914.113,77</b>		<b>26.097.925,00</b>	<b>40,08</b>
<b>GRÈCE</b>						
550.000	HELLENIC REPUBLIC 3,1% 20.04.05 - 20.04.10	EUR	537.476,81	99,535	547.442,50	0,84
300.000	HELLENIC REPUBLIC 3,5% 26.02.04 - 20.04.09	EUR	298.005,95	100,185	300.555,00	0,46
	<b>TOTAL GRÈCE</b>		<b>835.482,76</b>		<b>847.997,50</b>	<b>1,30</b>
<b>PAYS-BAS</b>						
6.500.000	NETHERLANDS 5,5% 14.01.00 - 15.07.10	EUR	6.833.893,53	105,120	6.832.800,00	10,49
3.800.000	NETHERLANDS 3% 25.10.04 - 15.01.10	EUR	3.827.491,85	101,100	3.841.800,00	5,90

Valeur nominale	Dénomination	Devise	Valeur d'acquisition	Cours par titre	Valeur d'évaluation (voir notes)	% des actifs nets
6.500.000	PAYS-BAS 3,75% 19.01.99 - 15.07.09	EUR	6.576.760,94	101,045	6.567.925,00	10,08
	<b>TOTAL PAYS-BAS</b>		<b>17.238.146,32</b>		<b>17.242.525,00</b>	<b>26,47</b>
	<b>TOTAL OBLIGATIONS</b>		<b>59.664.048,35</b>		<b>59.970.267,50</b>	<b>92,08</b>
	<b>TOTAL VALEURS MOBILIERES ADMISES A LA COTE OFFICIELLE D'UNE BOURSE DE VALEURS OU TRAITEES SUR UN AUTRE MARCHE REGLEMENTE</b>		<b>59.664.048,35</b>		<b>59.970.267,50</b>	<b>92,08</b>
	<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>		<b>59.664.048,35</b>		<b>59.970.267,50</b>	<b>92,08</b>
	Liquidités/(découvert bancaire)				4.034.511,14	6,19
	Autres actifs/(passifs) nets				1.122.803,51	1,73
	<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>				<b>65.127.582,15</b>	<b>100,00</b>

---

**REPARTITION GEOGRAPHIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>PAYS</b>	<b>% des actifs nets</b>
France	40,08
Pays-Bas	26,47
Allemagne	22,38
Belgique	1,85
Grèce	1,30
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>92,08</b>
Autres actifs/(passifs) nets	7,92
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

---

**REPARTITION ECONOMIQUE  
DU PORTEFEUILLE-TITRES**  
31 décembre 2008  
(en %)

<b>SECTEURS ECONOMIQUES</b>	<b>% des actifs nets</b>
Obligations d'Etat, de régions et de villes	92,08
<b>TOTAL DU PORTEFEUILLE-TITRES</b>	<b>92,08</b>
Autres actifs/(passifs) nets	7,92
<b>TOTAL DES ACTIFS NETS</b>	<b>100,00</b>

**NOTES AUX ETATS FINANCIERS**  
**31 décembre 2008**

**GENERALITES**

CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND (ci-après dénommée "la Société") est une Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") de droit luxembourgeois à compartiments multiples, constituée le 2 août 2004 pour une durée illimitée sous la forme de société anonyme conformément à la loi luxembourgeoise modifiée du 10 août 1915 sur les Sociétés Commerciales et organisée conformément à la partie II de la loi luxembourgeoise du 20 décembre 2002 relative aux Organismes de Placement Collectif.

Les statuts de la Société ont été publiés au Mémorial, Recueil des Sociétés et Associations (le «Mémorial»), le 12 août 2004 et ont été déposés au Greffe du Tribunal d'Arrondissement de Luxembourg en même temps que la Notice Légale sur l'émission et la vente d'Actions, où ils peuvent être consultés et où des copies peuvent être obtenues. Un amendement des Statuts, décidé lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 9 mai 2007, a été publié au Mémorial le 25 août 2007.

La Société est inscrite au Registre de Commerce à Luxembourg sous le numéro B 102077.

Au 31 décembre 2008, les compartiments suivants sont disponibles aux investisseurs :

- CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - Global Opportunities at Work (gestion alternative)
- CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - Bonds Opportunities at Work
- CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - Inflation Opportunities at Work
- CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - Cash + Opportunities at Work (1ère évaluation: 11/01/08)

Le Conseil d'Administration se réserve le droit de lancer ultérieurement d'autres compartiments.

Le Conseil d'Administration est autorisé à émettre, à l'intérieur de chaque compartiment, différentes classes d'actions ("Classe").

Les actions de tous les Compartiments de la SICAV sont émises en quatre classes "A", "C" (anciennement Classe "R"), "D" et "I", correspondant chacune à un groupe spécifique d'investisseurs :

Les actions de la Classe A, C et D peuvent être souscrites par tout type d'investisseur et pourront être émises sous la forme nominative ou au porteur, au choix de l'investisseur.

Les actions de la Classe A et C capitalisent leurs revenus et les actions de la Classe D peuvent distribuer leurs revenus.

Les actions de la Classe I, qui sont réservées aux investisseurs institutionnels au sens de l'article 129 de la Loi du 20 décembre 2002 et ne peuvent être émises que sous la forme nominative. Les actions de la Classe I capitalisent leurs revenus.

**PRINCIPALES METHODES  
COMPTABLES**

Les états financiers sont préparés en conformité aux principes comptables généralement admis au Luxembourg et reflètent les politiques suivantes :

*a) Globalisation*

Les différents postes des états financiers globalisés de la SICAV sont égaux à la somme des postes correspondants dans les états financiers de chaque compartiment et sont établis en euro (EUR).

Les avoirs en banque, les autres actifs nets ainsi que la valeur d'évaluation des titres en portefeuille, exprimés dans une autre devise qu'en EUR, sont convertis en EUR aux cours de change en vigueur au 31 décembre 2008. Les revenus et frais, en devises autres qu'en EUR, sont convertis en EUR aux cours de change en vigueur au 31 décembre 2008.

*b) Evaluation du portefeuille-titres*

La valeur des actifs qui sont cotés ou négociés sur une bourse de valeurs est basée sur le dernier prix disponible sur la bourse qui constitue normalement le marché principal de ces actifs. La valeur des actifs négociés sur tout autre Marché Réglementé est basée sur le dernier prix disponible. Si un avoir quelconque n'est pas coté ou négocié sur une bourse de valeurs ou un autre Marché Réglementé, ou si, pour des avoirs cotés ou négociés sur une bourse de valeurs ou sur un autre Marché Réglementé, le prix tel que mentionné ci-dessus n'est pas représentatif de la juste valeur de marché des actifs concernés, la valeur de ces actifs sera alors basée sur le prix de réalisation raisonnablement prévisible, déterminé avec prudence et bonne foi par le Conseil d'Administration.

## PRINCIPALES METHODES COMPTABLES (suite)

Les Organismes de Placement Collectifs sont évalués sur base de leur dernière valeur nette d'inventaire disponible à Luxembourg.

*c) Plus(moins)-value nette réalisée sur ventes d'investissements*

Les bénéfices ou pertes réalisés sur ventes d'investissements sont calculés sur base du coût moyen des investissements vendus.

*d) Conversion des devises étrangères pour chaque compartiment*

La comptabilité et les états financiers de chacun des compartiments de la Société sont tenus dans la devise d'expression de leur valeur nette d'inventaire. Les avoirs en banques, les autres actifs nets ainsi que la valeur d'évaluation des titres en portefeuille en d'autres devises que la devise de comptabilisation sont convertis dans cette devise aux cours de change en vigueur à la date de clôture. Les revenus et frais en d'autres devises que la devise du compartiment sont convertis dans cette devise aux cours de change en vigueur à la date de l'opération. Les bénéfices et pertes de change sont comptabilisés.

*e) Coût d'acquisition des titres en portefeuille*

Pour les titres libellés en devises autres qu'en devise de comptabilisation, le coût d'acquisition est converti dans cette devise sur base du cours de change en vigueur au jour d'achat.

*f) Evaluation des contrats à terme et options*

Les contrats à terme, les options et autres instruments financiers sont évalués à leur juste valeur de marché telle que déterminée avec bonne foi par le Conseil d'Administration.

Les contrats à terme et les contrats d'option qui ne sont pas cotés ou négociés sur une bourse des valeurs ou un autre Marché Réglementé sont évalués, conformément à la politique établie par le Conseil d'Administration de bonne foi et basés prioritairement sur la dernière évaluation obtenue de la contrepartie et de façon constante, sur une même base pour les différents types de contrats. Les contrats à terme et les contrats d'option cotés ou négociés sur une bourse de valeurs ou sur tout autre Marché Réglementé sont évalués en fonction du dernier prix de règlement disponible pour ces contrats négociés sur les bourses de valeurs ou les Marchés Réglementés sur lesquels ces contrats à terme et contrats d'option sont négociés par la Société.

Les résultats réalisés et non réalisés éventuels sur les contrats à terme sont comptabilisés dans l'état des changements des actifs nets de chaque compartiment, respectivement sous le libellé "Résultat net réalisé sur vente des investissements" ou "variation de la plus/moins-value nette non réalisée sur investissements".

La quantité d'options indiquée dans les états financiers tient compte de la taille du contrat.

*g) Evaluation des contrats de change à terme*

Les contrats de change à terme sont évalués à leur juste valeur de marché telle que déterminée avec bonne foi et selon les procédures fixées par le Conseil d'Administration.

Le résultat réalisé éventuel sur les contrats de change à terme est comptabilisé dans l'état des changements des actifs nets de chaque compartiment sous le libellé "Résultat net réalisé sur change".

Le résultat non-réalisé éventuel sur les contrats de change à terme est comptabilisé dans l'état des actifs nets de chaque compartiment sous le libellé "Plus/moins value non réalisée sur contrats de change à terme)".

*h) Evaluation des swaps*

Les swaps sont évalués à leur juste valeur basée sur le dernier cours de clôture connu de la valeur sous-jacente.

*i) Frais de constitution*

Les frais de constitution sont amortis linéairement sur une période de cinq ans. Lors du lancement d'un nouveau compartiment, les frais préliminaires et de constitution de ce compartiment sont supportés par ce compartiment exclusivement et sont amortis sur une période de cinq années, à compter de la date de lancement dudit compartiment.

## COURS DE CHANGE AU 31 DECEMBRE 2008

1 NOK	=	0.102741	EUR
1 PLN	=	0.242794	EUR
1 SEK	=	0.090972	EUR
1 AUD	=	0.501565	EUR
1 JPY	=	0.007936	EUR
1 KRW	=	0.000571	EUR
1 CHF	=	0.675904	EUR
1 USD	=	0.719399	EUR
1 TRY	=	0.466083	EUR
1 HKD	=	0.092823	EUR
1 DKK	=	0.13435	EUR
1 GBP	=	1.034315	EUR
1 CAD	=	0.582745	EUR
1 BRL	=	0.30849	EUR
1 ZAR	=	0.076234	EUR

## COMMISSIONS SUR EMISSIONS, RACHATS ET CONVERSIONS D' ACTIONS DE LA SOCIETE

La commission de souscription applicable s'élève à un maximum de 3% de la valeur nette d'inventaire par action et est rétrocédée aux Agents placeurs étant intervenus dans le placement des Actions.

Les actions des compartiments de la Société sont rachetées à la valeur nette d'inventaire par action. Aucune commission de rachat n'est prélevée.

Tout actionnaire peut demander la conversion de tout ou une partie de ses actions en action d'un autre compartiment ou d'une autre classe. Cette conversion se fera sur base des Valeurs Nette d'Inventaire du compartiment ou de la classe d'actions à convertir et du compartiment ou de la classe d'actions à attribuer. Aucune commission de conversion ne sera prélevée.

## COMMISSION DE GESTION

Le Conseil d'Administration a le pouvoir d'administrer et de gérer la SICAV et de décider de ses objectifs et de la politique d'investissement de chaque compartiment.

Afin de déterminer cette politique, le Conseil d'Administration a désigné CapitalatWork International S.A. en qualité de gestionnaire, par une convention de gestion datée du 28 septembre 2004, conclue pour une durée indéterminée.

Le Gestionnaire peut nommer un ou plusieurs conseillers en investissements (le "Conseiller en investissement") qui lui fourniront des recommandations et avis aux

investissements de la SICAV dans le respect de la politique et des restrictions d'investissement.

Par une convention de conseil en date du 7 octobre 2004 conclue pour une durée indéterminée, CapitalatWork International S.A. a désigné CapitalatWork S.A. comme Conseiller en investissement de la Société.

### Rémunération de la commission de gestion

Compartiment Global Opportunities at Work:

Le Gestionnaire percevra à la charge des avoirs du Compartiment, à la fin de chaque mois, une rémunération fixe (*Asset Allocation Fee*) au taux annuel de:

- \* 0,7% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "A"
- \* 0,5% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "C"
- \* 0,5% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "D"
- \* 0,3% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "I"

Aucune commission de performance ne sera prélevée par le Gestionnaire pour les classes "A" et "I" de ce Compartiment.

Pour les classes "C" et "D", le Gestionnaire percevra, à la charge des avoirs du Compartiment, une commission de performance à un taux annuel de 5% sur l'excédent de performance de ces deux classes d'actions par rapport à un taux de rendement annuel (« *Hurdle Rate* ») de 5% applicable *prorata temporis*.

Pour la détermination de la performance des classes "C" et "D", les calculs se baseront sur la croissance de la Valeur Nette d'Inventaire par Action, proportionnellement au nombre d'Actions en circulation lors de chaque Jour d'Evaluation. Cette commission est payable annuellement à la fin de l'exercice social. Toutefois, une provision sera incluse s'il y a lieu lors de tout calcul de la Valeur Nette d'Inventaire.

Si, pour un exercice social donné une contre-performance venait à être constatée, la commission négative qui en résulterait sera imputable à la commission calculée pour l'exercice social suivant, en ce sens qu'une commission de performance ne sera due que si la Valeur Nette d'Inventaire excède la dernière Valeur Nette d'Inventaire historiquement la plus élevée (principe du « *High Watermark* »).

En cas de souscription ou de rachat d'Actions en cours d'année, le montant de la commission de performance sera déterminé suivant la méthode de « cristallisation » et sera égal à la fraction de la commission de performance correspondant au nombre de jours pendant lesquels l'investisseur en question a été actionnaire de la Société.

### COMMISSION DE GESTION (suite)

Le gestionnaire est autorisé à percevoir l'asset Allocation Fee sur l'entièreté des avoirs du compartiment.

Si des actions ont été rachetées ou converties en actions dans un autre compartiment au cours de la période de calcul de la commission de performance, la provision sur commission de performance accumulée au cours de cette période, pour la proportion relative à ces actions, sera figée et constituera une dette envers le Gestionnaire.

Compartiment Bonds Opportunities at Work et Inflation Opportunities at Work:

Le Gestionnaire percevra à la charge des avoirs du Compartiment, à la fin de chaque mois, une commission de gestion au taux annuel de:

- \* 0,75% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "A" ;
- \* 0,6% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "C" ;
- \* 0,6% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "D" ;
- \* 0,3% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "I"

Aucune commission de performance ne sera prélevée pour ces compartiments.

Compartiment Cash+ Opportunities at Work

Le Gestionnaire percevra à la charge des avoirs du Compartiment, à la fin de chaque mois, une commission de gestion au taux annuel de:

- \* 0,5% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "A" ;
- \* 0,2% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "C" ;
- \* 0,2% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "D" ;
- \* 0,1% de la valeur de l'actif net moyen de la classe "I"

Aucune commission de performance ne sera prélevée pour ce compartiment.

### TAXE D'ABONNEMENT

En vertu de la législation et des règlements en vigueur actuellement, la Société est soumise à Luxembourg à une taxe, payable trimestriellement et calculée sur l'actif net de chaque compartiment à la fin de chaque trimestre.

Les actions de la Classe I bénéficient d'une taxe d'abonnement réduite au taux annuel de 0,01%. Les actions de la Classe A, C et D sont soumises à une taxe au taux annuel de 0,05%.

Le taux de la taxe d'abonnement annuelle est réduit à 0,00 % sur la valeur des avoirs représentée par des actions ou parts dans d'autres organismes de placement collectif pour autant que ces actions ou parts aient déjà été soumises à la taxe d'abonnement.

### CHANGEMENTS INTERVENUS DANS LA COMPOSITION DU PORTEFEUILLE-TITRES

Un exemplaire des changements intervenus dans la composition du portefeuille-titres de la Société pour l'exercice clôturé au 31 décembre 2008 peut être obtenu à titre gratuit au siège social de la SICAV.

### OPTIONS

Au 31 décembre 2008, le compartiment CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - GLOBAL OPPORTUNITIES AT WORK avait les positions de ventes d'options suivantes :

-	Ventes d'options de vente sur valeurs mobilières		Engagements	
-	8.000 APPLE INC P120	JANVIER 09	USD	960.000,00
-	20.000 CISCO SYST P22.5	JANVIER 09	USD	450.000,00
-	30.000 INTEL P20	JANVIER 09	USD	600.000,00
-	8.500 BARNES & NOBLE INC P30	JANVIER 09	USD	255.000,00
-	10.000 COMCAST -A- SPEC P17.5	JANVIER 09	USD	175.000,00
-	40.000 VINCI SA P40	MARS 09	EUR	1.600.000,00
-	20.000 LAS VEGAS SANDS CORP P25	JUIN 09	USD	500.000,00
-	Ventes d'options d'achat sur indices		Engagements	
-	250 DJ EUROSTOX50 C2900	MARS 09	EUR	725.000,00
-	5.000 S&P500 C1100	MARS 09	USD	550.000,00
-	Ventes d'options de vente sur indices		Engagements	
-	1.000 DJ EUROSTOX50 P2500	MARS 09	EUR	2.500.000,00
-	12.500 S&P500 P750	MARS 09	USD	9.375.000,00
-	1.000 DJ EUROSTOX50 P3050	JUIN 09	EUR	3.050.000,00
-	20.000 S&P500 P1100	JUIN 09	USD	22.000.000,00
-	10.000 S&P500 P850	SEPTEMBRE 09	USD	8.500.000,00

**CONTRATS DE CHANGE A TERME**

Au 31 décembre 2008, les contrats de change à terme suivants sont en cours :

**CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - GLOBAL OPPORTUNITIES AT WORK**

	Vente		Achat	Echéance
USD	4.000.000,00	EUR	2.785.903,33	04.03.09
USD	3.000.000,00	EUR	2.119.242,72	04.03.09
USD	3.000.000,00	EUR	2.142.551,06	04.03.09
USD	3.000.000,00	EUR	2.117.896,22	04.03.09
USD	2.000.000,00	EUR	1.422.475,11	04.03.09
EUR	3.736.920,78	USD	5.000.000,00	04.03.09

Le résultat net non réalisé sur les opérations de change à terme au 31 décembre 2008 pour le compartiment CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - GLOBAL OPPORTUNITIES AT WORK est de EUR -360.633,41 et figure dans l'état des actifs nets du compartiment.

**CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - BONDS OPPORTUNITIES AT WORK**

	Vente		Achat	Echéance
USD	3.000.000,00	EUR	2.400.384,06	18.05.09

Le résultat net non réalisé sur les opérations de change à terme au 31 décembre 2008 pour le compartiment CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - BONDS OPPORTUNITIES AT WORK est de EUR 231.378,49 et figure dans l'état des actifs nets du compartiment.

**CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - INFLATION OPPORTUNITIES AT WORK**

	Vente		Achat	Echéance
JPY	165.000.000,00	EUR	1.063.624,06	25.08.09

Le résultat net non réalisé sur les opérations de change à terme au 31 décembre 2008 pour le compartiment CAPITALATWORK ALTERNATIVE FUND - INFLATION OPPORTUNITIES AT WORK est de EUR -259.565,12 et figure dans l'état des actifs nets du compartiment.