

Capital Ideas



Insights about strategic investments

capital at work
Wealth Management  Foyer Group

In deze editie

edito..... p. 3

Welkom in het achtste nummer van ons halfjaarlijks magazine, "Capital Ideas"!

global perspective..... p. 4

De zoektocht naar beleggingen in een wereld waarin schuldafbouw overheerst.

investment philosophy..... p. 10

Steveneren we na een decennium van beurscrisissen af op een "paradigm shift" voor de beurzen?

capital mindset..... p. 14

Wiens schuld zijn al die schulden?

zoom in..... p. 16

Novartis en Roche: onderschatte concurrerende voordelen.

focus..... p. 19

Gratis vererving van het familiebedrijf.

external experts..... p. 21

Contouren voor een vernieuwd fiscaal evenwicht?

company news..... p. 24

CapitalatWork blijft groeien!

Helaas hebben wij afscheid moeten nemen van..... p. 25

Een greep uit onze eventkalender 2010..... p. 26

Colofon

Capital Ideas is een uitgave van **CapitalatWork Foyer Group N.V.**,
Kroonlaan 153, B - 1050 Brussel,
website: www.capitalatwork.com

Einde Redactie

Oktober 2010

Redactie

CapitalatWork Foyer Group N.V.,

Kroonlaan 153, B - 1050 Brussel

Tel.: +32 2 673 77 11

Fax: +32 2 673 55 99

E-mail: capitalideas@capitalatwork.be

Coördinatie

Nathalie Cardoen

Directie Marketing & Communicatie

Maarten Rooijackers, Vincent Decalf

Vormgeving

Fish Can Dance

© Coverfoto en foto p. 16 Getty Images

Disclaimer

CapitalatWork Foyer Group N.V. heeft dit document opgesteld voor intern gebruik en ter informatie van en gebruik door haar cliënten. Dit document mag, zelfs gedeeltelijk, noch gereproduceerd noch verdeeld worden zonder voorafgaandelijke toestemming van de auteur.

Hoewel gebaseerd op betrouwbare bronnen kan CapitalatWork Foyer Group N.V. niet verantwoordelijk gesteld worden wat betreft de juistheid of de waarachtigheid van de in deze publicatie verstrekte informatie.

De informatie opgenomen in deze publicatie is in geen enkele omstandigheid investeringsadvies noch advies op juridisch, fiscaal of enig ander vlak. Zij is louter informatief.

Op de manier waarop u de hierin geleverde informatie kan gebruiken dient u een kritische blik te werpen in het licht van uw persoonlijke situatie, wetende dat elke investering in financiële instrumenten riskant is. Rendementen van het verleden bieden geen waarborg voor de toekomst. De waarde van de in dit document vermelde beleggingen of financiële instrumenten kan zowel stijgen als dalen met als gevolg dat investeerders minder kunnen terugkrijgen dan hetgeen zij betaald hebben op moment van hun investering(en). In de regel zijn returnberekeningen weergegeven na heffing van het beheertloon.

© CapitalatWork Foyer Group N.V. Alle rechten voorbehouden.



Welkom in het achtste nummer van ons halfjaarlijks magazine, “Capital Ideas”!

In 2010 vieren wij de twintigste verjaardag van de oprichting van CapitalatWork. Welke zijn, aan de vooravond van deze verjaardag, de uitdagingen, de bedreigingen en de vooruitzichten?

Twintig jaar al, nog maar twintig jaar.

In ons vorig nummer blikten wij terug op het tumultueuze voorbije decennium. Vandaag vieren wij de twintigste verjaardag van wat intussen CapitalatWork Foyer Group is geworden. Na twintig jaar kunnen wij al behoorlijk wat ervaring voorleggen, maar ook aan ambitie ontbreekt het ons niet. Wij mikken immers op groei en deze ambitie wordt ondersteund door het feit dat wij deel uitmaken van de grootste Luxemburgse verzekeringsgroep, Foyer SA.

Op korte termijn zullen wij aan meer dan vier miljard euro aan activa beheren. Dit is maar een etappe, maar toch een fase die borg staat voor een stevige basis om de ontwikkelingen die onze onderneming in haar nog jonge bestaan heeft gekend, voort te zetten. Deze twintig jaren zijn het symbool van ons dynamisme. Dat dynamisme blijkt ook uit de aanwerving van nieuwe medewerkers, die wij met plezier verwelkomen om u nog beter van dienst te kunnen zijn.

Geachte lezer, indien wij u nog niet tot onze cliënten mogen rekenen, dan zijn wij er zeker van dat wij niet nog eens twee decennia nodig zullen hebben om u ervan te overtuigen om een beroep te doen op onze diensten. Vermogensbeheer en Vermogensstructurering vormen de kern van onze dienstverlening en in beide gevallen veronderstelt dat een vertrouwensrelatie en interne expertise; er mogen zich geen belangenconflicten voordoen en er moet transparantie worden geboden. Onze steeds groter wordende teams - zij het op mensenmaat -, de “People at Work”, staan daarvoor tot uw beschikking.

Lees hierover meer in de rubriek “Company news” op bladzijde 24 tot en met 26. Eveneens melden we hierin een hommage aan de betreurde Guy de Paeuw, een enthousiaste visionair en één van de oprichters van CapitalatWork, die ons ten gevolge van een tragisch ongeval te vroeg heeft verlaten. Afspraak op 10 februari 2011, om samen met ons onze twintigste verjaardag te viëren tijdens een evenement waarover u binnenkort alle details zult ontvangen.

Uw vermogen aan het werk, putting wealth to work.

Tijdens de eerste jaarhelft van 2010 hebben er zich gebeurtenissen voorgedaan waarvan de reikwijdte tot op vandaag moeilijk in te schatten is: een forse stijging gevolgd door een terugval van de aandelenmarkten, terugval van de euro, de solvabiliteit van Griekenland die in vraag wordt gesteld, de milieuramp van BP in de Golf van Mexico... Geheel conform het adagio van het “halfvolle of het halfllege glas” blijven de economische indicatoren, net als de meningen overigens, gematigd. Dat maakt dat niet met zekerheid kan worden gesteld dat wij het ergste van de crisis achter ons hebben. Alhoewel er, dankzij de groeielanden, opnieuw economische groei is, blijft de torenhoge bankenschuld zorgwekkend. Het feit dat die schuld nog niet voldoende is afgebouwd, zorgt er mee voor

dat de budgettaire tekorten van de “rijke” landen verder groeien, waardoor velen hun situatie verder zien verslechteren. (Zowel in het oude Europa als aan de andere zijde van de Atlantische Oceaan).

De stijging van de overheidsschuld zal duurzaam zijn en laat niet veel pistes open. Budgettaire beperkingen, deflatoir risico, de zorgwekkende toestand van de sociale stelsels en van de pensioenstelsels, het zijn allemaal elementen waarvoor zich moeilijke politieke keuzes opdringen. In een wereld waar schatkistdeposito's nagenoeg niets meer opbrengen en waar overheidsobligaties met een looptijd van tien jaar nog 2,30% opleveren indien de emittent Duitsland is, maar meer dan 11% opleveren indien de emittent Griekenland is, mag men, zoals onze Chief Investment Officer Ivan Nyssen beklemtoont, nooit vergeten dat men geen winst kan maken zonder risico's te nemen, maar ook dat het nemen van risico's niet noodzakelijkerwijs winst oplevert (cf. rubriek Global Perspective bladzijde 4).

In een dergelijke context mag de belegger zich niet laten leiden door emoties, maar moet hij methodisch selectief blijven voor wat zijn beleggingskeuzes betreft. Voorzichtigheid en selectie, maar ook duidelijke en beredeneerde keuzes staan centraal in onze interne, zowel fundamentele als toegepaste analyses. Meer over die aanpak die, zonder valse bescheidenheid, CapitalatWork tot een succesvolle vermogensbeheerder maakt, vindt u op bladzijde 10.

Onze tactische keuzes met betrekking tot de toewijzing van activa hebben ook in 2010 zeer fraaie rendementen opgeleverd. Momenteel verwachten wij veeleer deflatie dan inflatie en gaan wij ervan uit dat de schuldafbouw zal worden verder gezet en nog zal worden versterkt, en ook dat de rentevoeten laag zullen blijven. De resultaten van de ondernemingen zijn vrij goed en een aantal van hen zijn vandaag een stuk gezonder. Wij behouden ook ons vertrouwen in de aandelenmarkten – maar wij blijven waakzaam – en wij zien, voor een deel van de allocatie van de activa die wij beheren, buiten de eurozone, waarde in zowel bedrijfsobligaties als staatsobligaties, vooral dan in de groeielanden.

In het artikel Capital Mindset en Global Perspectives op respectievelijk bladzijde 14 en 4, gaan wij daar dieper op in.

In dit achtste nummer van de Capital Ideas besteden we ook aandacht aan twee fiscale onderwerpen. Enerzijds wordt er door ons eigen team van fiscalisten ingegaan op de gratis vererving van een familiebedrijf (bladzijde 19). Anderzijds is er een bijdrage van Professor Axel Haelterman die ons als external expert zijn visie geeft op de uitdagingen van de fiscaliteit in België (bladzijde 21).

Veel leesplezier,

Vincent Decalf,

Afgevaardigd Bestuurder CapitalatWork Foyer Group.

De zoektocht naar beleggingen in een wereld waarin schuldafbouw overheerst.

Wat houdt beleggen eigenlijk in? En waarom is dit zo belangrijk?

Beleggen betekent dat u toekomstige inkomsten koopt. U investeert vandaag geld om hopelijk later meer geld terug te krijgen.

Uitgezonderd eventueel inkomen behaald uit staatsleningen, houdt een inkomen uit beleggingen steeds in dat u als belegger, “mensen” (al dan niet georganiseerd binnen een onderneming) aan het werk zet om een activiteit uit te oefenen “die waarde toevoegt”. Zelfs de overheid haalt een deel van haar inkomen uit diensten met toegevoegde waarde, of uit het aanbieden van de infrastructuur die anderen in staat stelt waarde te kunnen toevoegen en uiteindelijk uit de belasting die wordt geheven op die toegevoegde waarde.

Het concept “toegevoegde waarde” vormt dan ook de hoeksteen van alle economische activiteit en van de rendementen die dit oplevert.

Die personen of ondernemingen die geen waarde toevoegen, hetzij door arbeid, hetzij door investeringen, hoeven geen inkomsten te verwachten!

Met andere woorden, alleen arbeid of investeringen die waarde toevoegen kunnen constante bronnen van inkomsten zijn.

Kapitaal op een intelligente manier investeren, is dan ook enorm belangrijk, veel belangrijker dan de meeste mensen zich realiseren, of zouden wensen.

De taak van een investeerder of van een vermogensbeheerder bestaat er dan ook uit om kapitaal toe te wijzen aan activiteiten met een “hoge toegevoegde waarde”, en dit tegen redelijk lage prijzen en met aanvaardbare risico's.

Wat is beleggingsrisico en waarom is het cruciaal dit goed te begrijpen?

Risico is over het algemeen de mogelijkheid dat iets of iemand iets nadeligs overkomt. Meer specifiek is beleggingsrisico de mogelijkheid van een lager dan verwacht of mogelijk zelfs negatief rendement op een belegging of op een beleggingsportefeuille.

Beleggingsrisico bestaat uit vier onderdelen:

1. Inkomensrisico:

de mogelijkheid dat het verhoopte inkomen uitblijft, zowel qua omvang (minder dan verwacht) als qua timing (later dan verwacht). Er zijn uiteraard duizenden redenen, duizenden risico's, waardoor het verwachte inkomen zou kunnen uitblijven.

2. Valutarisico:

de mogelijkheid dat de munt waarin het inkomen verwacht wordt, gevoelig aan waarde verliest ten overstaan van de munt waarin het rendement dient te worden behaald.

3. Renterisico:

het risico dat rentevoeten stijgen of dalen. Wanneer de rentevoeten stijgen, loopt men prijsrisico omdat – wanneer alle andere factoren onveranderd blijven – de aan deze hogere rentevoeten verdisconteerde waarde van het toekomstige inkomen lager is. Wanneer rentevoeten dalen, loopt men een herbeleggingsrisico omdat men terugbetaalde investeringen slechts kan herinvesteren aan een lager verwacht rendement.

4. Liquiditeitsrisico:

de mogelijkheid dat men niet in staat is om zijn beleggingen te verkopen als en wanneer men cash nodig heeft. Om de beleggingen te gelde te maken, moet men wellicht vrede nemen met een prijs, als die er al is, die gevoelig lager is dan de intrinsieke waarde van de beleggingen.

Het cruciale punt is uiteraard dat wie via investeringen een toekomstig inkomen wenst te verwerven, een onvermijdelijk beleggingsrisico als neveneffect krijgt.

Opgelet, u mag dit eenvoudige maar erg fundamentele uitgangspunt niet zomaar omkeren!

Zonder risico geen inkomen, ... maar risico's nemen leidt niet noodzakelijkerwijze tot inkomen!

In tegenstelling tot wat heel wat mensen denken en in tegenstelling tot wat heel wat beleggingsprofessionals verkondigen, leidt het nemen van grote risico's doorgaans tot het incasseren van grote verliezen.

De hoeveelheid risico die iemand loopt door te beleggen, of de waarschijnlijkheid dat er iets fout gaat, valt bijzonder moeilijk te kwantificeren en deze oefening is daarom zinloos en werkt wellicht contraproductief.

Dat de nadelige gebeurtenissen niet kunnen worden voorspeld en dat risico's niet kunnen worden berekend, wil niet zeggen dat risico's niet kunnen worden begrepen en beheerst; ze kunnen echter niet worden geëlimineerd.

Hoe kunnen wij -in de wereld van vandaag- toekomstig inkomen verwerven en welke risico's zijn daarvan verbonden?

1. Algemene omgeving – De wereld bouwt schuld af.

Drie jaar geleden (juli 2007) stonden we aan de vooravond van een nooit eerder geziene krediet- en liquiditeitscrisis, een gevolg van een daling van de Amerikaanse vastgoedmarkt.

De kredietproblemen die ontstonden in de ondertussen beruchte Amerikaans subprime hypotheekmarkt, verspreidden zich naar tal van andere kredietsegmenten en landen.

Wat aanvankelijk een klassiek probleem was van misallocatie van kapitaal aan risicovolle activa met te lage rendementen, draaide al snel uit op een massale en wereldwijde fase van schuldafbouw. Hierin bevinden wij ons vandaag nog en verwachten wij dat deze in de nabije toekomst nog zal aanhouden!

De overtollige schuldgraad is deels overgegaan van de privé- naar de publieke sector. Dit betekent dat de belastingen zullen stijgen. Belastingen op kapitaal en/of op inkomsten uit kapitaal zullen stijgen. Aangezien arbeid al overbelast is en werkloosheid hoog zal zijn, zal de bijdrage van arbeid komen via langer werken. Overheidsuitgaven zullen dalen. Dit zijn niet louter mogelijkheden, dit zijn zekerheden.

Slechter nieuws is dat de belangrijkste verplichtingen nog niet in de boeken van de overheid staan.

De verplichtingen van de overheden met betrekking tot toekomstige pensioenen en toekomstige kosten voor de gezondheidszorg doen de huidige verplichtingen, zoals u in de onderstaande tabel kunt zien, in het niets verzinken.

Kosten van de crisis versus kosten van de vergrijzing (geactualiseerde waarde als % van het Bruto Nationaal Product)		
	Crisis	Vergrijzing
Australië	30	482
Canada	21	726
Frankrijk	31	276
Duitsland	29	280
Italië	35	169
Japan	35	158
Korea	20	683
Mexico	13	261
Spanje	39	652
Turkije	22	204
Verenigd Koninkrijk	48	335
Verenigde Staten	37	495
G20 Landen	35	409

Bron: FMI, Exane BNP Paribas

Het probleem van de “vergrijzing in een al te genereuze welvaartsstaat” mag niet worden onderschat. Wij kunnen dan ook niet genoeg de nadruk leggen op dit alles overkoepelende thema:

spelers met een te hoge schuldgraad -met de regeringen uit de VS en uit Europa en de Amerikaanse consument als belangrijkste- zullen blijven proberen om hun huidige en toekomstige verplichtingen te verminderen.

Voor de belastingbetaler en voor wie afhankelijk is van de overheid wordt dat een pijnlijk en lang proces; een bijkomend argument dat eens te meer pleit in het voordeel van particuliere spaartegoeden en -investeringen.

De meeste maatregelen om schulden af te bouwen zijn desinflatoir, wat betekent dat deflatie voor een aantal landen zoals Dubai, Griekenland, Hongarije, Spanje of Portugal een zekerheid is. Voor de meeste andere landen een stellige mogelijkheid.

De economische omgeving zal dus op z'n zachts gezegd bijzonder moeilijk blijven met aanhoudend veel aandacht voor bedrijfsproductiviteit, hoge werkloosheid, lage inflatie en lage rentevoeten.

Het **goede nieuws** is dat:

- lage tot zeer lage rentevoeten gunstig zijn voor de economie en bijzonder gunstig voor de waardering van activa,
- lagere overheidsuitgaven ruimte creëren voor privaat ondernemerschap, en dat is waardoor echte toegevoegde waarde wordt gecreëerd,
- een globaliserende en groeiende wereld een enorme behoefte heeft aan infrastructuur, energie- en voedselproductie, watermanagement, gezondheidszorg, vrijetijdsbesteding, ...
- een moeilijk economisch klimaat niet gelijk staat met een slecht beleggingsklimaat, integendeel!

Wanneer inflatie en rentevoeten laag zijn moeten beleggers die inkomen nastreven, kijken naar **langlopende** activa. De prijzen van deze langlopende activa zijn uiteraard volatieler, hoe stabiel en voorspelbaar het verwachte inkomen ook is.

De meeste beleggers zijn mentaal echter niet klaar om met deze desinflatore omgeving om te gaan omdat ze nog maar net gevluht zijn voor de volatiliteit van de crisis 2007/2009.

Niet in staat zijn om beheersbare risico's te nemen, is nu een erg groot risico geworden!

2. Overheidsobligaties.

In het eerste halfjaar van 2010 is de markt voor Overheidsobligaties ongebruikelijk tumultueus geweest.

2.1. Voor het eerst in vele jaren begonnen de markten zich zorgen te maken over de toestand van bepaalde overheidsfinanciën.

De focus lag daarbij zeer sterk op Europa, maar het was echter Dubai dat voor de eerste onaangename verrassing zorgde. Griekenland volgde al snel toen de regering bekendmaakte dat er met de statistieken was geknoeid en zich zo bedriegelijk in de Europese economische en monetaire unie had gewerkt.

Beleggers in obligaties, die lange tijd verkocht waren voor de droom van convergentie binnen de EU, begonnen nu te panikeren. De rentevoeten voor Griekenland, Ierland, Spanje en Portugal schoten door het dak.

Het mooie aan dit alles is dat hierdoor duidelijk werd waar de onhoudbare zwakke punten zitten. De waakhonden van de obligatiemarkten hebben het terug voor het zeggen en de politici moeten luisteren. Dat is echt goed nieuws.

Politici hebben eindelijk de boodschap begrepen en zijn in actie geschoten. Op enkele uitzonderingen na (België, ...) hebben alle Europese regeringen tijdens het tweede kwartaal besparingsmaatregelen aangekondigd.

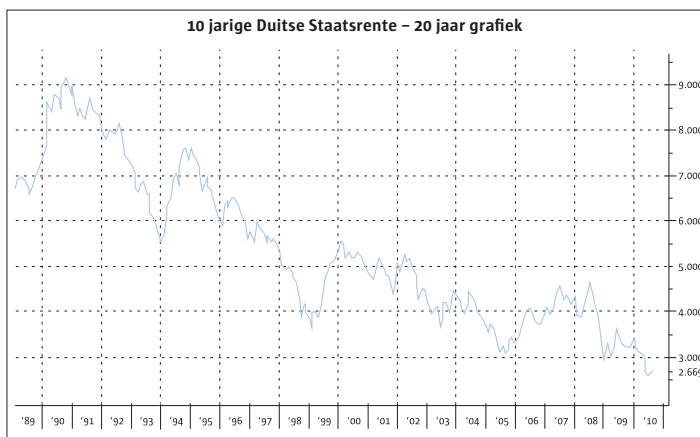
Uiteraard moet en zal er nog veel meer gebeuren en worden gedaan, en uiteraard zullen de meeste landen buiten de EU dezelfde weg op moeten gaan.

De grote vraag is echter wanneer de VS iets zullen ondernemen? De VS hadden al moeten optreden, maar de regering-Obama heeft nog steeds enkel oog voor stimuli die het overheidstekort vergroten. Tegen december, na de tussentijdse verkiezingen, zal men eraan beginnen de tekorten terug te dringen, om niet ook nog de presidentsverkiezingen van 2013 te verliezen.

Voor het eerst mag, mede dankzij de onaflatende druk van de obligatiemarkten, redelijkerwijze worden aangenomen dat de overheidsfinanciën binnen 5 tot 15 jaar heel wat gezonder zullen zijn.

2.2. Van inflatie- naar deflatievrees.

Zoals uit onderstaande grafieken blijkt is de rente, voor serieuze landen, blijven dalen tot historisch lage niveaus en verdisconteert hiermee het feit dat inflatie in de nabije toekomst geen probleem kan en zal vormen.



Bron : Bloomberg

Bij CapitalatWork spreken wij al sinds januari 2008 over desinflatie en deflatie.

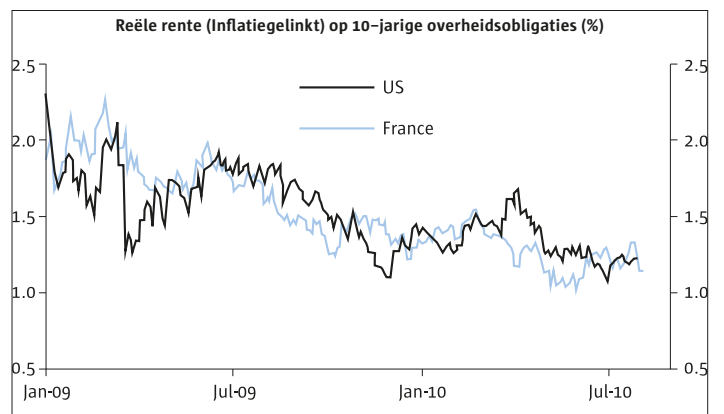
Deflatie hoeft geen groot probleem te zijn, op voorwaarde echter dat u niet teveel schulden heeft en kunt beschikken over een regelmatig en stabiel inkomen, hetzij uit arbeid, hetzij uit beleggingen.

Een regelmatig en stabiel rendement kopen van 2,5 % tot 3,5 % voor 10- tot 20- jarig overheidspapier is niet echt opwindend, behalve wanneer u dat rendement vergelijkt met een korte rente van 0 % tot 1 % en een inflatie tussen -2 % en +2 %.

Met 10-jarige obligaties in Yen met een rendement van ongeveer 1 % en 10-jarig obligaties in CHF met een rendement van ongeveer 1,5 %, achten wij het niet uitgesloten dat de lange rente in een bezuinigend en desinflatoir Europa onder de 2,5 % zal gaan.

Er zit nog maar weinig waarde in overheidspapier. Als we al overheidspapier aanhouden, dan denken we dat het verstandig is om "lange looptijden" te bezitten, als aanvulling op bedrijfsactiva. Daarbij zijn wij ons terdege bewust van het risico van een potentiële stijging van de lange rente indien de economie een stevig herstel zou kennen.

Inflatiegelinkte overheidsobligaties bieden nog minder waarde aangezien reële rentes eveneens naar een historisch laag peil zijn teruggevallen.



Bron: Capital Economics

Van het huidige lage peil zou de reële rente in het geval van inflatoire of deflatoire scenario's immers aanzienlijk kunnen stijgen! Dit lijkt ons geen goede propositie.

3. Bedrijfsobligaties.

De resultaten van het bedrijfsleven - met uitzondering van de bankensector uiteraard -, zijn één van de zeer positieve verrassingen doorheen deze crisis en betekent een stevige steun in de rug voor het herstel van de economie.

Hoe is dit mogelijk?

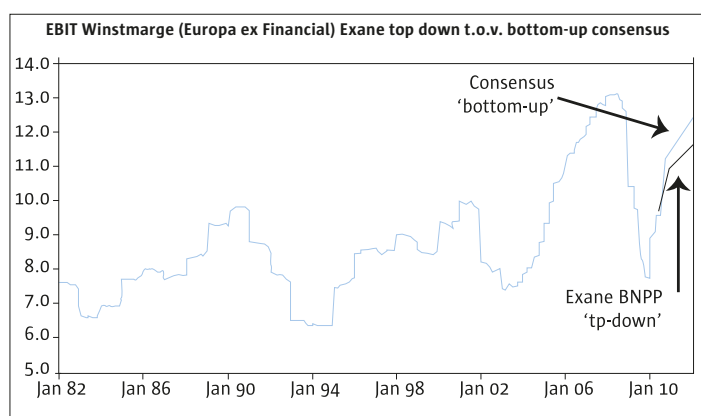
Ten eerste: de schuldgraad van heel wat niet-financiële ondernemingen was bij de start van de crisis niet zo hoog. Bij CapitalatWork waren wij zelfs van oordeel dat de schuldgraad van een aantal bedrijven en sectoren te laag was, wat uiteindelijk een zegen bleek te zijn.

Ten tweede: omdat de vorige crisis (2002/2003) nog niet zo ver achter ons lag, hadden de ondernemingen nog steeds vooral oog voor de verbetering van de productiviteit.

Ten derde: de zogenaamde "opkomende landen" staan er financieel veel beter voor, vooral wat betreft hun overheidsfinanciën

en hun banken, dan de traditionele economische machten. Zij zijn gedurende de crisis van 2007/2009 dan ook verder blijven groeien. Het grootste deel van de omzetgroei van niet-financiële ondernemingen uit de VS en Europa komt doordat zij groeien in de opkomende landen.

Ten vierde: zelfs de VS en Europa groeien opnieuw, zij het niet gelijk. De groei is afkomstig van restocking na de dramatische afbouw van de voorraden in 2008 en is verder te danken aan de overheidssteun, maar er is meer. De extreem lage rentevoeten en de nieuwe kapitaaluitgaven, mogelijk gemaakt dankzij uiterst gezonde balansen, dragen bij tot de groei.



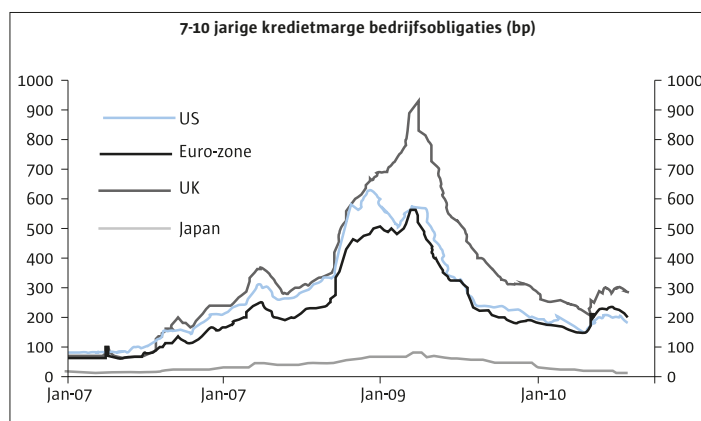
Bron : Exane BNP Paribas

Hoe dan ook, in een wereld van verslechterende overheidsfinanciën lijkt de gezondheid van ondernemingen wel een oase in de woestijn, zelfs al blijft er voor ondernemingen, en vooral dan de meest winstgevend, altijd de dreiging van overheidsinterventies, regelgeving, belasting of zelfs diefstal, zoals we gezien hebben in Rusland of Venezuela.

Bij CapitalatWork denken we dat er nog steeds waarde zit in bedrijfsobligaties.

Wij voelen ons comfortabel met het aanhouden van gediversifieerde portefeuilles van obligaties van ondernemingen waarvan we duidelijke toekomstgerichte cashflow-tabellen hebben.

Op die manier denken wij een zekere speling en veiligheidsmarge te hebben, bovenop een degelijke vergoeding, zoals u in de onderstaande grafiek kunt zien.



Bron : Capital Economics

4. Aandelen.

Dit is de categorie van activa waar investeren en arbeid, de twee inkomensbronnen, het dichtst bij elkaar liggen en ook waar ons idee van langlopende activa tot het uiterste gaat omdat aandelen, in theorie, een oneindige looptijd hebben.

Wil dat zeggen dat wij optimistisch zijn over aandelen?

Onder optimistisch wordt doorgaans verstaan dat er in een niet al te verre toekomst hogere marktprijzen worden verwacht.

Bij CapitalatWork zijn wij in de allereerste plaats onder de indruk van de consistente winstgevendheid van niet-financiële ondernemingen, van hun bijzonder gezonde balansen en van hun erg lage waardering.

Deze consistente winstgevendheid in combinatie met een gezonde balans, stelt bedrijven in staat om cash terug te betalen aan hun aandeelhouders onder de vorm van dividenden of het inkopen van eigen aandelen. Vóór koersstijgingen of -dalingen kunnen aandeelhouders, gemiddeld, rekenen op een jaarlijks dividend van 2 % à 4 % uit hun aandelenportefeuille. Uiteraard zijn er bedrijven die een hoger (4 % tot 6 %) of een lager dividend uitkeren. In de VS is de cultuur bijvoorbeeld meer gericht op de inkoop van eigen aandelen.

Waarderingen?

Op basis van de huidige markt (midden augustus, 254 voor de Eurostoxx600 en 1080 voor de S&P500), wordt verwacht dat ondernemingen zullen uitpakken met een winst voor 2010 – waarvan al ongeveer 50 % is gerealiseerd – die circa 8 % bedraagt van de marktprijs, anders gezegd is de koerswinst verhouding circa 12x.

Waarderingen – Consensus verwachting - per index

Per index	P/E (x)		
	2009	2010e	2011e
MSCI Europe	16.4	11.8	10.2
MSCI Europe Large Cap	16.6	11.3	9.8
MSCI Europe Mid Cap	22.4	15.3	12.3
MSCI Europe Small Cap	28.8	14.7	11.2
MSCI Euro	15.0	11.2	9.7
CAC40	16.0	11.3	9.7
DAX 30	17.6	11.9	10.1
SBF 250	18.2	11.5	10.2
IBEX 35	11.5	10.7	9.6
FTSE 100	17.0	11.6	9.7
SMI	16.3	12.1	10.7
MSCI USA	19.3	13.7	11.8

Bron: Exane BNP Paribas

Dit zijn uiteraard gemiddelden. CapitalatWork bezit heel wat ondernemingen die meer cash genereren dan 8 % van de marktprijs.

Eén voorbeeld hiervan is Intel waarvan op basis van de huidige koers (19,5 USD) wordt verwacht dat het +/- 2,0 USD winst per

aandeel zal genereren. Dat is ongeveer 10 % van de aandelenkoers en 13 % van de ondernemingswaarde. Intel heeft bovendien 17 miljard USD cash en geen schulden!!!

Dit zou aantrekkelijk zijn in normale (wat is normaal?) omstandigheden. In de huidige omgeving, met overheidsrente op historisch lage 0,5 % tot 3,5 %, is dat zonder meer onweerstaanbaar!

Vanwaar deze lage waarderingen?

Beleggers lijken gewoon niet te willen geloven dat de huidige winstgevendheid kan aanhouden, laat staan nog kan worden verbeterd.

Het goede nieuws is dat, op basis van een vereist rendement van 9 % tot 11 %, de huidige aandelenwaardering die groei niet nodig heeft om toch aantrekkelijk te zijn. Soms zijn de waarderingen zo laag dat naar de toekomst toe wordt uitgegaan van negatieve groei van de winst. Het lijkt geen twijfel dat er groei zal zijn, maar het is niet dringend en al evenmin absoluut noodzakelijk.

Dergelijke lage waarderingen zijn buitenkansjes om aandelen te verwerven in bedrijven van topkwaliteit, met het oog op de lange termijn.

Concluderend: waar zien wij waarde?

Bij CapitalatWork zijn wij van oordeel dat er ...

- 1. Defensieve waarde** zit in langlopende overheidsobligaties van serieuze landen, vooral als wij leven in een desinflatoire of deflatoire omgeving, hetgeen onze visie is.
- 2. Waarde** zit in langlopende bedrijfsobligaties van ondernemingen met uitstekende balansen.
- 3. Uitzonderlijke & Contrarian waarde** zit in aandelen waarbij erg lage verwachtingen worden verdisconteerd.
- 4. Ontluikende waarde** zit in de munten van opkomende landen, van landen met gezonde overheidsfinanciën en goede groeivoorzichten.
- 5. Opportunistische waarde** zit in een aantal specifieke strategieën met afgeleide producten.

Onze portefeuilles zijn in overeenstemming met bovenstaande standpunten belegd.

Portefeuilles van CapitalatWork?

Onze portefeuilles hebben het erg goed gedaan, met een positief rendement en beperkte volatiliteit, maar dat is uiteraard geen garantie voor de toekomst.

Wij hebben NIET belegd in landen met de grootste moeilijkheden zoals Portugal, Ierland, Griekenland of Spanje, de zogenaamde PIGS.

Wij hebben NIET belegd in ondernemingen die in diezelfde landen zijn gevestigd.

Wij hebben WEINIG tot GEEN beleggingen in banken, want dat is de sector met de grootste rechtstreekse blootstelling aan de PIGS-landen.

Onze blootstelling aan de PIGS-landen is slechts beperkt en onrechtstreeks omdat de meeste multinationals wel wat omzet halen uit deze landen.

Wat betreft onze vastrentende beleggingen hebben we langer dan gemiddelde looptijden, geheel conform onze stelling inzake schuldafbouw en desinflatie.

Wij houden een aantal niet-euromunten aan als buffer voor verdere spanningen binnen de eurozone. Wij houden Noorse kronen aan omdat Noorwegen een klein, maar erg rijk land is dat over zeer grote olievoorraden en een enorm 'Sovereign Wealth Fund' beschikt.

Wij houden wat US- en AUS-dollars aan omdat Australië ook een land is dat over grote natuurlijke rijkdommen en aanvaardbare overheidsfinanciën beschikt.

Verder houden we valuta van groeilanden aan via een fonds van een derde gespecialiseerde partij.

Deze bovenstaande positionering levert een echt uitzonderlijk resultaat van ons obligatiebeleid op; dit resultaat zal -met 99,99 % zekerheid- niet worden herhaald omdat de rente vrijwel constant is gedaald.

Op het vlak van aandelen zijn er minder onderscheidende factoren, maar wij houden zeer sterke, wereldwijd actieve ondernemingen aan. Ondernemingen met een bijzonder gezonde balans, mooie groeivoorzichten en aan lage waarderingen.

Het is moeilijk – gezien de uitdagende en veranderde wereld waar we voor staan – onder woorden te brengen hoeveel vertrouwen we hebben en hoe enthousiast we zijn over de ondernemingen waarin wij participeren.

Onze gemengde fondsen – aandelen en vastrentend – hebben het dan ook erg goed gedaan en wij kijken de toekomst zeer rustig tegemoet.

Fondsen van CapitalatWork eind september.

CapitalatWork Funds	30th of September 2010 - Ytd return - in Euro
Cash+ at Work	1,87%
Cash+ Opportunities	0,45%
Inflation at Work	8,23%
Government Bonds at Work	9,65%
Corporate Bonds at Work	10,17%
European Equities at Work	4,74%
American Equities at Work	9,71% (4,27% in USD)
Asian Equities at Work	16,52%
Contrarian Equities at Work	7,41%
Contrarian Euro Equities at Work	3,95%
Best of Equities	10,80%
Global Opportunities at Work	9,64%

Aarzel niet ons te contacteren voor meer toelichtingen, om uw portefeuille te bespreken of om te praten over enig ander onderwerp dat betrekking heeft op het beheer van uw activa en passiva.

Voor meer informatie: www.capitalatwork.com

Ivan Nyssen

September 2010 - GP nummer 54



Ivan Nyssen, Fund Manager Contrarian Equities at Work Fund en Global Opportunities at Work Fund

25 jaar ervaring in vermogensbeheer
Licentiaat Economie

Sinds 1994 is Ivan Nyssen werkzaam bij CapitalatWork. Naast de functies van CIO en Managing Director van CapitalatWork beheert Ivan Nyssen eveneens het Contrarian Equities at Work fonds en het Global Opportunities at Work fonds.

Stevenen we na een decennium van beurscrisissen af op een “paradigm shift” voor de beurzen?

Een schoolvoorbeeld: het onrechtmatig gebruik van de wet van Gauss in de financiële wereld.

De titel van dit artikel verwijst naar de voorbije tien jaar waarin de financiële markten grondig door elkaar werden geschud. Eigenlijk hadden we ook nog iets verder in de tijd kunnen teruggaan: tot 1998, bijvoorbeeld, waarin een gebeurtenis plaatsvond die velen al zijn vergeten: de extreme redding door de Federal Reserve van het Long Term Capital Management (LTCM)-fonds. Een hedgefonds dat in 1994 werd opgericht en werd geleid door een prestigieus directiecomité waarvan maar liefst twee Nobelprijswinnaars, Myron Scholes en Robert Merton, deel uitmaakten. Indien de Amerikaanse monetaire autoriteiten niet fors hadden ingegrepen, hadden we toen al in een grote systeemcrisis kunnen belanden. En wel omwille van de significante blootstelling van de grootste banken van onze planeet aan dit speculatieve fonds dat echter tot dan een uitstekende reputatie genoot. Wij maken hier een zijsprongetje omdat Scholes en Merton twee van de belangrijkste vertegenwoordigers zijn van wat in academische middens nog steeds de moderne theorie van portefeuillebeheer en de financiële markten wordt genoemd. Wij zullen het verder hebben over het “klassieke paradigma” van de financiële markten. Zij waren het die, samen met Harry Markowitz in de jaren vijftig, en later William Sharpe en Fisher Black, aan de basis lagen van een theorie die ook vandaag nog steeds aan miljoenen studenten aan handelsscholen wordt onderwezen. Deze klassieke theorie, de varianten hierop en de verbeteringen die in de loop van de tijd werden aangebracht, waarbij de basisuitgangspunten echter onveranderd zijn gebleven, hebben de redenering en het gedrag van tal van spelers op de markt bepaald en gestuurd. Deze theorie is erin geslaagd om alternatieve theorieën, zoals fractale modellen, niet-Gaussiaanse distributie, gedragsfinanciën decennia lang snel van tafel te vegen. Een collega van me stelde op een bepaald ogenblik dat het vooral het buitensporige gebruik van wiskundige modellen in financiën is dat aan de basis ligt van de jongste financiële crisis. Teveel wiskunde! In realiteit is het het onrechtmatige gebruik van wiskunde dat geleid heeft tot enorme desillusies, vooral dan tijdens de periode 2007 – 2009 op de markt van collateralized debt obligations.

De voorbije tien jaar hebben de uitzonderlijke gebeurtenissen die de financiële wereld door elkaar hebben geschud de fundamenten van het klassieke paradigma helemaal onderuit gehaald. Bestsellers, zoals de Zwarte Zwaan van Nassim Nicholas Taleb die in 2007 werd gepubliceerd, hebben, zonder gebruik te maken van complexe wiskundige formules, ervoor gezorgd dat de kritiek op de klassieke modellen van de financiële markten die

al in de jaren zeventig door Benoît Mandelbrot, de vader van de fractalen, werd geformuleerd, pas heel recent zijn weg naar het grote publiek heeft gevonden. Jammer genoeg blijft het klassieke paradigma de gedachten overheersen, zowel in bijvoorbeeld de financiële instellingen, waar nog steeds vooral de Gaussiaanse modellen worden gebruikt voor de berekening van het marktrisico, als bij de toezichhouders (Basel III, Solvency II) die zich op een simplistische visie van de financiële markt blijven beroepen om de behoefte aan eigen middelen voor markt- of beleggingsactiviteiten te berekenen, iets waar heel wat specialisten vruchteloos kritiek op blijven geven.

Laten we, bijvoorbeeld, eens kijken naar één van de basishypothesen van het klassieke paradigma voor de aandelenmarkten¹: de beurskoersen volgen een traject waarvan de wijzigingen onmogelijk zijn te voorzien, aangezien de return wordt verdeeld op basis van de wet van Gauss, de beroemde klokvormige curve². De wet van Gauss, ook wel de normale wet genoemd, speelt een heel erg belangrijke rol in de financiële wereld. Het is immers die wet die Fisher Black en Myron Scholes in staat heeft gesteld om analytische formules uit te werken waarmee beursprofessionals snel en makkelijk de premies van opties konden uitrekenen. Dat was overigens een van de redenen waarom de klokvormige curve zo belangrijk was: in de jaren zeventig en tachtig kon de prijs van call- en putopties op aandelen en beursindexen makkelijk met eenvoudige zakrekenmachientjes worden uitgerekend. Het probleem is echter dat de financiële wereld allesbehalve Gaussiaans is, en dat heeft natuurlijk fundamentele gevolgen voor de beoordeling van risico's.

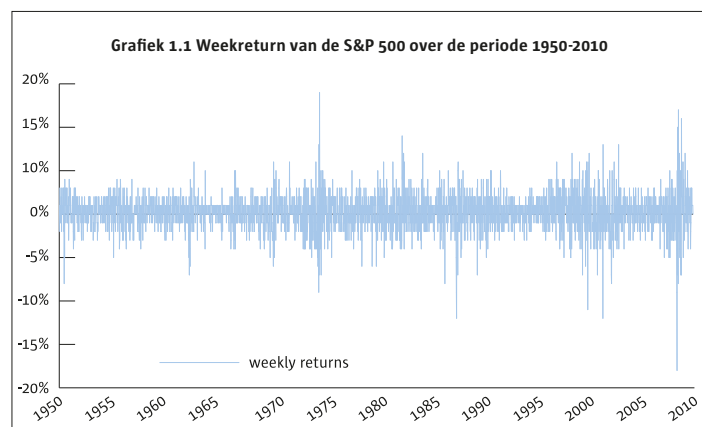
Ongeveer twintig jaar geleden stelde mijn promotor van mijn thesis wiskunde voor om onderzoek te doen naar de staart van de probabiliteitswetten. Deze problematiek was van groot praktisch nut voor de verzekeringswereld. Neem nu een verzekeringsmaatschappij die beslist om ernstige ongevallen op olieplatforms in volle zee te verzekeren, zoals, bijvoorbeeld, de totale vernieling van een dergelijk platform als gevolg van een ontploffing. Hoeveel moet de jaarlijkse verzekeringspremie dan bedragen? Hoe moet die worden berekend? Verzekeraars maken daarvoor doorgaans gebruik van statistische gegevens met betrekking tot eerdere voorvallen om de probabiliteit van een dergelijk schadegeval te ramen en om de financiële gevolgen ervan in te schatten. Wanneer het gaat over de verzekering van een olieplatform, zijn er echter bijzonder weinig gegevens waarnaar men kan terug-

¹ Deze hypothese wordt eveneens gebruikt om het gedrag van de andere categorieën van activa te modelleren.

² Zonder in te gaan op de details van de diffusieprocessen, is er sprake van een Browniaanse beweging.

grijpen. Gelukkig maar! In april van dit jaar ontplofte in de Golf van Mexico een van de grootste ultra-deep offshore olieplatforms ter wereld, namelijk Deepwater Horizon, een platform dat werd geëxploiteerd door British Petroleum. Die ontploffing leidde tot een ecologische ramp langs de kust van Louisiana. Welke waren de gegevens over dit type van voorvallen waarover de betrokken verzekeraar of verzekeraars konden beschikken³. De voorbije 25 jaar hebben er zich amper twee vergelijkbare voorvallen voorgedaan, waaronder de verschrikkelijke ontploffing waardoor in 1988 het platform Piper Alpha in de Noordzee werd vernietigd. Dit incident vormde het aanknopingspunt voor mijn thesis. Met andere woorden, een verzekeringspremie kan slechts worden berekend op basis van een heel beperkt aantal waarnemingen. Waarom haal ik hier deze anekdote aan en wat hebben verzekeringen en de financiële markten met elkaar te maken? In het kader van Deepwater Horizon gaat het over gebeurtenissen met kleine probabilliteit maar met rampzalige financiële – en vaak menselijke – gevolgen. We hadden het net zo goed kunnen hebben over natuurrampen zoals zware aardbevingen. Mutatis mutandis kunnen we hier verwijzen naar beurscrashes, financiële rampen die volgens de klassieke theorie maar zelden voorkomen omdat deze theorie ervan uitgaat dat de return van de beurs de wet van de Gaussiaanse probabilliteitsdistributie volgt. Maar wat zeldzame voorvallen waar verzekeringsmaatschappijen naar kijken net kenmerkt, is dat de onderliggende probabilliteitsdistributie niet Gaussiaans is, maar, bijvoorbeeld, veeleer van het type Pareto of Log normaal is. Voorvallen met kleine probabilliteit worden door de wet van Gauss immers schromelijk onderschat. Het gevolg daarvan is dat verzekeringspremies te laag zijn en de technische reserves niet volstaan ingeval zich een grote ramp voltrekt. Men zegt ook dat de staart van de distributie van de normale probabilliteitswet vlak is, terwijl de distributie van de wet voor schadegevallen in de staart aan de linkerzijde in werkelijkheid heel wat dikker is. In het Engels spreekt men daar over de fat tail.

In het kader van de financiële markten kan de hypothese van de Gaussiaanse verdeling van rendementen in de praktijk vrij makkelijk worden weerlegd. Ik heb enkele berekeningen gemaakt



van de weekreturn van de S&P 500-index over de periode 1950-2010 en heb daarvoor 3145 waarnemingen gebruikt. De bovenstaande grafiek laat het wisselvallige karakter zien van de rendementen dat op het eerste zicht op een Browniaanse beweging lijkt:

als we er nu van uitgaan dat de weekrendementen, onafhankelijk van elkaar, worden verdeeld op basis van een normale wet waarvan de parameters, het gemiddelde en de standaardafwij-

³ In werkelijkheid heeft BP in het voorliggende geval geopteerd voor zelfverzekering via een captive maatschappij!

king constant zijn in de tijd, dan kunnen we, rekening houdend met de omvang van het staal (wet van de grote getallen) perfect een betrouwbare raming van deze distributiewet maken en wel door gebruik te maken van het gemiddelde en de statistische standaardafwijking. De normale wet die op die manier wordt verkregen, levert de volgende parameters op: (verwachte waarde μ , standaardafwijking σ) = (0,16%, 2,07%). De probabilliteit voor een wekelijkse correctie van de beurs van New York van ten minste 10% die zo wordt bekomen, is gelijk aan $4,47 \cdot 10^{-7}$, of één keer om de 42.981 jaar! Wat het zo moeilijk maakt, is dat er op basis van het staal over de periode 1950-2010 4 weken op 3145 zijn met een negatieve return van minimaal 10%, wat overeenstemt met gemiddeld één keer om de vijftien jaar.

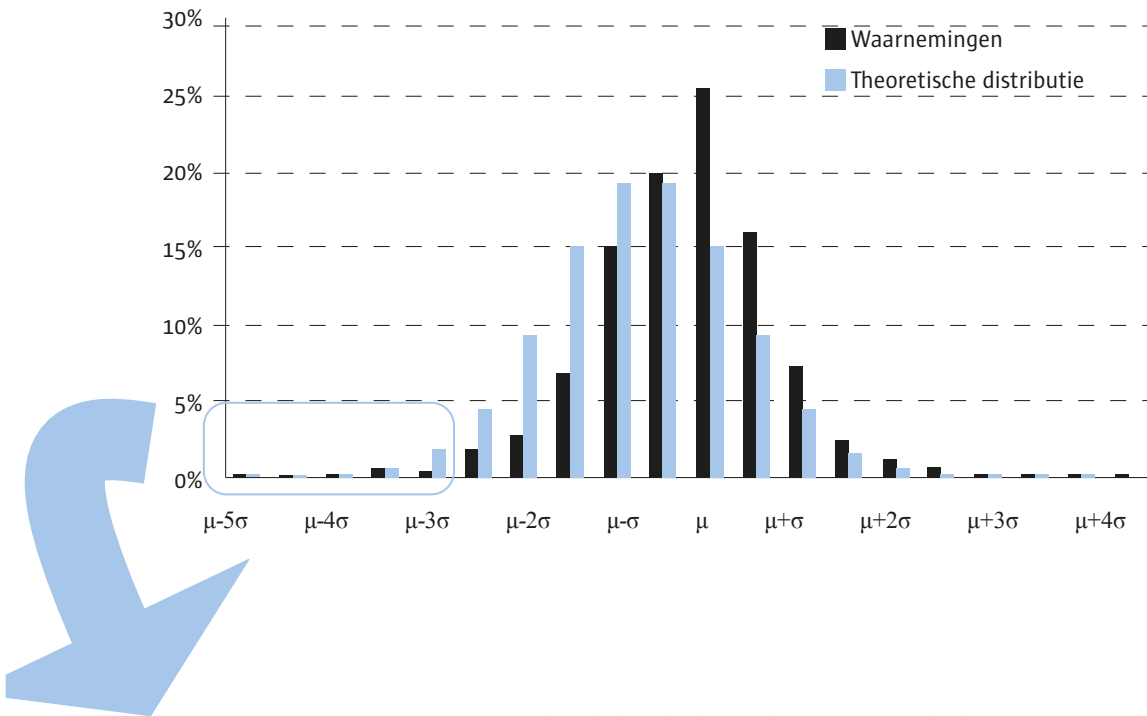
De twee schema's op de volgende bladzijde vergelijken de normale wet (waarvan het gemiddelde en de standaardafwijking 0,16%, 2,07%) zijn met de distributie over de periode 1950-2010. Wij hebben ingezoomd op de staart links van de densiteitsfunctie van de probabilliteitswet – de forse terugval van de markt – om duidelijk te maken dat de wet van Gauss voorvallen met kleine probabilliteit onderschat.

Laten we nu eens ingaan op het geval van een investeringsbank die voor eigen rekening handelt op de aandelenmarkt en die voor het berekenen van de probabilliteit van grote verliezen, en de behoefte aan eigen middelen, de wet van Gauss gebruikt (berekening van het type Value-at-Risk). Zij zou de risico's van een beurscrash met wekelijkse correcties van minimaal 10% met factor 2.843 onderschatten! Dat is precies wat er tijdens de periode 2007-2009 is gebeurd toen heel wat financiële instellingen, maar ook alternatieve fondsen met een groot hefboomeffect, weliswaar te laat, hebben ingezien dat hun risicomodellen het tijdens de crisis lieten afweten.

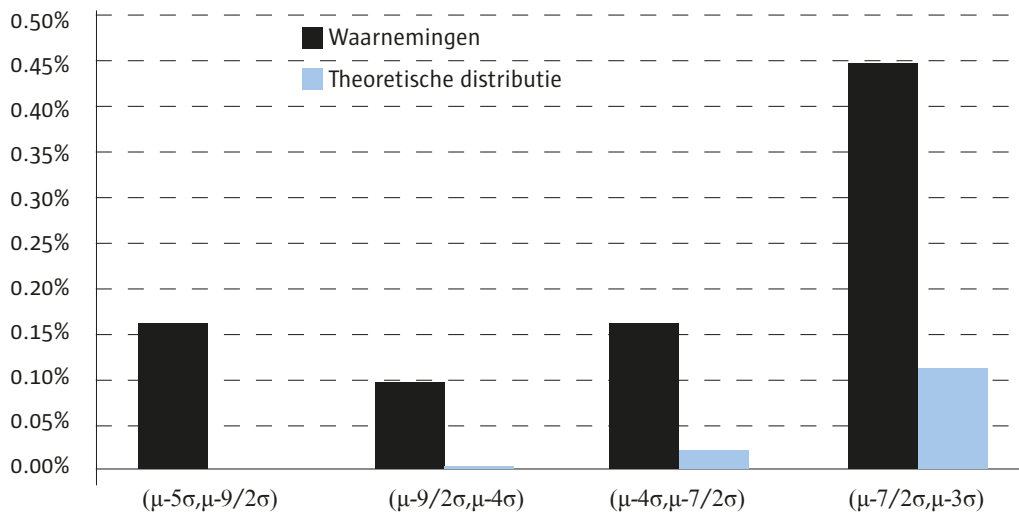
Dit is overigens een probleem dat optietraders maar al te goed kennen. Al in het begin van mijn carrière, in 1993, toen de academische financiële wereld nog in hoofdzaak Gaussiaans dacht, stelde ik vast dat traders die handelden in opties op activa zoals aandelen, futures op beursindexen, obligaties of wisselkoersen, in functie van de parameters van de optie, met name naarmate deze meer of minder out-of-the-money was, een verschillende volatiliteit hanteerden⁴. Volgens de klassieke theorie is dat echter regelrechte ketterij: de volatiliteit van de rendementen van de onderliggende activa moet voor alle uitoefenprijzen immers dezelfde zijn. Maar de handelaren op de beurs weten maar al te goed dat de waarderingsmodellen voor opties die doorgaans door de professionals worden gebruikt, gebaseerd zijn op hypothesen die niet meer zijn dan benaderingen die tot gevolg hebben dat de risico's worden onderschat. We moeten hier echter wel de nadruk leggen op het feit dat deze vereenvoudigingen noodzakelijk waren om de traders in staat te stellen om de optieprijs snel te berekenen. Niets makkelijker dan het programmeren van de wet van Gauss, toch? Waarom hebben de verdedigers van de klassieke theorie maar al te zelden naar deze beursprofessionals geluisterd? In de praktijk spreekt men over het smile effect – het glimlacheffect – omdat de volatiliteit van de onderliggende waarde die gebruikt wordt om een optie te waarderen, toeneemt wanneer de uitoefenprijs van de optie afwijkt van de eigenlijke prijs. De traders vervallen dus in zekere zin de waarderingsmodellen – Black & Scholes en alle varianten die op de wet van Gauss zijn gebaseerd – om de staart van de distributie volgens de probabi-

⁴ Een zogenaemde out-of-the-money call optie of koopoptie houdt in dat de uitoefenprijs hoger is dan de prijs van de onderliggende waarde op de vervaldag. Voor een verkoopoptie, of put, is de uitoefenprijs lager dan de prijs van de onderliggende waarde.

1.2 Waarnemingen en theoretische distributie van de wekelijkse return van de S&P 500 over de periode 1950-2010

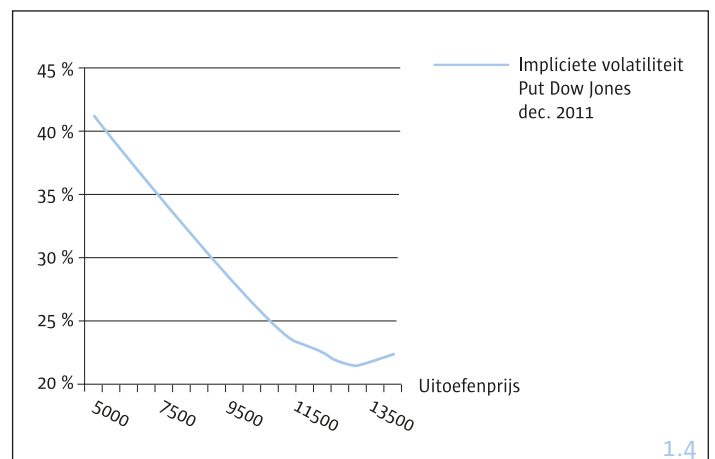


1.3 Vergroting van het linkerdeel van de staart van de distributie



liteitswet kunstmatig zwaarder te maken. De hiernaast staande grafiek is deze van de impliciete volatiliteit van putopties op de Dow Jones, met als vervaldag 17 december 2011, op datum van 6 juli 2010 (forward-index = 9500 punten). Het smile-effect is vrij uitzonderlijk en significant. Het geeft duidelijk aan dat de marktspelers in een erg onzekere en volatiele economische en financiële context bang zijn ⁵.

⁵ De voorbije tien jaar werd in tal van universitaire onderzoeken ingegaan op het gebruik van de Lévy-processen voor het modelleren van afgeleide producten, vooral dan in Europa, en dit om zich te bevrijden van de Gaussiaanse druk en om het discontinue karakter van het verloop van de beurskoersen te kunnen integreren. Deze onderzoeken zijn niet zo bekend in de professionele wereld.



In het vorig voorbeeld werd de put van de uitoefenprijs 7500 punten gewaardeerd op USD 615 per index, wat betekent dat de verkoper van de optie van de koper een premie vraagt die 50% hoger is dan deze voor een putoptie die wordt gewaardeerd op basis van de volatiliteit die wordt gebruikt voor at-the-money opties, namelijk een uitoefenprijs van rond de 9500 punten. Hieruit blijkt duidelijk het gebrek aan vertrouwen in de Gauss-curve. Grafiek 1.4 is niet zozeer een oprechte en vrolijke glimlach, maar omwille van de negatieve returns veeleer een vertrokken grijns.

Tijdens de crisis van 2007-2009 volstond de invoering in de Gaussiaanse modellen voor risicobeheer, van wiskundig vaak bijzonder complexe volatiliteitsmodellen, niet om de brutale explosie ervan te voorzien. De aanpassing van de risicomodellen kwam dan ook te laat. Société Générale, bijvoorbeeld, marktleider op het vlak van het gebruik van hoogwaardige wiskundige modellen voor zijn marktactiviteiten, heeft tijdens de crisis toegegeven dat zijn interne risicobeheersmodel de extreme gevallen met beperkte probabiliteit zwaar heeft onderschat. Het gevolg daarvan was dat bijkomende eigen middelen nodig waren. Sommigen blijven erbij dat het probleem niet zozeer de distributiewet van Gauss is, maar wel de hypothese van de stationariteit van zijn parameters in de tijd, en vooral dan deze van de volatiliteit. Met andere woorden: aangezien de volatiliteit fluctueert doorheen de tijd, vertoont de Gauss-curve zoals in grafiek 1.2 een meer of minder afgevlakte vorm. Dat is wat kurtosis, of de afplattingscoefficient van de distributie van de willekeurige variabele, wordt genoemd. Wanneer de volatiliteit toeneemt, neemt ook de kurtosis van de normale wet toe, wat ertoe leidt dat de staart van de distributie zwaarder wordt. Helaas blijft de parametrisatie van de modellen voor het voorspellen van de volatiliteit een wiskundig bijzonder complexe aangelegenheid.

Wat van dit alles moet worden onthouden? De voorbije tien jaar heeft het klassieke paradigma ervoor gezorgd dat de risico's voor de markspelers en de beleggers schromelijk werden onderschat. De financiële markten zijn heel wat risicovoller dan de theorie

ons een halve eeuw lang heeft voorgehouden. De diversificatieprincipes die door de school van Chicago veelvuldig werden bepleit, volstaan niet om de tekortkomingen van de normale wet op te vangen. Tijdens beurscrashes kunnen weinig gecorreleerde, of zelfs helemaal niet gecorreleerde activa onverbidde-lijk en sterk worden gecorreleerd waardoor het positieve effect dat diversificatie zou moeten opleveren abrupt teniet wordt gedaan⁶. Beleggers moeten dus voorzichtig blijven, zelfs in een weinig volatiele omgeving. Strategieën om zich in te dekken tegen rampen, met behulp van afgeleide producten, bieden een goed antwoord in het kader van het portefeuillebeheer, vooral wanneer het diversificatie-effect niet meer volstaat om de risico's te verkleinen. Maar teruggrijpen naar de basis van beleggen, iets waar wij bij CapitalatWork al jaren voor pleiten, wordt eveneens gerechtvaardigd door de collectieve verblinding die het klassieke model al vijftig jaar in de hand werkt. Toekomstige cashflow die duidelijk voorspelbaar en stabiel is, blijven kopen, en daarbij de laagst mogelijke prijs proberen te betalen (value investing), dat zijn de principes die aan de basis liggen van de beleggingsmethodologie waar onze onderneming voor staat. De cashflows die wij voor onze klanten kopen, zijn niet zomaar wiskundige variabelen. Deze cashflow is het resultaat van het eigenlijke werk van de ondernemingen waarin wij beleggen.

Dominique Marchese

⁶ Dit is precies wat er met de aan hypothecaire leningen gehechte effecten van het type subprime in de jaren 2007-2008 is gebeurd. Voor verdere lectuur met betrekking tot het basisthema van de diversificatie verwijzen wij naar "When markets collide" van Mohamed El-Erian, uitgegeven in 2008.



Dominique Marchese, Fund Manager European Equities at Work Fund en Contrarian Euro Equities at Work Fund

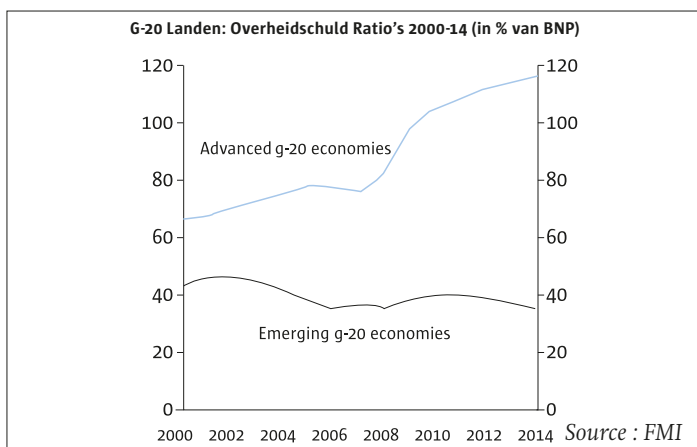
17 jaar ervaring in vermogensbeheer
Master Wiskunde
Bachelor Actuariaal

In 2002 vervoegde Dominique Marchese CapitalatWork. Hij beheert de fondsen European Equities at Work en Contrarian Euro Equities at Work. Dominique Marchese is verantwoordelijk voor het aandelenbeleid binnen CapitalatWork.

Wiens schuld zijn al die schulden?

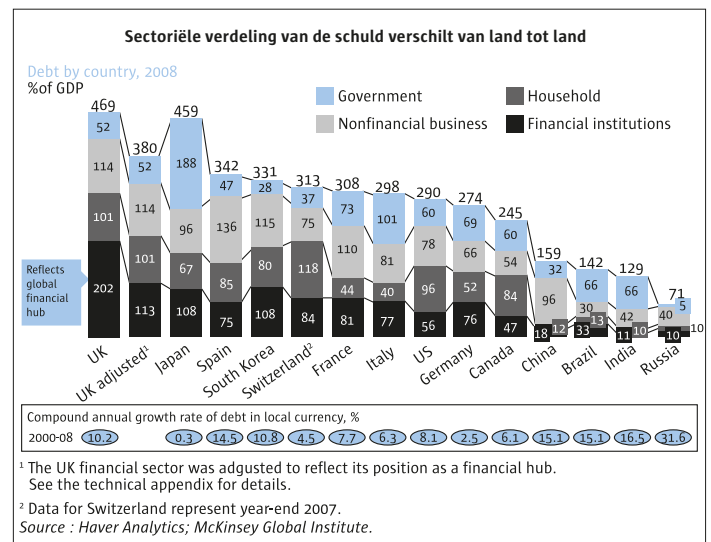
Het interessante aan crisissen is het feit dat ze ons steeds nieuwe inzichten verschaffen. Zo was één van de inzichten van de “bankencrisis” van 2008, de collectieve ontdekking van het geringe kapitaal dat de banken hadden in verhouding tot hun totale balanstotaal. Vandaag situeert de kern van het probleem zich bij de verslechterde staatsfinanciën in de westerse wereld. Het redden van vele banken en de daaropvolgende economische crisis heeft het budgetdeficit in bijna alle Europese landen fors doen stijgen. De aandacht wordt vandaag dan ook sterk getrokken op die deficittaire budgetten en de fors oplopende staats schulden. Oplopende staats schulden zijn evenwel slechts de eerste opstap van een drietrapsraket. Die drietrapsraket is een omschrijving voor de berg schuld waar we als land, als gemeenschap voorstaan, en die we gerust explosief mogen noemen. Begrijp de titel van deze bijdrage dan ook niet verkeerd. We houden ons in dit artikel niet bezig met de schuldvraag, wiens fout deze accumulatie van schulden is. De ambitie van dit artikel gaat niet verder dan een simpele, maar wel heldere, analyse van wie de bezitters zijn van al die schulden. Vervolgens geven we aan hoe we bij CapitalatWork onze obligatiestrategie hebben aangepast aan die realiteit van de schuldenberg waar we voor staan.

De eerste trap betreft de staats schulden. Een recente studie van het IMF berekent in detail de evolutie van de staats schulden vanaf 2007 (het laatste jaar voor de crisis) tot in het jaar 2014. Daar waar de gemiddelde staats schuld voor de geïndustrialiseerde wereld (€ zone, UK en Japan) gemiddeld 60% bedroeg voor de crisis, loopt dit zonder uitzondering tegen 2014 verder op tot een schuldgraad van 100%. De schuldgraad wordt hier uitgedrukt in een % tov het bnp van een land. Zo zal de staats schuld van België waarschijnlijk vrij snel terug oplopen tot misschien wel 300 mia €, ongeveer even groot als ons bnp, of een ratio van 100% schuld/bnp. Dit is een forse verslechtering en een onvermijdelijk gevolg van de huidige, grote budgettaire deficitten. Opmerkelijk in dit verband is het feit dat de staats schulden van de opkomende landen (Brazilië, China, India, etc...) niet alleen vandaag veel lager zijn (40% schuld/bnp), maar dat die bovendien niet gaan stijgen door deze in essentie westerse crisis. In de rest van de wereld hebben ze veel minder af te rekenen met de schuldproblematiek zoals wij die vandaag kennen. Er is daar simpelweg veel minder schuld.



Evenwel vooraleer verder te gaan op wat dat nu allemaal kan betekenen voor de obligatiebelegger is het belangrijk eveneens te wijzen op de tweede en derde trap van de drietrapsraket, ge-

naamd ‘de schuldenberg’. Een bijzonder interessante studie van McKinsey van begin dit jaar gaat immers een stap verder dan enkel de staats schulden te analyseren. De studie van McKinsey brengt de schuld in kaart van de 4 economische actoren, dus niet enkel van de overheid. McKinsey berekent de som van de schuld van de staat, de gezinnen, de bedrijven en de financiële instellingen. Het beeld dat in de studie wordt getoond is toch wat angstwekkend. Niet alleen is de schuld in de westerse landen over de periode van 2000 tot 2008 met 50% toegenomen, maar alle 4 de economische actoren hebben hier evenveel aan bijgedragen. Als u voor de westerse landen de optelsom maakt van de 4 schulden, dan bedraagt de ratio schuld/bnp een niveau van tussen de 300% en de 400%. Dit is een enorm bedrag, deze verhouding is de voorbije 20 jaar dan ook gewoon verdubbeld. We zitten vandaag de dag dan ook allemaal samen in hetzelfde bootje, een bootje genaamd ‘schuldenberg’.



En dit is nog niet alles. De derde trap, betreffende de beloftes van de overheid naar de toekomst toe, de pensioenen en de sociale zekerheid, bedragen nogmaals evenveel als de reeds bestaande schuldberg van de 4 economische actoren samen. Van 400% schuld/bnp maken we dan een sprong naar 800% schuld/bnp. Dit is een onhoudbare situatie.

Wat betreft de afbouw van de bestaande schuldenberg zijn er oplossingen. Er zijn 4 klassieke mechanismen om een schuldenberg af te bouwen. Laten we hier even dieper op ingaan:

- 1. Inflatie:** Niet mogelijk door het feit dat er veel te veel schuld op korte termijn is gefinancierd. Stel immers dat de rentevoeten beginnen te stijgen als gevolg van stijgende inflatie. De gevolgen hiervan zouden catastrofaal zijn. Aangezien heel wat schuld kort is gefinancierd, zouden de rentelasten onmiddellijk explosief stijgen. Bijvoorbeeld, een stijging van de rente met 2%, doet de rentelasten stijgen met 6% tov het bnp van een land (dit in het voorbeeld van een land waarin de totale schuldgraad bv. 300% is). Dit is onmogelijk, zeker rekening houdend met de besparingsinspanningen
- 2. Default:** Schuldverschikkingen lijken alvast in enkele landen onafwendbaar, bv. Griekenland. De gevolgen hiervan zijn ook

niet te onderschatten. De verwevenheid tussen landen is vandaag zo groot, dat een default van bv. Spanje, ook grote gevolgen zou hebben in Duitsland. Immers, Duitse banken hebben veel schulden uitstaan in Spanje.

3. **Belt Tightening:** De broeksriem aanhalen, dit wordt de weg die het meest zal worden bewandeld. Dit impliceert belastingverhogingen, minder overheidsuitgaven, minder consumptie, schuldenafbouw, langer werken, snoeien in de sociale zekerheid, etc... Dit is ook een weg die lang zal duren.
4. **Groei:** Schuldenafbouw wordt uiteraard vergemakkelijkt via sterke economische groei. Het valt evenwel te betwijfelen of de groei, zeker in Europa, de volgende jaren wel zo sterk kan zijn, net omwille van de impact van de huidige besparingsplannen.

Een verstandige obligatiestrategie moet dan ook rekening houden met het kader dat hierboven wordt geschetst. Dit kader zal immers repercussies hebben op de langetermijn. De volgende 4 krachtlijnen zijn belangrijk:

1. Wees voldoende geïnvesteerd buiten de € zone. Staatsobligaties van opkomende landen zijn een must in elke portefeuille. De kwaliteit ligt hoger, maar de rentes evenzeer. Dit is een opportuniteit. Ook staatsobligaties van Noorwegen (NOK) vinden we een interessante diversificatie. Noorwegen is één van de weinige landen dat op een rigoureuze manier de opbrengsten van zijn oliereserves opzij zet voor de volgende generaties. Vandaag bedragen deze reserves in hun Global Pension Fund reeds 100% van het BNP. Geen geringe luxesituatie ten opzichte van landen die zich in het spiegelbeeld bevinden, met staatsschulden die 100% of meer bedragen tov het bnp.

2. Wees overwogen in bedrijfsobligaties. De balansen van de grote multinationals zien er vandaag veel beter uit dan de budgettaire en schuldtoestand van vele landen. Landen kunnen niet meer in staat zijn om hun schulden terug te betalen. Dit impliceert niet dat alle bedrijven van dat land failliet zijn. Zo werkt het niet. U kan vandaag argumenteren dat een investering in een bedrijfsobligatie minder risico inhoudt dan een staatsobligatie.
3. Lange looptijden: het is controversieel, maar het is onze overtuiging dat de schuldenafbouw waar we door moeten, deflatoir zal zijn voor de € zone. De broeksriem die zal worden aangehaald zal bv. eerder lagere lonen dan hogere lonen tot gevolg hebben. Het alternatief, inflatie, is immers, zoals hierboven reeds beargumenteerd, onaanvaardbaar.
4. Wees selectief: Zowel wat betreft bedrijfsobligaties als staatsobligaties. De verschillen in kwaliteit tussen debiteuren, zowel staten als bedrijven, zijn de voorbije 10 jaren sterk toegenomen. Er zijn staten en bedrijven die fors verzwakt uit deze crisis komen, en er zijn de uitzonderingen die juist in een sterkere positie staan.

In de twee onderstaande tabellen vindt u de huidige samenstelling van onze obligatieportefeuilles weergegeven. De looptijd van onze portefeuille ligt net onder de 7 jaar, en het lopende rendement ligt net onder de 4%. Sinds het begin van dit jaar heeft een dergelijke portefeuille een rendement behaald van 12,5%.

Erwin Deseyn

Duration	Tools	2010 Performance	Portfolio Allocation	
7.2 year	Government Bonds at Work	11.14 %	20 %	
1.25 year	Cash	6.69 %	5 %	
7 year	Corporate Bonds at Work	11.94 %	60 %	
4.9 year	Pictet Global Emerging Govies	21.57 %	10 %	
3.7 year	Norwegian Government Bond	10.48 %	5 %	2010 Performance
6.37 years	Client Portfolio			12.5 %

Duration	Tools	Running Yield to Maturity	Portfolio Allocation	Weighted Running Yield
7.2 year	Government Bonds at Work	2.3 %	20 %	0.46 %
1.2 year	Cash	1.2 %	5 %	0.06 %
7 year	Corporate Bonds at Work	4.13 %	60 %	2.46 %
4.9 year	Pictet Global Emerging Govies	6.52 %	10 %	0.65 %
3.7 year	Norwegian Government Bond	2.32 %	5 %	0.15 %
6.37 years	Client Portfolio			3.78 %



Erwin Deseyn, Fund Manager Fixed Income Funds

16 jaar ervaring in vermogensbeheer
Licentiaat Economie

Sinds 1999 is Erwin Deseyn werkzaam bij CapitalatWork. Hij beheert, samen met Paul Smets, de vastrentende fondsen: Corporate Bonds at Work, Government Bonds at Work, Inflation at Work en Cash+ at Work. Erwin Deseyn is verantwoordelijk voor het obligatiebeleid binnen CapitalatWork.

Novartis en Roche: onderschatte concurrerende voordelen.



De farmaceutische sector bevindt zich in een fundamentele positieve basistrend. Verwacht wordt dat deze sector, die wordt voortgestuwd door 1) de vergrijzing, 2) de nieuwe lagen van de bevolking die toegang krijgen tot de gezondheidszorg en 3) het steeds groter wordende aantal mensen dat lijdt aan chronische ziekten of ziekten die gerelateerd zijn aan eetgewoonten, in 2010 zal groeien met 4 tot 6%. Deze sector wordt daarbij geholpen door een herneming van de activiteit in de Verenigde Staten en door de dynamiek in de groeilanden.

De omzetgroei, gebaseerd op de waarde van de geneesmiddelen, is de voorbije jaren echter afgenomen. Dit is het gevolg van enerzijds vervallen patenten op erg succesvolle geneesmiddelen en anderzijds de vervanging hiervan door generieke producten, maar ook, weliswaar meer recent dan, door de economische crisis en de druk op de prijzen in een aantal landen. Deze problemen zijn niet verdwenen. Een aantal groepen beschikken echter over de nodige troeven om deze problemen het hoofd te bieden, iets wat de beleggers blijkbaar vaak niet begrijpen of waar zij zelfs geen aandacht voor hebben.

Het merendeel van de grote spelers genereert zeer veel free cashflow. Echter hun resultaten op de beurs volgen niet. De koersschommelingen worden immers erg vaak bepaald door informatie over het geheel van de producten in ontwikkeling, de

“pijplijn” genoemd, of door radicale maatregelen om kosten te besparen, en houden onvoldoende rekening met de fundamentele kwaliteiten van de ondernemingen.

Bij de keuze van een farmaceutisch aandeel wordt vaak gekeken naar de pijplijn van producten in ontwikkeling en vooral dan naar hun potentieel op het vlak van omzet. De analisten kwalificeren die pijplijn dan als “goed gevuld” of “veelbelovend”. Wij mogen echter niet vergeten dat diezelfde analisten, die vaak een opleiding als apotheker hebben genoten, tot minder dan twee jaar geleden bij de waardering van het aandeel geen rekening hielden met het omzetspotentieel van de pijplijn, terwijl de hele sector op de beurs klappen kreeg als gevolg van de steeds groter wordende dreiging van de generieke geneesmiddelen. De vraag of de omzetprognoses van een molecule in fase 3 (d.i. het verst gevorderde ontwikkelingsstadium) niet in het waarderingsmodel zou moeten worden opgenomen, is dan ook terecht. De waarschijnlijkheid dat een geneesmiddel in fase 3 op de markt komt, is immers veel groter dan deze voor een geneesmiddel in fase 2. De goedkeuring door de gezondheidsdiensten of het commerciële succes kan echter op geen enkele manier worden gewaarborgd. Dimebon, een geneesmiddel van Pfizer voor de behandeling van de ziekte van Alzheimer, zat in fase 3 en kon eind 2009 goede klinische resultaten voorleggen. Sommigen raamden de omzet uit

dat product al op zo'n 3 miljard dollar. Het project werd echter enkele weken geleden afgevoerd omdat niet kon worden aangetoond dat het product beter werkte dan een placebo. Dit voorbeeld is jammer genoeg geen uitzondering. Waarom dan zoveel belang hechten aan de 'pijplijn', waarin weliswaar bronnen van toekomstige groei kunnen zitten, maar waarvan de waardering tegelijkertijd ook een zuiver hypothetische variabele is?

Wij gaan in dit artikel dieper in op Novartis en Roche, twee Zwitserse ondernemingen met een behoorlijk verschillend profiel, maar wel allebei ondernemingen die concurrerende voordelen bieden die, los van hun respectievelijke pijnlijken, borg lijken te staan voor de duurzaamheid van hun "business model" en voor zichtbaarheid op het vlak van het genereren van toekomstige free cashflow.

Novartis is een bedrijf die de vruchten plukt van een dubbele diversificatie. In de eerste plaats op het vlak van de activiteiten: de onderneming is immers actief in de sector van de merkgeneesmiddelen, maar heeft daarnaast ook vaccins, generieke geneesmiddelen onder de merknaam Sandoz, diergeneeskundige producten, voorschrijfvrije of "over-the-counter" geneesmiddelen en is, ten slotte, met Ciba Vision en de overname van Alcon ook actief in de oogheelkunde. Binnen de farmaceutische divisie, die eind 2009 goed was voor zo'n 65% van de groepsomzet, heeft Novartis geneesmiddelen voor tal van pathologieën zoals oncologie, cardiologie, neurologie, geneesmiddelen voor het ademhalingsstelsel, het immuunstelsel of voor besmettelijke ziekten.

De concurrentie van de generieke geneesmiddelen zal ook Novartis niet sparen. Het patent van Diovan, het geneesmiddel tegen hoge bloeddruk dat in 2009 goed was voor een omzet van meer dan 6 miljard dollar, vervalt in 2011 in Europa en in 2012 in de Verenigde Staten. In de oncologie is er Glivec, het tweede belangrijkste product van de groep, voor de behandeling van een bepaald type leukemie, waarvan het patent in 2015 zal vervallen, met als gevolg het eroderen van de omzet van 4 miljard. Het risico van de generieke producten zit echter al geruime tijd in de koersen verrekend. Dat is niet het geval voor de omzet van nieuwe producten die Novartis meer dan drie jaar geleden heeft gelanceerd en die, vandaag de dag, de omzet uit Diovan volledig goedmaken. Eén van die producten, Tasigna, een molecuule van de nieuwe generatie, wordt voorgesteld als de opvolger van Glivec en zou niet alleen efficiënter zijn dan dit laatste maar ook efficiënter dan de producten van de concurrentie, zoals Sprycel van Bristol Myers Squibb. Het idee was om tegen 2015 het ene door het andere te vervangen en dat verloopt volgens plan aangezien Tasigna zowel in de Verenigde Staten als in Europa als eerste keuze werd goedgekeurd.

Laten we hierbij ook de vaccins niet vergeten. Deze sector kent een tweecijferige groei. Novartis plukt nog steeds de vruchten van de verkoop van vaccins tegen de H1N1-griep tijdens het eerste halfjaar van 2010, maar ook van de verkoop van Menveo, tegen meningitis, een product dat onlangs in Europa en de Verenigde Staten werd goedgekeurd. De groep heeft beslist om over een periode van vijf jaar ongeveer één miljard dollar te investeren in een fabriek in China voor de productie van vaccins op basis van cellen, een productietechniek die niet alleen sneller maar ook goedkoper is dan productie op basis van eieren.

De aanwezigheid van Novartis, via haar divisie Sandoz, in de sector van de generieke merkgeneesmiddelen maakt dat de onderneming sterker staat in de groeiende landen waar de instellingen die instaan voor de terugbetaling van de gezondheidszorgen nauwelijks of niet ontwikkeld zijn. De patiënt betaalt over het algemeen zelf de behandeling, wat meteen ook zijn belangstelling voor de

minder dure geneesmiddelen verklaart. Het bestaan van illegale generieke producten, die in clandestiene laboratoria worden gemaakt, zet patiënten ertoe aan om te kiezen voor generieke merkgeneesmiddelen die zekerheid bieden over de kwaliteit van de producten. Sandoz heeft zich bovendien toegelegd op een aantal kleinere en gerichte overnames, zoals met Ebewe Pharmaceuticals, gespecialiseerd in injecteerbare generieke producten tegen kanker, om sterker te staan in de ziekenhuismarkt, of zoals met Oriol Therapeutics dat drie nieuwe generieke producten voor de luchtwegen in ontwikkeling heeft. Een laatste terrein, ten slotte, waarop in het segment van de generieke producten slag wordt geleverd, is dat van de "biosimilars" of biologisch gelijkwaardige geneesmiddelen, kopieën van biologische moleculen die moeilijk kunnen worden vervangen. De omzet van Sandoz in dit segment is in het eerste kwartaal met 81% gestegen.

De Consumer-divisie, die veel gevoeliger is voor de conjunctuur, zou de vruchten moeten plukken van een herneming van de wereld-economie. Nadat de overname van Alcon is afgerond, zal er een divisie oogheelkunde worden gecreëerd waarin de activiteiten van Alcon, die van Ciba Vision evenals geneesmiddelen voor de oogheelkunde zullen worden ondergebracht.

In tegenstelling tot een aantal concurrenten die hebben geopteerd voor wat op het eerste zicht veeleer lijkt op noodmaatregelen om kosten te besparen en op diversificatie door overnames, heeft Novartis de voorbije maanden niet stilgezeten om de grote dreiging, die de generieke geneesmiddelen vormen, aan te pakken. Naast de hierboven al vermelde argumenten heeft de groep in 2007 reeds maatregelen genomen om de kosten te drukken: het Forward-programma, dat tegen eind 2010 meer dan 1,6 miljard dollar aan besparingen moest opleveren. Deze doelstelling werd al in het eerste halfjaar van 2009 overschreden. De overname van Alcon waarvan de operationele marge groter is dan die van Novartis zal een positief effect hebben op de winstgevendheid van de groep, mede dankzij de synergieën op het vlak van de kosten. Deze elementen versterken ons geloof in de capaciteit van de groep om veel liquide middelen te genereren en om zijn schuldenlast snel af te bouwen. En dan hebben we het nog niet gehad over de pijnlijken en de 135 projecten in ontwikkeling, waaronder 58 nieuwe moleculen...

Roche, daarentegen, heeft een heel ander profiel maar is daarom zeker niet minder interessant! Roche beschikt over een grote portefeuille met recente biologische producten waarvoor het generieke risico nog even uitblijft. De eerste patenten op belangrijke producten vervallen pas in 2018. Zal de omzetsdaling daar even groot zijn als de omzetsdaling die wij nu al voor bepaalde scheikundige moleculen kunnen zien? Zeer zeker niet! De instapdrempel voor biologische producten is erg hoog. Om goedgekeurd te worden, moeten biosimilars, net als klassieke moleculen, in verschillende klinische testfasen worden gevalideerd, en dat voor iedere indicatie. De ontwikkeling van dit soort generieke producten duurt dus lang en is heel wat duurder en risicovoller dan de ontwikkeling van een scheikundig generiek product. Het leeuwendeel van de producten van Roche zijn bovendien monoklonale antilichamen. En vandaag de dag is er geen enkel biosimilar dat een monoklonaal antilichaam in ontwikkeling heeft! Alleen Genmab heeft geprobeerd om een product van Roche na te maken, zonder succes overigens.

Ongeveer 45% van de omzet uit geneesmiddelen van de groep is afkomstig van drie geneesmiddelen tegen kanker, namelijk Avastin, Herceptine en Mabthera/Rituxan. Wetende dat de penetratiegraad van deze producten in de doelpopulatie van patiënten al erg hoog is, stelt zich de vraag van mogelijke toekomstige groei voor deze producten. De ontwikkelingsstrategie van Roche is ge-

baseerd op de uitbreiding van de indicaties voor de bestaande moleculen, wat op het vlak van onderzoek en ontwikkeling heel wat minder risico's inhoudt en ook goedkoper is.

Zo werd Mabthera/Rituxan, voor de behandeling van een bepaald type lymfoom, goedgekeurd voor de behandeling van chronische leukemie bij volwassenen, goed voor een derde van de gevallen van leukemie in de Verenigde Staten.

Er is niet alleen de grotere visibiliteit met betrekking tot de omzet uit bestaande producten ten opzichte van andere spelers uit de sector. Daarnaast heeft Roche nog aangekondigd dat de onderneming een partnership met Halozyme is aangegaan voor de ontwikkeling van subcutane versies van haar biologische producten. Vijf ontwikkelingen lopen, waaronder de subcutane versie van Herceptine (borstkanker) en van Mabthera (lymfoom). In de productie-eenheden van Roche werd 190 miljoen Zwitserse frank geïnvesteerd voor de productie van systemen voor zelftoediening van biologische producten. Indien dit partnership tot resultaten leidt, zal de groep de levensduur van zijn producten kunnen verlengen tot voorbij het moment waarop de patenten vervallen en wel om de volgende drie redenen. Het is in de allereerste plaats een snelle en relatief goedkope techniek aangezien de injecties door een thuisverpleegster of door de patiënt zelf worden toegediend, net zoals voor een insulinebehandeling. Dat betekent dat ook de stelsels van de gezondheidszorg kunnen besparen. Ten tweede: voor de injecties wordt gebruik gemaakt van kleine naalden, die geen pijn veroorzaken en dus niet te onaangenaam zijn voor de patiënt. De subcutane toediening zou daardoor de voorkeur krijgen boven de klassieke intraveneuze toediening. Daarmee is het gebruik van de producten van Roche nog enige tijd gewaarborgd, tot er een behandeling komt waarvan de efficiëntie een teruggrijpen naar intraveneuze toediening rechtvaardigt. Deze technologie zou ten slotte in combinatie met de producten van Roche kunnen worden gepatenteerd, waardoor deze tot 2024 zouden kunnen worden beschermd.

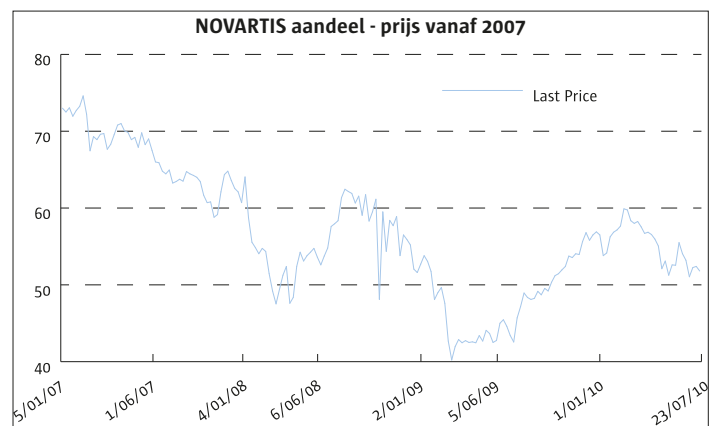
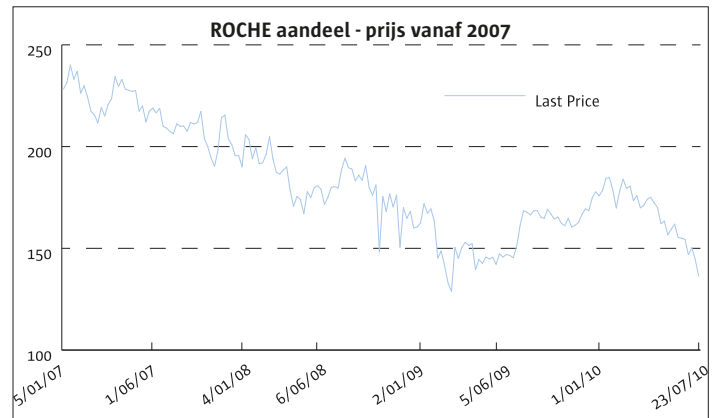
En ook hier zijn wij niet dieper ingegaan op de aspecten 'research' en 'development' van deze onderneming, die onlangs door de overname voor een bedrag van 44 miljard dollar van de aandelen van Genentech die Roche nog niet in handen had, werden gerationaliseerd. De R&D-afdeling, die in 2009 over iets minder dan 10 miljard Zwitserse frank kon beschikken, heeft nog enkele jaren de tijd om de opvolgers te creëren die voor toekomstige groei moeten zorgen.

Eén van de meest voor de hand liggende pistes is de synergie met de diagnostische divisie – goed voor 20% van de omzet van de groep – om gepersonaliseerde behandelingen, of theranostics, een samentrekking van "therapy" en "diagnostics", te ontwikkelen. Ze kunnen worden gebruikt om moleculaire anomalieën bij ziekten te detecteren (die vervolgens worden ondergebracht in een subcategorie waarvoor specifieke behandelingen worden ontwikkeld) en om na te gaan welke de meest doeltreffende behandeling is voor de ziekte die bij een patiënt werd gediagnosticeerd.

Een blik op de balans leert dat de financiële gezondheid van de groep goed is. Roche wou de schuld van 40 miljard Zwitserse frank die voor de overname van Genentech werd aangegaan te-

gen het einde van dit jaar met 20% verminderen. Aangezien er zeer veel free cashflow werd gegenereerd – meer dan 10 miljard Zwitserse frank in 2009 – werd deze doelstelling al in het tweede kwartaal van 2010 gehaald. Tegen dit ritme lijkt het erop dat het doel om in 2015 opnieuw een cashoverschot te boeken, makkelijk zal worden gehaald. Na jarenlang te hebben geïnvesteerd in productiecapaciteit voor biologische geneesmiddelen en in diagnostics, loopt de investeringscyclus van Roche nu op zijn einde. De afbouw van de investeringen zal de komende jaren het genereren van cashoverschotten ten goede komen.

Wij hadden het kunnen hebben over de kwaliteit van de pijplijn van deze ondernemingen, ondernemingen die zich beide focussen op grote medische noden die nog niet zijn afgedekt. Maar het spreekt voor zich dat ook zij niet veilig zijn voor nieuwe mislukkingen met producten in de pijplijn, net zoals dat onlangs nog het geval was met ocrelizumab, een geneesmiddel van Roche tegen artritis, of met ASA404 voor longkanker van Novartis. Wij gaan dan ook bij voorkeur uit van ons vertrouwen in (en onze waarderingen van) de bestaande, tastbare concurrerende voordelen en een heldere strategie. In deze optiek, die een diepgaande analyse van de business models veronderstelt, vormt de pijplijn, wanneer die daadwerkelijk resultaat oplevert, de kers op de taart.



Lionel Brouhier



Lionel Brouhier, *Financial Analyst*

Licentiaat Handelswetenschappen
Tweede kandidatuur CFA opleiding

Lionel Brouhier vervoegde in 2007 CapitalatWork als financieel analist. Hij richt zich vooral op de financiële analyse van de bedrijven waarin we investeren in de volgende sectoren: gezondheid, luxe, sportuitrustingen en dranken.

Gratis vererving van het familiebedrijf.

De beslissing omtrent de opvolging van het familiebedrijf is een scharniermoment in het leven van de bedrijfsleider. Men hecht terecht veel aandacht aan de familiale en financiële aspecten, alsook aan de fiscale gevolgen van deze belangrijke gebeurtenis.

Maar wat als de bedrijfsleider nog niet toekomt aan een definitieve overdracht van het bedrijf omdat de opvolgers nog te jong zijn, of ze (nog) geen interesse vertonen. Ofwel voelt de overdrager zich zelf nog niet klaar voor deze grote stap, en wenst men bovendien nog enkele jaren actief te blijven.

Eén fiscaal aspect noopt de overlater echter tot enige spoed: het gevaar voor successierechten. De successierechten in hoofde van de kinderen lopen op tot 27% in Vlaanderen, zelfs tot 30% in Brussel en Wallonië. Indien men geen rechtstreekse afstammelingen na-laait, dan bedragen de successierechten gemakkelijk het dubbele. In het verleden moest men vaak het gezond familiebedrijf verkopen om de successiebelasting te kunnen betalen, of waren de erfgenamen verplicht gedurende jaren de winst aan te wenden voor de voldoening van de successierechten, beide scenario's met negatieve gevolgen voor het bedrijf en... de werkgelegenheid.

De wetgever heeft al enige tijd geleden voorzien in een zeer voordelige regeling met betrekking tot de erfrechtelijke overgang van een familiale onderneming (eenmanszaak/vennootschap). Onder bepaalde voorwaarden is het toepasselijk successietarief 0% in Vlaanderen en Wallonië en slechts 3% in Brussel.

Het bewust artikel 60bis W.Succ. is stof tot schrijven van een boek maar hieronder volgt een poging om beknopt de kern weer te geven. Telkens maken we ook melding van eventuele regionale afwijkingen op de algemene regeling.

1. Welk Gewest?

Om te weten welke gewestelijke regeling van toepassing is, moeten we kijken naar de laatste hoofdverblijfplaats van de overleden bedrijfsleider. Waar het bedrijf zelf gevestigd is, heeft geen belang. Zolang de zetel van werkelijke leiding zich in één van de lidstaten van de Europese Unie bevindt, kan de regeling toepassing vinden.

2. Verwantschap.

De toepassing van dit voordeeltarief vereist geen specifieke verwantschap. Een kinderloze bedrijfsleider kan de onderneming overlaten aan een neef tegen hetzelfde voordelig tarief als iemand met kinderen die het familiebedrijf opvolgen.

3. Jaarrekening.

De vennootschap of onderneming komt slechts in aanmerking voor de vrijstelling voor zover er jaarlijks een jaarrekening wordt opgemaakt die ook aangewend wordt om de aangifte in de inkomstenbelasting te verantwoorden.

4. Continuïteit van de exploitatie.

De hoofdactiviteit van de onderneming moet in alle regio's gedu-

rende 5 jaar na het overlijden voortgezet worden. De verkrijger is echter niet verplicht om de exploitatie persoonlijk verder te zetten, een verkoop aan derden is dus mogelijk. Men dient op te merken dat die koper dan de voorwaarden zoals hier besproken verder zal moeten naleven. Veiligheidshalve zal men in de verkoopsovereenkomst de koper verplichten om de voorwaarden van 60bis W.Succ. verder na te leven. Die extra voorwaarden die de koper op zich neemt, zullen zich wel vertalen in de verkoopprijs van de onderneming. Het is niet onlogisch dat de koper een neerwaartse prijsaanpassing toepast op de waarde van de aandelen/het bedrijf. Enkel in het Brussels Gewest vereist men daarenboven dat de activiteit op het Belgisch grondgebied verdergezet wordt. Men gaat ervan uit dat dit een voorwaarde is die niet helemaal strookt met de Europese regelgeving, en het zou ons niet verwonderen dat het Brussels Gewest die extra voorwaarde ooit zal moeten laten vallen.

5. Voorwerp.

De soort activiteit van de onderneming speelt weinig of geen rol. Zolang het een nijverheids-, handels- ambachts-, landbouwactiviteit of zelfs vrij beroep of holdingvennootschap betreft, komt men in aanmerking.

6. Aandelenbezit.

Het moet gaan om een "familiale onderneming" wat betekent dat men 50% of meer van de onderneming bezit. Het kan een geruststelling zijn dat die participatievoorwaarde bekeken wordt op gezinsniveau, met andere woorden ook de aandelen van de ouders van de erflater of de echtgenoot, (schoon)kinderen, broers en zussen tellen mee om de 50% grens te halen. In Wallonië ligt die participatievereiste op 10%, Brussel vereist een minimum van 25%.

7. Tewerkstelling.

Hoewel het opzet van deze wetgeving gedeeltelijk terug te vinden was in het ondersteunen van de werkgelegenheid, is er op vandaag geen of slechts een beperkte tewerkstellingsvoorwaarde!

In Brussel en Wallonië is er sinds jaar en dag geen minimum tewerkstelling vereist, maar gedurende 5 jaar na het overlijden moet 75% van de bestaande tewerkstelling op datum van overlijden van de bedrijfsleider, behouden blijven. Vlaanderen heeft de strengste regeling wat betreft de tewerkstellingsvoorwaarde. Om het voordeeltarief te verkrijgen, moet de onderneming minimum een half miljoen euro aan loonlasten betaald hebben gedurende de laatste 3 jaar voor overlijden van de zaakvoerder. Bovendien blijft dit nultarief slechts behouden indien na het overlijden, het bedrag aan loonlasten, vermenigvuldigd met 5/3, gedurende 5 jaar gelijk blijft. Op zijn minst opmerkelijk is dat Vlaanderen eind vorig jaar bij wijze van crisismaatregel de voorwaarde naar werkgelegenheid via het Successiedecreet tijdelijk volledig heeft afgeschaft voor overlijdens tot en met 31 maart 2011 (Vlaams Decreet 18/12/2009)!

8. Kapitaalbehoud.

De tariefverlaging tot 0% respectievelijk 3%, kan slechts indien er gedurende 5 jaar na het overlijden geen belangrijke wijzigingen optreden in de eventuele dividenduitkeringen of managementvergoedingen. Zogenaamde rekening couranten mogen niet uitgekeerd worden, noch mag het kapitaal verminderd worden. Tenzij er economisch verantwoorde redenen zijn om toch dergelijke wijzigingen door te voeren, moeten de erfgenamen dus een status quo situatie aanhouden gedurende 5 jaar.

9. Tarief.

Als al deze bovenstaande voorwaarden vervuld worden, kunnen diegene die het familiebedrijf erven het artikel 60bis W.Succ. inroepen. In Wallonië en Vlaanderen betalen zij dan 0% successierechten op de waarde van het familiebedrijf. Het Brusselse Gewest rekent 3% aan hetgeen nog altijd veel goedkoper is dan de gangbare tarieven van het successierecht.

Al bij al een zeer voordelige successieregeling want, de erfgenamen verkrijgen het familiebedrijf gratis, de continuïteit van de onderneming is gewaarborgd en alle werknemers behouden hun job.

Maar is dat wel zo eenvoudig?

Aandelen aan toonder.

De regeling vereist dat de erfgenamen aantonen dat gedurende een ononderbroken periode van 3 jaar voor het overlijden, de erf-

later eigenaar geweest is van een bepaald percentage (10% in Wallonie, 25% in Brussel en 50% in Vlaanderen) van de aandelen of van de onderneming. Stel nu dat we spreken over een NV met aandelen aan toonder die naar oude gewoonte in de kluis vertoefden met uitzondering van enkele aandelen waarmee men jaarlijks verscheen op de Algemene Vergadering. Hoe kan men als erfgenaam dan het bewijs leveren dat de aandelen ononderbroken in familiehanden waren?

Dit potentieel bewijsprobleem zal zichzelf oplossen gezien de wetgever beslist heeft de aandelen aan toonder af te schaffen tegen uiterlijk 2013. Tot die tijd raden we aan om de aandelen om te zetten in aandelen op naam of te verschijnen op de Algemene Vergadering met meer dan het minimum vereiste percentage van de aandelen.

Werkgelegenheid.

Het betaalde bedrag aan loonlasten moet gedurende 5 jaar behouden blijven (x 5/3). Op zich geen onoverkomelijk probleem voor een bedrijf met slechts enkele medewerkers en een stabiele omzet. Maar wat met cyclische sectoren, waar veel werknemers in dienst zijn, en de werkgelegenheid afhangt van onstabiele factoren...

Door de crisis kunnen veel kmo's die werkgelegenheid niet meer handhaven, en riskeren ze successierechten te moeten betalen, naast de problemen tengevolge van het overlijden van de bedrijfsleider. En dit in crisistijden.

Vincent Lambrecht

CONCLUSIE

Op vandaag zijn weinig bedrijfsleiders zich bewust van het feit dat niet alleen hun exploitatievennootschappen, waar er per definitie een commerciële activiteit uitgeoefend wordt, vrijgesteld kunnen zijn van successierechten; maar ook hun zogenaamde patrimoniumvennootschappen. Zelfs indien er niemand tewerkgesteld is in die vennootschappen. De voordelige regeling met betrekking tot de familiale onderneming is echter énkél een fiscale gunstmaatregel en biedt op zich geen antwoord op uw opvolgingsproblematiek binnen het familiaal bedrijf. Daarnaast bestaan er tot op de dag van vandaag nog enkele voorwaarden die in de praktijk soms moeilijk houdbaar zijn, denk maar aan de bewijsvoering omtrent de eigendom van toonderaandelen. Met andere woorden het nultarief is veeleer een "airbag": het is goed dat de mogelijkheid bestaat, maar hopelijk zal u als bedrijfsleider het nooit nodig hebben. Het feit dat men (tijdelijk) de hete adem van de fiscus niet langer in de nek voelt, geeft de bedrijfsleider het comfort om op een gestructureerde en doordachte wijze de opvolging te regelen. Laat u bijstaan door een gespecialiseerd vermogensplanner, want in de drie gewestelijke regio's bestaan er zeer soepele schenkingstechnieken die het mogelijk maken om successierechten te vermijden, tegen een minimale kostprijs (0% à 7%), zonder bijkomende voorwaarden! Desgewenst kan de overlater nog (levenslang) aan het roer van het familiebedrijf blijven, via technieken zoals schenking met voorbehoud van vruchtgebruik of schenking gecombineerd met een burgerlijke maatschap.



Vincent Lambrecht, Legal Advisor - Estate Planner

Licentiaat Rechten
Fiscale Wetenschappen
Personal Financial Planner (BVB)

Sinds juni 2007 is Vincent Lambrecht werkzaam bij CapitalatWork. Vincent Lambrecht adviseert en assisteert onze cliënten in het volbrengen van hun persoonlijke estate planning. In het bijzonder is Vincent Lambrecht gespecialiseerd in het begeleiden van de opvolging van familiale ondernemingen.



Kaat Lauwers, Legal Advisor - Estate Planner

8 jaar ervaring in Estate Planning
Licentiaat Rechten
Licentiaat Notariaat aan de U.L.B.

Kaat Lauwers vervoegde in 2005 CapitalatWork. Kaat Lauwers adviseert en assisteert onze cliënten in het volbrengen van hun persoonlijke estate planning. In het bijzonder is Kaat Lauwers gespecialiseerd in familiaal vermogensrecht en erfrecht.

Contouren voor een vernieuwd fiscaal evenwicht?

Fiscale uitdaging voor de nieuwe regering.

Een vernieuwd fiscaal evenwicht; niets minder dan dat staat op de agenda van de volgende federale regering. In de eerste plaats wat betreft de noodzakelijke fraudebestrijding - informatieverwerving enerzijds en de rechten van de belastingplichtigen anderzijds; in de tweede plaats, wat betreft de vrijwaring van de budgettaire inkomsten in een snel vergrijzende samenleving getekend door de gevolgen van de financiële crisis.

Fraudebestrijding - charter van de belastingplichtige.

Zowel aan de zijde van de fraudebestrijdende overheden als aan de zijde van de belastingplichtigen lopen de frustraties hoog op. Vermeende grote fraudedossiers zouden onbestraft blijven, goed bedoelde fiscale onderzoeken deinen nodeloos lang en breed. Anderzijds worden burgers en ondernemers die van fiscale vergissingen worden verdacht als misdadigers strafrechtelijk vervolgd, creëert BBI-optreden toenemende onzekerheid op terreinen waar de zekerheid belangrijk is zoals bij de zogenaamde fiscale regularisaties. Kortom, een vernieuwd evenwicht op het vlak van de fraudebestrijding dient te worden gevonden.

Aanpassing bankgeheim – vernieuwd kader voor regularisatie.

Een evolutie wat betreft de mogelijkheden voor informatieverwerving voor de fiscus dient zich aan. België kent vandaag het zogenaamde “bankgeheim” als uitgangspunt. Hierdoor staat ons land internationaal zichtbaar aan de zijlijn, een aanpassing dringt zich op. Wie de Belgische regels terzake kent, weet dat het Belgisch bankgeheim een relatief begrip is. Zo is het nagenoeg onbestaande wat betreft de successierechten en vervalt het indien de bezwaarprocedure wordt aangevat. Vandaar de noodzaak te komen tot een “copernicaanse omwenteling”: het principe van het bankgeheim wordt omgedraaid naar een principiële mogelijkheid om voor de belastingdiensten bepaalde inlichtingen te bekomen bij de financiële instellingen. Een evenwichtig kader hiervoor kan er toe leiden dat ten gronde niet veel hoeft te veranderen: of nog, een uitgehold bankgeheim hoeft niet ver af te staan van een met gepaste bescherming omkaderde mogelijkheid tot informatieverwerving. Vereist is dat de bankinlichtingen enkel kunnen gevraagd worden (I) in gevallen van concrete fraudeaanwijzingen, (II) aan een specifieke bank, met betrekking tot bepaalde verrichtingen van een specifieke belastingplichtige, (III) met de nodige procedurebescherming, en (IV) na kennisgeving aan de betrokken belastingplichtige.

Een dergelijke belangrijke ommezwaai wat de controlebevoegdheid betreft, verdient een passende begeleidende maatregel. Vandaar de noodzaak in parallel een vernieuwde “inkeerregeling”

voor belastingplichtigen in te voeren, die daardoor in het reine kunnen komen met hun fiscale verleden. Of nog, een nieuwe (tijdelijke) regularisatiemogelijkheid voor tevoren ontdoken kapitalen, aan redelijke tarieven (zo niet is de regeling dode letter) en zonder aansluitend risico voor witwas- en andere vervolgingen. Ook de huidige, budgettaire noden duiden in die richting: door regularisatie ontstaat een dubbel budgettair voordeel: een eerste maal bij de regularisatie zelf en vervolgens door jaarlijkse belastingheffing op de inkomsten op deze bekende kapitalen.

Depenalisering gewone fiscale fraude - uitbreiding minnelijk schikking.

Ook wat betreft de wijze waarop fraudedossiers onderzocht en vervolgd worden, dringt zich een actualisering van de huidige regels op. Veel van de frustraties vloeien voort uit de constante vermenging van een louter administratieve en een strafrechtelijke fiscale vervolging. Het punt is namelijk dat elke intentionele fiscale overtreding thans automatisch een strafrechtelijk misdrijf uitmaakt. Het is naar mijn oordeel dan ook zeer redelijk dat, zoals blijkt uit het rapport van het Rekenhof, de BBI er voort opteert niet alle fraudedossiers zomaar door te spelen aan het parket.

Ook de Parlementaire onderzoekscommissie naar de grote fraudedossiers komt tot de vaststelling dat de fiscale en de strafrechtelijke vervolging en beteugeling van fraude uit elkaar moeten worden gehaald. Ofwel onderzoekt de administratie (de BBI), ofwel het parket, maar niet meer beide samen. Dit wordt de “una via”- regeling genoemd. De parlementaire oplossing (met grote meerderheid goedgekeurd als principe!) bestond er in aan de administratie dan maar een aantal politionele bevoegdheden te gaan verlenen. Recent werd trouwens een huiszoekingsmogelijkheid voor de fiscus in bedrijfslokalen ingevoerd...

Een expertengroep (ondergetekende inclus) aangesteld door de regering voor “de actualisering van het charter van de belastingplichtige”, kwam tot een andere bevinding: het heeft geen zin de “gewone” fraude strafrechtelijk te behandelen. Bij gewone fraude is het voornamelijk de recuperatie van de ontdoken belasting die beoogd wordt, plus een afschrikkende boete. Een strafrechtelijke veroordeling heeft in de meeste gevallen geen toegevoegde waar-

de, eens het fiscale leed hersteld is. Vandaar het coherente voorstel om de gewone fiscale fraude te depenaliseren. Een misdrijf zou voortaan nog de grotere georganiseerde fraude zijn, waar strafrechtelijke bestraffing wel maatschappelijke toegevoegde waarde heeft.

Het studiewerk in die richting is aan de gang. Aan de nieuwe regering om knopen door te hakken. Zonder daarbij de invoering van een "verruimde minnelijke schikking" als noodzakelijk werkinstrument te vergeten. Wat baat een fiscaal strafproces eens er een dading werd gesloten met de BBI en de verschuldigde belasting betaald werd? Het verdient aanbeveling dat men met BBI en parket tot een akkoord komt inzake belastingheffing en eventuele boete, de verschuldigde bedragen betaalt en dat de rechtbank en onderzoeksrechter hierdoor bevrijd worden van het dossier. De nodige wettekst werd hiertoe reeds uitgewerkt en goedgekeurd door het college van procureurs-generaal. De minnelijke schikking werkt een snelle afwikkeling in de hand die goed is voor de ondernemer en de fiscus, leidt tot dadelijke en effectieve inning van de gevorderde bedragen en vermijdt dat het dossier vastloopt in procedures. Zij is in strafzaken enkel denkbaar na zogenaamd "schadeherstel", maar dat is nu precies waar de fiscale dading toe leidt.

Welke belastbare grondslag in een vergrijpde samenleving?

Het is bekend dat drie oorzaken van federale budgettaire tekorten zich vandaag samen sterk doen voelen.

Ten gevolge van de Sint-Michiels akkoorden verhoogt de omvang van de middelen die toevloeden aan de gewesten en de gemeenschappen gestaag en combineert men op het federale niveau verminderde middelen met het instaan voor diverse, conjunctureel beïnvloede uitgaven.

Ten gevolge van de vergrijping ontstaat een opwaartse druk op heel wat overheidsuitgaven. Minder bekend is dat de vergrijping ook de fiscale ontvangsten doet dalen: naarmate een groter aantal landgenoten de pensioenkaap overschrijdt, wijzigt hun inkomsten en bestedingsprofiel op een wijze die hun totale fiscale bijdrage doet dalen. In een studie aan de KULeuven trachten wij dit laatste gegeven thans te kwantificeren.

Tot slot zijn er uiteraard de uitwassen van de financiële crisis. In diverse economische middens wordt gesteld dat een totale inspanning van 22 mia Euro vereist is en dat het redelijk zou zijn deze voor één derde met bijkomende belastingen en voor twee derden met besparingen te ondervangen. Op zich zijn dit delicate uitspraken. Iedereen weet dat bepaalde regeringscoalities graag vernemen dat bijkomende heffingen aanvaardbaar zouden blijken, om daarbij de besparingsinspanning te beperken...

Dat bijkomende fiscale heffingen niet tot een verzwaring van de druk op arbeid mogen leiden, wordt door elkeen onderschreven. Een herdenking van de totale last op arbeid moet wellicht aan de orde zijn. Interessant zijn in dat kader de ideeën door enkele academici geopperd, en door belangrijke spelers in het debat zoals Mevrouw Laurette Onkelinx (PS) niet van de hand gewezen, om het geheel van de sociale bijdragen en de belastingen op de salarissen te amalgameren, en binnen deze verruimde financiële massa tot een grotere aanpassingsflexibiliteit te komen.

Ook moet men werk maken van het herdenken van de fiscaliteit van de tweede pensioenpijler. De noodzakelijke verlenging van

de beroepsloopbaan, minstens tot de klassieke pensioenleeftijd van 65 jaar moet fiscaal worden aangemoedigd. Met andere woorden, elke gunstregeling voorafgaand aan de leeftijd van 65 jaar, moet kritisch worden herbeoordeeld. Ook dient een "life cycle taxation" systematiek te worden doordacht. De verlenging van de levensverwachting leidt er immers toe dat het opnemen van de pensioenrechten onder de vorm van een rente in plaats van een kapitaal steeds meer aan de orde kan zijn.

Op het vlak van de vennootschapsbelasting valt budgettair niet veel te rapen. Deze brengt thans zo ongeveer 9 mia Euro op in het totaal. Geen basis dus voor grote bijkomende heffingen, deze zouden manifest disproportioneel zijn. Belangrijke onderdelen van de vennootschapsbelasting zijn overigens Europees gedreven, of vormen noodzakelijke onderdelen om onze positie wat betreft de fiscale concurrentie tussen de EU lidstaten te vrijwaren. Een vermogensbelasting moet worden afgewezen om diverse redenen die een uiteenzetting op zich vereisen. In het kort, wij kennen reeds diverse verschijningsvormen van verkapte vermogensheffingen, de invoering en inning zijn erg inefficiënt, de negatieve effecten al te groot...

Nadat ondergetekende een aantal maanden geleden suggereerde dat een studie van de vermogensrendementsheffing misschien van nut kon zijn (suggestie in het SPa verkiezingsprogramma overgenomen), moet men vandaag, na afronding van die studie, besluiten dat een vermogensrendementsheffing niet te verkiezen is. In een dergelijk stelsel bepaalt men de omvang van het vermogen, en past men een heffing toe op een forfaitair percentage (bv 3%) van dat vermogen dat dan geldt als het "forfaitaire rendement". De controle en inningsmoeilijkheden leunen aan bij deze van de vermogensbelasting. Men belast het kapitaal indien het inkomen lager is dan het belastbare forfait. Het stelsel moedigt al te risicovol beleggersgedrag aan in een poging een reëel rendement te behalen hoger dan het belastbare forfait enz...

Wel is er ruimte voor een modernisering van de fiscaliteit van de roerende inkomsten. De basisregel moet zijn dat alle roerende beleggingsopbrengsten op een identieke manier moeten belast worden. Dit brengt ons bij de belastbaarheid van de rendementen op de klassieke spaarboekjes en de interest en dividend component vervat in uitkeringen op tak 23 en BEVEK beleggingsproducten, enz... Indien men dit combineert met een Europees aanvaardbare harmonisering van het tarief van de roerende voorheffing op 20 %, dan komt men al gauw tot budgettaire rendementen waar een regering mee aan de slag kan. En dit op een wijze die de belastingplichtige voelt uiteraard, maar zonder heksenjachten zoals een vermogensbelasting die inefficiënt zijn en waar geen draagvlak voor bestaat.

Blijft tot slot de uitbouw van de meest vernieuwende fiscale dimensie, die men ook wel de "ecological footprint" taxatie noemt. Hierbij laat men de burgers die kiezen voor een bepaalde levenswijze, sterker bijdragen in de overheidsfinanciën. Dit is de wereld van bijzondere accijnzen die de overgang naar de ecologisch bewuste maatschappij begeleiden. De gehoorde suggestie gedurende 4 opeenvolgende jaren telkens een bijkomende accijns van 0,10 Euro te heffen op elke liter benzine of diesel, behoort tot deze categorie. Rekening houdend met de bekende verbruiksstatistieken, levert dit per 10 Eurocent verhoging al snel een rendement van om en bij de 800 mio Euro per jaar op, ook als men er mee rekening houdt dat voor ondernemingen deze kostenverhoging als beroepskost aftrekbaar is.

En de notionele interest?

De vraag naar wat er te gebeuren staat met de zg. notionele interestaftrek mag ook niet worden ontlopen. Deze unieke maatregel plaatst België op de kaart en moet dan ook in ieder geval behouden blijven.

De roep naar aanpassing is groot. Beperkingen aan het aftrekbare bedrag (andere dan het huidige 3,8% plafond) zijn wellicht uit den boze. Deze maatregel moet immers de internationale financiële centra van de grootste ondernemingen ter wereld in België houden.

Men kan denken aan de invoering van een tewerkstellingsvereiste. Geen nieuwe of bijkomende tewerkstelling, wel gewoon een vereiste van bestaande tewerkstelling, die kan oplopen in de mate het eigen vermogen waarop men de aftrek geniet oploopt, en met een redelijke maximumvereiste. (Deze maatregel heeft tot voordeel artificiële constructies te viseren, de werkelijke actieve onderneming niet te benadelen en te voldoen aan de verzuchtingen van diverse maatschappelijke groeperingen.)

Het fiscaal beleid voor de komende 5 jaar vereist immers een evenwichtsoefening....

Prof. Dr. Axel Haelterman



Prof. Dr. Axel Haelterman, *hoogleraar fiscaal recht.*

Prof. Dr. Axel Haelterman is hoogleraar fiscaal recht aan de KULeuven en is tevens een bekend fiscaal advocaat aan de Brusselse balie als vennoot van het kantoor Freshfields Bruckhaus Deringer. Hij treedt ook geregeld op als adviseur van de federale en Vlaamse regering wat betreft topics zoals de regionalisering van de fiscaliteit, de fiscale procedure, de fiscale regularisaties en ook de grensoverschrijdende fusies en fiscaliteit van financiële instrumenten.

CapitalatWork blijft groeien!

In de afgelopen weken hebben we onze bestaande commerciële teams in Brussel en Breda versterkt met de komst van 5 nieuwe 'Client Relationship Managers'. Met de aanwerving van deze hooggekwalificeerde collega's, allen met een jarenlange ervaring in de financiële dienstverlening, toont CapitalatWork duidelijk haar ambitie om haar positie in het Europees private banking landschap te versterken en haar dienstverlening te continueren.



Per 1 augustus jl. startte Eric Voussure (37) op ons kantoor in Brussel. Hij zal instaan voor het uitbreiden van onze contacten in de Brusselse regio en onderhouden van bestaande cliëntenrelaties. Voorheen werkte hij als Sales and Product manager bij Fortuneo Brussel.



Menno Vogel (49) vervoegde ons kantoor in Breda; eveneens op 1 augustus jl. Hij zal zich vooral toeleggen op het uitbouwen van nieuwe netwerken op de Nederlandse markt. Voorheen heeft hij veel ervaring opgedaan bij ondermeer Oyens & van Eeghen, Robeco, ABN Amro en Kempen.



Jimmy Davignon (55), versterkt sinds 16 augustus jl. ons commercieel team in Brussel. Met een ruime ervaring als directeur Private Banking bij Dexia Bank zal hij een toegevoegde waarde zijn bij het uitbouwen van onze commerciële netwerken en het versterken van onze naam in de Brusselse en Waals-Brabantse regio.



Jurgen Temmerman (38), kwam op 1 september jl. in dienst en zal voornamelijk actief zijn op de institutionele markt. De afgelopen 5 jaar was hij werkzaam bij ING Investment Management als institutioneel relatiebeheerder. Daarvoor werkte hij als Private Banker bij onder meer ING, Puilaetco en Citibank.



Tenslotte vervoegde Hans Willegems (34), per 20 september jl. het team in Brussel. Evenals Eric Voussure werkte hij voorheen bij Fortuneo Brussel in de functie van Senior Financial Advisor. Ook hij zal instaan voor het uitbouwen van onze contacten in de Brusselse regio en onderhouden van bestaande cliëntenrelaties.

We wensen onze nieuwe collega's veel succes in hun nieuwe uitdaging! Eveneens zullen we in de komende maanden onze commerciële teams in Antwerpen en Luxemburg versterken; alsook ons bestaand team van ervaren estate planners. Wilt u over onze verdere HR-ontwikkelingen op de hoogte blijven, raadpleeg dan geregeld onze website.

Voor meer informatie:
www.capitalatwork.com



De heer Michel Tilmant wordt bestuurder van CapitalatWork Foyer Group.

Op de Algemene Vergadering van aandeelhouders van Foyer S.A., werd op 6 april laatstleden de heer Michel Tilmant, voormalig CEO van de ING Group, als bestuurder van Foyer S.A. en van CapitalatWork Foyer Group benoemd.

De heer Michel Tilmant zal met zijn ruime internationale, financiële ervaring een toegevoegde waarde betekenen voor de groep Foyer S.A..



Strategische Advies Raad CapitalatWork Nederland.

Wij zijn verheugd u te kunnen melden dat de heren Rogaar en De Kuyper per 1 juni jongstleden zijn toegetroten tot de Strategische Advies Raad van CapitalatWork in Nederland.

Mr R.E. Rogaar (Roelf) is de voormalig directievoorzitter van Theodoor Gilissen Bankiers. Drs R.P.M. de Kuyper (Bob) was tot voor kort directeur en eigenaar van het familiebedrijf Koninklijke De Kuyper, 's werelds grootste producent van cocktaillikeuren.

Wij zijn ervan overtuigd dat zij met hun kennis en ervaring zullen bijdragen aan de verdere professionalisering van CapitalatWork op de Nederlandse markt, onze positie ten opzichte van de toezichthouders verder verstevigen en ons kunnen introduceren binnen nieuwe netwerken. De Strategische Advies Raad zal minimum drie keer per jaar bijeenkomen.



R.E. Rogaar



R.P.M. de Kuyper

Helaas hebben wij afscheid moeten nemen van ...

Guy de Paeuw



Een jaar geleden werd Guy de Paeuw ten gevolge van een tragisch ongeval uit ons midden gerukt. Aangezien hij de persoon was die twintig jaar geleden de eerste aanzet gaf voor wat later CapitalatWork zou worden, is het bijzonder moeilijk om vandaag niet meer aan hem te denken.

Het fantastische verhaal van CapitalatWork startte op 18 juni 1990, in een toen door de Golfoorlog sterk vertroebeld financieel klimaat onder de naam “Coppin-de Paeuw-De Bremaeker”; drie vennoten sterk én één secretaresse.

Vandaag de dag beheert de onderneming, die nu naar de naam CapitalatWork Foyer Group luistert, meer dan vier miljard euro aan activa, stellen we meer dan 110 medewerkers at Work en hebben we kantoren in Brussel, Antwerpen, Gent, Breda, Madrid, Genève en Luxemburg.

Dit onwaarschijnlijk, menselijk avontuur ging gepaard met tal van verrassende uitdagingen. Ondermeer in 1993, toen Guy de Paeuw erin slaagde om een partnerschapsakkoord af te sluiten tussen deze nog jonge onderneming en de Chase Manhattan Bank; toen nog de vijfde grootste bank ter wereld. Mede hierdoor werd de organisatie meteen ook aantrekkelijk voor uitermate competente mensen, onze toekomstige vennoten. Guy de Paeuw had de gave om talent te rekruteren; hij wist mensen samen te brengen rond een project en slaagde erin zijn voorliefde voor uitmuntendheid en zijn uitgesproken zin voor dienstverlening met hen te delen.

In een brief in januari 2007 schreef hij het volgende aan zijn cliënten: “Het feit dat wij erin zijn geslaagd om medewerkers van een zeer hoog niveau aan te trekken en het feit dat wij het kapitaal voor hen hebben opengesteld, dat is de basis van ons succes.”

Toen hij besliste om zijn mandaat van voorzitter van de raad van bestuur – een mandaat dat hij al sinds de oprichting van de onderneming uitoefende – op te geven, schreef hij in diezelfde brief: “Omdat ik mij omringd en gesteund voel door al deze nieuwe capaciteiten wil ik mijn energie aan de vooravond van mijn 50e verjaardag volledig concentreren op datgene wat ik altijd al het liefst heb gedaan, namelijk de dienstverlening aan ons cliënteel, en sta ik de zetel van voorzitter af.”

Guy de Paeuw was een man van vele passies en bracht deze graag samen. Sport maakte integraal deel uit van zijn leven en hij onderstreepte graag de analogie tussen golf en financiën. Daarover zei hij in een artikel in Paris Match van november 2008 het volgende: “Om een goede score te halen, maar net zo om een belegging te laten renderen, moet je een goede strategie hebben, moet je geduld hebben, nederig zijn en rustig blijven, zelfs wanneer de spanning erg groot is.”

Guy de Paeuw was ook een gevoelig iemand die heel wat van zijn tijd aan anderen besteedde. Hij koppelde generositeit aan passie. Met zijn echtgenote Bernadette startte hij ondertussen dertien jaar geleden in België de “Green de l’Espoir” op, een liefdadigheidsgolf

toernooi waaraan een dertigtal clubs deelnemen en waarvan de winst integraal gaat naar kinderen die aan mucoviscidose lijden.

Maar wat voor hem nog het allerbelangrijkste was, was dat hij het geluk van iedere dag kon delen met zijn gezin en met zijn vrienden en dat hij de passies van zijn kinderen Diane en Alexandre kon ondersteunen. Dat heeft er misschien eveneens toe geleid dat een aantal van zijn vrienden de “Challenge Guy de Paeuw” tijdens de Prix des Belges in het leven hebben geroepen. Deze vindt ieder jaar op 21 juli plaats op het fantastische golfterrein van Belle Dune in de Baie de Somme.

Hij was bijzonder verknocht aan deze competitie, een competitie die hij ook graag “animeerde”. 124 spelers uit 18 clubs namen deel aan de editie 2010 die dankzij het peterschap van CapitalatWork Foyer Group in het teken stond van vriendschap en gezelligheid.

In diezelfde brief in 2007 schreef Guy de Paeuw het volgende over CapitalatWork:

“Om dit onwaarschijnlijke avontuur in enkele woorden te kunnen beschrijven, zouden een aantal bladzijden moeten worden toegevoegd.”

Dat zou ook het geval zijn om de enthousiaste en ondernemende persoonlijkheid te kunnen beschrijven van deze man die volop van het leven genoot!

Johann Gumy



Maandag 18 mei 2008 is een dag die in het geheugen van al onze collega’s en zeker van die van ons kantoor in Genève gegrift staat. In de loop van de ochtend van die fatale dag vernamen wij immers dat onze collega Johann Gumy tijdens dat weekend ten gevolge van een vreselijk ongeval met een ULM in een rivier verdwenen was. Hij was amper 22 jaar.

Naast zijn job in de administratie en de boekhouding van ons kantoor in Genève had Johann ook zijn eigen film- en reclamebedrijfje. En nét daarvoor wilde hij luchtopnames maken van de mooie plekken van het lokale Zwitsers platteland.

Pas in mei 2010, twee jaar na het ongeval, werd het stoffelijk overschot van Johann teruggevonden.

Johann was enorm efficiënt, aanstekelijk enthousiast, beschikte over vele talenten en zat boordevol positieve energie. Eigenschappen die je maar zelden tegenkomt bij iemand van die leeftijd. Hij was steeds goedgezind, stond altijd ten dienste van anderen en genoot volop van het leven. Alsof hij, onbewust, wist dat hij zoveel mogelijk dingen moest doen in zijn uiteindelijk veel te kort leven. Wij willen Johann vanuit de grond van ons hart danken voor alle menselijke waarden die hij met ons heeft gedeeld. Wij zullen de vier jaar tijdens dewelke wij met hem hebben samengewerkt nooit vergeten. In deze verschrikkelijke beproeving putten wij veel steun uit de aanwezigheid en het contact met de ouders van Johann. Wij dragen deze herinnering dan ook aan hem op.

Een greep uit onze eventkalender 2010 ...

Naar jaarlijkse gewoonte organiseerden wij in de maanden februari en maart grootschalige beleggingspresentaties voor al onze particuliere- en professionele cliënten, prospects en intermediairs. Daarin lichtte onze CIO, Ivan Nyssen onze vooruitzichten voor 2010 op de financiële markten toe. Daarenboven lieten wij telkens een befaamde gastspreker aan het woord die zijn bedrijfs- en economische ervaringen met ons deelde. Zo mochten we respectievelijk in onze regio's Antwerpen, Breda, Brussel en Gent, de heren Ludwig Criel, Corné Picokrie, Olivier Willockx en Willy Naessens als gastsprekers verwelkomen. De grote opkomst op deze presentaties (ca. 550 relaties) geven duidelijk aan dat CapitalatWork Foyer Group een belangrijke speler is op de private banking markt.

Eveneens organiseerden wij, in onze diverse kantoren op regelmatige basis, kleinschalige beleggingspresentaties die ons de mogelijkheid bieden onze relaties heel gericht zowel over financiële als fiscaal-juridische onderwerpen te informeren. Wenst u hierover meer informatie of in de toekomst op één van deze presentaties te worden uitgenodigd, aarzel niet contact met ons op te nemen via n.cardoen@capitalatwork.com.

Zoals u wellicht weet, vindt CapitalatWork Foyer Group het belangrijk om 'goede doel'projecten te steunen en haar naam te verbinden aan professionele en betrouwbare organisaties. Vanuit dit oogpunt hebben wij ook dit jaar weer een weloverwogen keuze gemaakt en ondermeer de volgende projecten gefinancierd:

- De Grote Fancy Fair Antwerpen, een VZW die met behulp van vrijwilligers fondsen inzamelt voor een 24-tal Antwerpse organisaties die zich inzetten voor gehandicapte kinderen, mucoviscidose patiënten, vluchtelingen, kansarmen, etc. Op vrijdag 28 mei 11. organiseerde de GFFA een golfdag gesponsord door CapitalatWork Foyer Group die een groot succes kende. Dankzij de grote opkomst en desgevolg mooie opbrengsten kan de GFFA weer diverse projecten steunen.
- Tour for Life, een initiatief voor en door Artsen Zonder Grenzen. Van 29 augustus 11. tot en met 6 september 11. reed het uit 7-man bestaand team 'Hier draait het om!' een heel uitdagende fietstocht van 1275 km van Turijn tot Valkenburg (Nederland). De volledige organisatie van dit event werd gedragen door allemaal vrijwilligers en diverse sponsors, waaronder CapitalatWork Breda. In het totaal bracht dit team 29.000 euro bij elkaar ten voordele van Artsen zonder Grenzen.
- Eveneens sponsoren we via een aantal serviceclubs, waaronder de Lion's Club Turnhout, Lion's Club Antwerpen, Rotary Antwerpen en Rotary Breda, diverse lokale sociale projecten.

Ook aan sport- en cultuurorganisaties wil CapitalatWork Foyer Group graag haar naam verbinden. Het is voor ons wel belangrijk ons te kunnen vinden in verenigingen die net als wij een professionele, dynamische en kwalitatieve aanpak hanteren om op die manier hun netwerk uit te bouwen en hun bestaande leden te (servicen) benaderen:

- Zo sponsoren wij al vier jaar de Royal Antwerp Hockey Club, een beloftevolle, ambitieuze club. Deze hockeyclub heeft zich de voorbije seizoenen zowel op nationaal als Europees niveau sterk bewezen. Zowel de heren- als damesdivisie behaalden mooie resultaten. Hun dynamische aanpak en grote teamgeest trekken veel hockeyspelers van jong tot oud aan. En net daarom willen wij onze naam graag aan deze club koppelen.
- Daarnaast zijn we eveneens al meer dan vier jaar hoofdsponsor van de golfclub Rinkven. Deze prachtige 36-holesclub biedt ons de mogelijkheid in een rustig en aangenaam kader nieuwe contacten te leggen. Tevens kunnen wij onze relaties de gelegen-

heid geven kennis te maken met de golfbanen van deze club.

- Sinds midden vorig jaar hebben wij ons als één van de hoofdsponsors aangesloten bij de Charlemagne Entrepreneurs Society van het Charlemagne Orchestra for Europe (COFE). Het COFE, met Brussel als thuisbasis, viert in 2011 haar 15e verjaardag en staat onder leiding van Bartholomeus-Henri Van de Velde, de stichter, bezieler én muzikaal directeur. Dit orkest, bestaande uit professionele musici met 27 verschillende nationaliteiten, biedt haar publiek een origineel repertoire aan, gaande van traditionele klassieke en romantische muziek tot de minder bekende maar toch interessante werken van hedendaagse componisten.
- Via de Charlemagne Entrepreneurs Society wil CapitalatWork Foyer Group, samen met andere bedrijven en ondernemers, de gedreven eigenheid en visie van de orkestleider op een professionele wijze steunen. Bartholomeus - Henri Van de Velde slaagt er reeds 14 jaar in om het publiek een creatief programma met gevestigde meesterwerken en vernieuwende, eigentijdse oeuvres te brengen, dankzij een onafhankelijke structuur en zonder enige overheidssubsidies.

Jaarlijks brengt het COFE een zestal onvergetelijke maandagconcerten die opgevoerd worden in het concertgebouw Flagey te Brussel. Wilt u graag op de hoogte gebracht worden van de concertdata, of heeft u interesse om u als onderneming te associëren met de Charlemagne Entrepreneurs Society, aarzelt u niet contact op te nemen met Nathalie Cardoen (via n.cardoen@capitalatwork.com)

Naast deze charity-, sport- en cultuursponsoring organiseert CapitalatWork Foyer Group ook haar eigen sociaalgeoriënteerde events.

- Zo hadden we ondermeer een geslaagd ladies event voor onze Oost- en Westvlaamse vrouwelijke relaties. Op 21 mei 11. werden er een twintigtal dames ontvangen op ons kantoor te Sint-Martens-Latem en kregen er een toelichting over de belangrijkste principes van successieplanning. Nadien volgde een aangename lunch in de tuin van het museum Dhont - Dhaenens met aansluitend een rondleiding in het kunstmuseum van Latem.
- Op 18 juni 11. organiseerden wij ons vierde golftornooi op de Golfclub Rinkven. Met meer dan 100 golfspelers slaagden we erin een fijne wedstrijd te spelen. Ook al was de zon niet altijd van de partij, dit weerhield onze relaties en ons niet een fijne en gezellige dag te beleven.
- Ook dit jaar weer, meer bepaald op 23 juni 11. speelde CapitalatWork Foyer Group met haar relaties een golftornooi op het mooie golfterrein 'Palingbeek' te Ieper. Op deze stralende zomerdag ontvingen wij een 50-tal spelers die elkaar in een minder zake-lijk kader en ongedwongen sfeer nader leerden kennen. Het was een geslaagd event.
- Een ander sportief event dat ook dit jaar weer veel succes kende, was ons bike event. Op vrijdag 3 september 11. verzamelden een 100-tal fietsers zich op het Circuit van Zolder, om van daaruit langs de prachtige, Limburgse fietswegen een 80 km lange begeleidde rondrit af te leggen. Na een eerste 30 km werd er een tussenstop ingelast om de productiehoeve van fietsenproducent Ridley te bezoeken. Na een interessante rondleiding vingen de sportievelingen terug hun rondrit aan richting Circuit van Zolder. Voldaan maar nog niet helemaal uitgeput, deelden de meeste van de fietsers zich nadien in teams van 4 in om, tijdens een 12 kilometerlange tijdrit op het Circuit, het tegen elkaar op te nemen. Na afloop van deze korte en vermoeiende inspanning, én na een verkwikkende douche, sloten we het sportieve gebeuren af met een gezellige barbecue. Alle genodigden waren unaniem overtuigd dat ze ook volgend jaar weer van de partij willen zijn!

www.capitalatwork.com



WIJ ZETTEN UW VERMOGEN AAN HET WERK.

VERMOGENSBEHEER • VERMOGENSSTRUCTURERING

Sinds 1990 bouwt CapitalatWork met succes aan de waarde van de beleggingsportefeuilles voor haar klanten. Onze businessfocus is volledig gewijd aan actief vermogensbeheer en vermogensstructurering. Daarbij zijn helderheid, veiligheid en eenvoud de fundamenteën van ons vermogensbeheer. Wilt u weten wat wij voor u kunnen betekenen? Surf naar www.capitalatwork.com of neem contact op met Nathalie Cardoen op 02 663 36 09 of via n.cardoen@capitalatwork.com.

capital at work

Wealth Management  Foyer Group

Antwerp - Breda - Brussels - Geneva - Ghent - Luxembourg - Madrid

