

Capital Ideas



Profundizando en estrategias de inversión

capital at work
Wealth Management  Foyer Group

Segundo semestre 2009

En este número

Editorial p. 3

Bienvenido a la sexta edición de nuestro boletín semestral "Capital Ideas".

Perspectivas Globales p. 4

Perspectivas Globales.

Filosofía de Inversión p. 8

Invertir en Asia.

Idea Capital p. 10

Fondos de obligaciones: una completa gama.

Más de Cerca p. 12

El sector de las Utilities y E.ON

injustamente condenados al ostracismo.

Enfoque p. 15

¿Quién es Avelino Gaya?

Expertos Externos p. 18

Family Office: what's in a name?

Asuntos Compañía p. 21

Presentación del grupo Foyer.

Colofon

Capital Ideas es una publicación de **CapitalatWork SA**,
Kroonlaan 153 / Avenue de la Couronne 153, B - 1050 Brussels,
website: www.capitalatwork.com

Última edición

Octubre 2009

Oficina editora

CapitalatWork SA/NV,

Kroonlaan 153/Avenue de la Couronne 153, B - 1050 Bruxelles,

Tel.: +32 2 673 77 11

Fax: +32 2 673 55 99

E-mail: capitalideas@capitalatwork.be

Coordinación

Nathalie Cardoen

Marketing & Comunicación

Maarten Rooijackers, Nathalie Cardoen,

Carole Denijs, Susanne Poirters

Diseño

Fishcandance

© Foto de portada y foto p. 12 Corbis.

Aviso legal

Aunque las informaciones se basan en fuentes fidedignas, CapitalatWork no se hace responsable de la exactitud o veracidad de la información contenida en la presente publicación. Este informe no es una oferta de venta ni una solicitud de compra. No constituye ninguna invitación para realizar cualquier otro tipo de transacción. No puede considerarse como un consejo de inversión. La publicación es puramente informativa. Depende de usted hacer la gestión que más se adecue con su situación personal, teniendo en cuenta que cualquier inversión conlleva un riesgo. Rentabilidades pasadas no aseguran rentabilidades futuras. El valor de las inversiones puede disminuir o aumentar. Como regla general, las rentabilidades se reflejan netas de costes y comisiones de gestión.



Bienvenido a la sexta edición de nuestro boletín semestral “Capital Ideas”.

Un primer semestre con dos trimestres muy diferentes

¡Qué diferentes pueden ser dos trimestres!

Durante el primer trimestre de 2009, los mercados financieros continuaron con los descuentos en unos escenarios económicos tremendamente adversos. A principios de marzo, los inversores debían haber descontado lo que parecía ser el fin del mundo.

Durante el segundo trimestre, el sol siguió saliendo por las mañanas, la gente continuó viviendo sus vidas y, sorpresa, sorpresa, empezaron a aparecer datos económicos y corporativos que revelaban que la economía mundial todavía no estaba muerta. Un rayo de esperanza que se tradujo rápidamente en una potente recuperación, desde unos niveles muy deprimidos, de los activos con riesgo asociado como los bonos corporativos y las acciones corporativas.

Por supuesto, la economía mundial no se encuentra en buena forma y nadie sabe qué pasará mañana, por eso siempre hay que ser prudente y **NO se deben gestionar inversiones (esencialmente la compra de ingresos futuros) en base a datos y percepciones actuales (normalmente del pasado inmediato).**

La discrepancia entre el actual estado (bueno o malo) de los asuntos y las perspectivas futuras (buenas o malas) para un país, sector o empresa es el principal origen de la irracionalidad que se percibe en el mercado.

Un primer semestre con extraordinarias rentabilidades de las inversiones.

Independientemente de lo que el futuro depara a la economía mundial, nos gusta en lo que hemos invertido.

Hemos trabajado sistemáticamente para hacer que la gestión de activos sea un proceso disciplinado, basado en una filosofía clara e inteligente, que se debe repetir una y otra vez, sin estar vinculada a modas o resultados a corto plazo.

Después de un año 2008 muy volátil y frustrante (ya que nuestra estrategia no pudo mantener bajo control la volatilidad), nuestro proceso está dando frutos de nuevo y por buenas razones.

Todos nuestros fondos mutuos, ya sean de renta fija o variable, están teniendo muy buenos resultados en términos absolutos y relativos, en base a los sólidos fundamentales subyacentes.

La mayoría de las empresas en las que invertimos han logrado reducir los niveles de endeudamiento, cuentan con modelos de negocio sostenibles y... por supuesto... valoraciones bajas.

Una integración sin complicaciones de Foyer Patrimonium y CapitalatWork.

Nuestra empresa realizó progresos notables en la integración entre Foyer Patrimonium (la rama de gestión de patrimonios del Grupo Foyer) y CapitalatWork, después de que se completara la adquisición de CapitalatWork por parte de Foyer a principios de febrero.

Se ha puesto en práctica una nueva estructura organizativa y se ha decidido adaptar el logo de CapitalatWork a fin de reflejar esta nueva integración.

Nuestros empleados de Luxemburgo fueron agrupados bajo un gran, agradable y sólido techo en las oficinas centrales de Foyer en Leudelange.

Encontrará una presentación de nuestro nuevo accionista, Foyer, la empresa de seguros líder de Luxemburgo, en esta publicación.

¡Disfrute la lectura!

Ivan Nyssen, Consejero Delegado - Jefe de inversiones

Perspectivas Globales.

Hace 24 meses (julio de 2007), estábamos a punto de entrar en uno de los periodos financieros más tormentosos de la historia. ¿Dónde nos encontramos en la actualidad?

1. La economía y los beneficios corporativos.

La economía mundial sigue afrontando claramente importantes retos, aunque parece probable que lo peor haya pasado y que no nos adentraremos en una depresión importante, como algunos temían hace menos de seis meses.

Los principales desafíos procederán del **aumento del desempleo, el repunte de los déficits presupuestarios, y el muy difícil acceso al crédito**, para todas las empresas, salvo las más grandes. El descontento social y el aumento de impuestos parecen inevitables y la tentación de no afrontar los problemas parece irresistible.

Tras una recapitalización cara y masiva de los principales bancos, con dinero privado y público, **el riesgo de un colapso sistémico de tipo dominó del sistema financiero** (nuestro temor en agosto de 2007) parece bastante remoto en la actualidad, aunque admitimos que esta ya era nuestra percepción hace 12 meses (en agosto de 2008, antes de Lehman Brothers y antes de AIG).

La buena noticia radica en que la mayoría, si no todas las empresas, han **reducido sus inventarios** enormemente (esto ha agudizado la ralentización posterior a Lehman) y que la producción debe repuntar desde los niveles actuales, que son mínimos.

Las empresas siguen en el proceso de **reducir los costes operativos**, lo que en resumen a medio plazo continuará suponiendo incertidumbre económica, aunque, por otra parte, ha tenido un impacto importante y positivo sobre los márgenes. **¡Los resultados de las empresas durante la primera mitad de 2009 no son en general tan malos como se preveía!** En algunos casos incluso han sido buenos, lo que demuestra un punto importante para las empresas. SON ADAPTABLES.

La gran noticia es que el **coste de la financiación de la deuda ha bajado** sustancialmente en los últimos seis meses,

al menos para las empresas más grandes y sólidas, lo que implica que la participación en los beneficios para los propietarios del capital, tras los gastos financieros, será superior a lo que se esperaba inicialmente.

2. Inflación y tipos de interés.

El objetivo principal en la gestión de activos, consiste en mantener y aumentar dentro de lo posible el poder adquisitivo de los mismos. La inflación futura es por tanto fundamental en los procesos de planificación.

En toda esta montaña rusa, nuestra opinión sobre la inflación se ha mantenido estable.

A comienzos de 2008, las previsiones de inflación repuntaron mucho por el aumento de los precios de las materias primas, independientemente de la contracción global del crédito.

A finales de 2008, las previsiones se desplomaron hacia territorio negativo. La deflación se convirtió en la nueva palabra de moda y se integró en la curva de rendimiento.

A comienzos de 2009, registramos cierto proceso de “normalización” y las previsiones de inflación volvieron a situarse en el intervalo de entre el 1% y el 2% para EE.UU. y Europa. Las políticas expansionistas aumentando los déficits presupuestarios y la deuda de los bancos centrales son la principal fuente de preocupación.

Nuestra visión respecto a la inflación no ha cambiado demasiado.

Cuando todo el mundo se encuentra en una fase de contracción del crédito, la inflación suele ser muy baja (posiblemente negativa). Cuando todo el mundo salga de la fase de contracción (lentamente aunque de forma segura), los bancos centrales deberían adoptar unas medidas más restrictivas disminuyendo la masa monetaria en circulación. Existe aún tanto exceso de capacidad en básicamente todos los sectores que la inflación debería tender a la baja durante bastante tiempo.

Si la inflación se mantiene baja, los tipos de interés en general deberían mantener-

se bajos, especialmente respecto a instrumentos de riesgo reducido. Si esto pasa a ser cierto, muchos inversores se verán sorprendidos al tener que afrontar problemas de flujo de efectivo.

En otras palabras, gestionan en la actualidad el “riesgo de reinversión”.

Por tanto, recomendamos a las personas que piensen acerca del impacto potencial de los menores tipos de interés en su bienestar económico y consideren bonos de mayor duración.

3. Sentimiento y filosofía del inversor.

El repunte del segundo trimestre no implica que los inversores hayan adoptado repentinamente una actitud demasiado optimista de nuevo.

Los inversores han pasado de una situación de “pánico ciego” a otra de “escepticismo saludable” y “aumento de la perspicacia”.

Un recordatorio: los inversores siempre están convencidos de que las ralentizaciones económicas son un mal momento para invertir. Realmente, lo cierto es lo contrario, ya que las ralentizaciones son un gran momento para invertir.

¿Por qué?

Durante las ralentizaciones, muchos precios bajan, entre los cuales, el precio del dinero. Las empresas se ven presionadas y obligadas a aumentar su productividad.

Antes o después, la actividad económica repunta de nuevo (ilas recesiones no duran para siempre!) y los beneficios de las empresas también repuntan.

Todavía queda mucho camino por recorrer para que los rendimientos de la inversión y el crecimiento económico se sitúen en un nivel de “optimismo y confianza”. Por otra parte, los cínicos y los pesimistas están poniéndose un poco nerviosos. Por supuesto, recomendarán esperar ante las correcciones inevitables, que pueden suceder, o no.

En resumen, el entorno psicológico está cerca de ser perfecto.

4. Valoraciones de activos y rendimientos esperados.

4.1. Bonos de Gobierno nominales

En el caso de la deuda pública gubernamental, las cuestiones principales son la inflación y el riesgo de cambio de divisa. Ante nuestra visión positiva sobre la inflación, creemos que, independientemente del aumento reciente en los tipos a largo, queda algo de valor en los bonos de gobierno.

Desde una perspectiva de diversificación de las inversiones, son una clase de activo con rendimientos que están poco o negativamente correlacionados con los rendimientos de los bonos corporativos (bonos de empresas). Ahí es donde reside su valor. Actualmente muchos inversores se están saliendo de los bonos de gobierno para entrar en activos de más riesgo, este movimiento está generando que los precios de estos bonos bajen un poco y por lo tanto aumente su rentabilidad. Por lo tanto, para tener una correcta diversificación y gracias a la mejora de rentabilidad, consideramos apropiado tener una parte de las inversiones en estos activos.

Hemos aumentado nuestra inversión en renta fija dedicada a bonos del Estado en euros hasta el 20%.

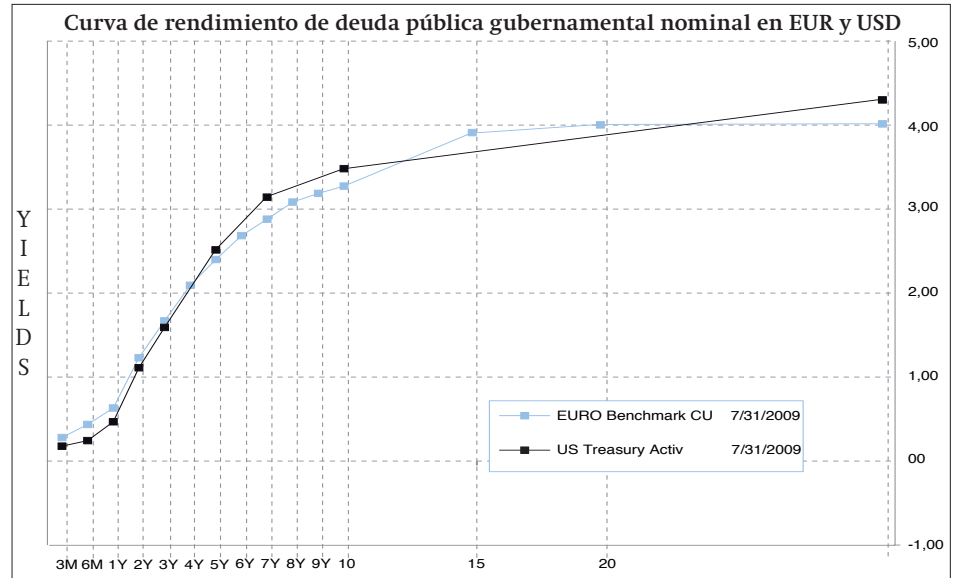
4.2. Bonos de Gobierno ligados a la inflación

Rendimientos de la deuda pública real en EUR y USD e inflación prevista			
Agosto 1, 2009 • Europe - EURO			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.60	0.40	0.20
3 yrs	1.70	0.70	1.00
5 yrs	2.45	1.40	1.05
10 yrs	3.30	1.55	1.75
20 yrs	4.05	1.75	2.30
30 yrs	4.05	1.70	2.35
Agosto 1, 2009 • USA - USD			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.50	0.65	-0.15
3 yrs	1.65	1.15	0.50
5 yrs	2.60	1.30	1.30
10 yrs	3.55	1.70	1.85
20 yrs	4.10	1.95	2.15
30 yrs	4.35	2.10	2.25

Los datos de inflación de la tabla de arriba se sitúan básicamente en línea con nuestras estimaciones.

Por tanto, creemos que no hay mucho valor en Bonos de Gobierno ligados a la inflación.

Desde una perspectiva de diversificación de la inversión puede existir un cierto valor ya que, son una clase de activo con ren-



dimientos que están correlacionados poco o negativamente con los rendimientos de los bonos corporativos (bonos de empresas) y, lo que es más importante, potencialmente también con los bonos de gobierno nominales (en un escenario de aumento de la inflación).

Es por ello que hemos reducido nuestra inversión en renta fija dedicada a bonos de Gobierno ligados a la inflación en euros hasta el 20%.

4.3. Deuda corporativa

El gráfico siguiente refleja el nivel de pánico. Cuando los diferenciales de las empresas se disparan quiere decir que los mercados están muy preocupados por el riesgo crediticio, es decir, el riesgo de que no se les devuelva el dinero.

La crisis de confianza de 2002 (provocada por las estafas de Enron y Worldcom) ya fue bastante seria, aunque ahora, comparada con todo lo que ha pasado en 2008,

parece insignificante.

Creemos que el aumento de las rentabilidades (aumento de los spreads en los bonos de empresa para competir con los bonos de gobierno) ha dado lugar a una oportunidad única para comprar rendimientos futuros.

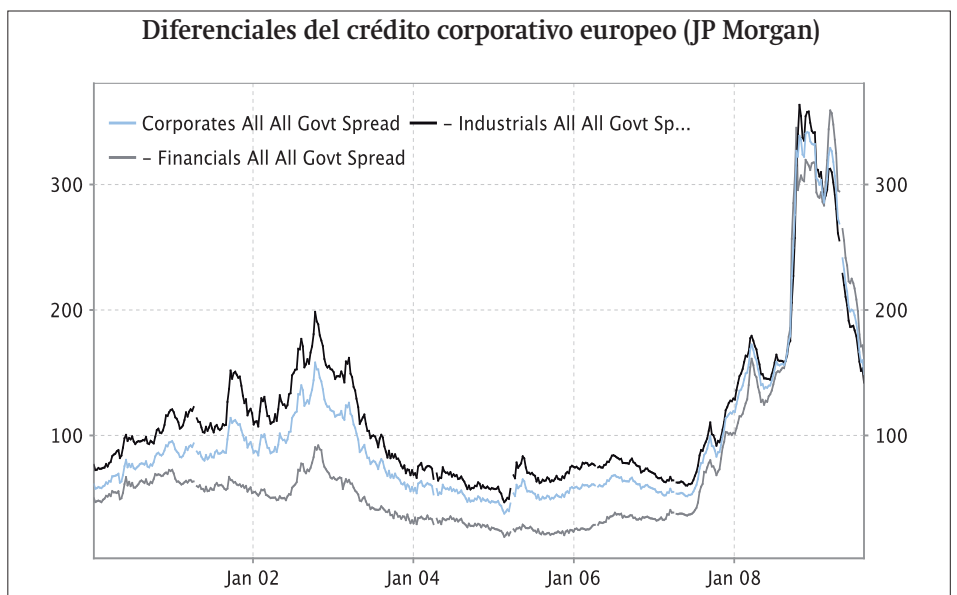
Una oportunidad que, obviamente, no está exenta de riesgos (nunca lo están), pero cuyos riesgos son controlables.

El riesgo crediticio puede controlarse mediante el análisis, la correcta selección y la diversificación.

El 60% de nuestra inversión en renta fija está dedicada a Bonos Corporativos.

Las empresas cuyas obligaciones adquirimos a través de nuestros fondos de inversión y nuestras carteras particulares se analizan continua y exhaustivamente.

Analizamos deuda de empresas con un



apalancamiento razonable, cuya amortización se distribuye a lo largo del tiempo y con modelos empresariales sostenibles. Nuestros fondos de Bonos Corporativos están un 12% por encima (interés acumulado + precios superiores) de la media en lo que va de año, mientras que el rendimiento medio al vencimiento está aún cercano al 5%, con una duración de 6 años.

Una vez más, nos gustaría llamar su atención sobre esta gran oportunidad. Mucha gente sigue guardando su dinero en

- el banco
- a unos tipos de interés muy bajos (1-3%)
- y en depósitos a corto plazo.

Hay tres razones básicas para cambiar:

1. Los bancos siguen y seguirán teniendo los balances contables con un gran apalancamiento. Por supuesto, los gobiernos han intentado tranquilizar a los inversores sobre la seguridad de sus inversiones.
2. Los tipos disponibles para los bonos de empresas de calidad son sustancialmente mayores (4-7%), y sus riesgos son controlables.
3. Es posible mantenerse con estos atractivos tipos actuales durante más tiempo (de 5 a 15 años). Si tiene una visión positiva de la inflación, como es nuestro caso, esta es una excelente oportunidad.

4.4. Renta variable

Esta es, con mucho, la clase de activos más difícil de evaluar, ya que todos los parámetros son muy inciertos y fluctúan con el tiempo.

Los ingresos de las empresas actualmente son inciertos y fluctuantes. Por suerte, algunos costes son variables (bajan al ritmo de otros ingresos inferiores), los costes fijos pueden controlarse y adaptarse (con algún retraso) y pueden retrasarse algunos desembolsos (inversión en capital fijo de crecimiento), amortiguando en cierta medida esta incertidumbre básica.

Los flujos destinados a los accionistas (flujo de caja disponible => dividendos) son inciertos y volátiles, pero gracias a la flexibilidad y capacidad de adaptación de las empresas son, posiblemente, menos arriesgados de lo que cabría esperar en plena recesión.

El coste empresarial del capital también es volátil y (1) está estrechamente relacionado con la incertidumbre reinante en la economía y los beneficios empresariales.

Por tanto, en los buenos momentos, los mercados descuentan beneficios empresariales altos con un bajo coste de capital, y cuando llegan los malos momentos, los mercados descuentan beneficios empresariales bajos con un alto coste de capital. Y esta es la razón, dicho de manera sencilla, por la que los precios de la renta variable siempre han sido y siempre serán volátiles.

P : ¿Cómo se maneja la inevitable volatilidad de los precios de la renta variable?

R1 : ¡No invirtiendo su capital en esa clase de activos!

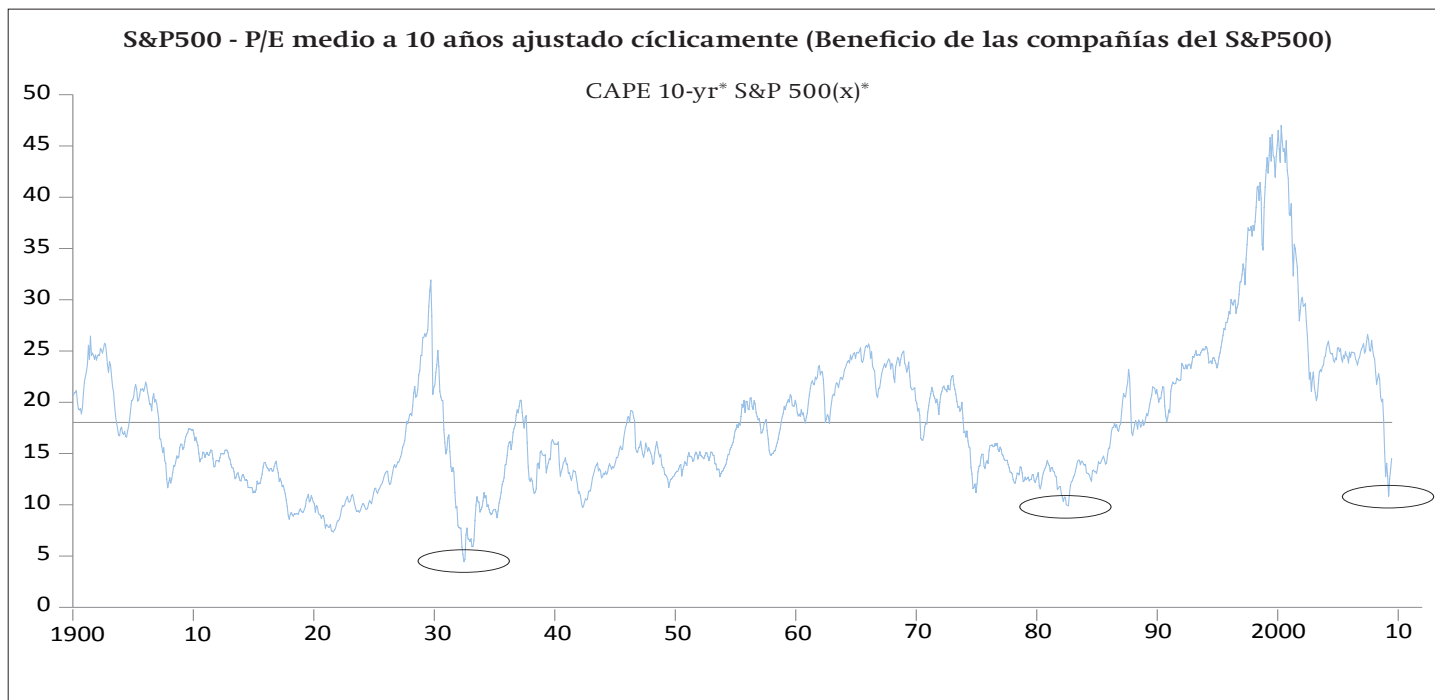
R2 : Intentando ver las cosas con perspectiva. Eso es precisamente lo que refleja el gráfico de abajo. Los beneficios son volátiles, aunque, a través de los ciclos, las empresas son flexibles y se adaptan, en general, sobreviviendo y manteniendo su rentabilidad (generalmente reduciendo costes). Los beneficios y pérdidas extremos se suavizan a lo largo de un periodo de diez años hasta llegar a un arrastre de beneficios «normalizado» o «ajustado cíclicamente». Puede aprovecharse esta optimización de los beneficios pasados normalizados y de los precios actuales para conseguir una relación precio-ganancia cíclicamente ajustada o normalizada.

Este gráfico transmite un mensaje muy sencillo: ¡Las acciones están baratas!

A lo largo de los últimos 110 años, solo en dos ocasiones los precios de las acciones han sido potencialmente más baratos que hoy: a mediados de la década de 1930 y a principios de la década de 1980. En ambas ocasiones, siguieron mercados alcistas.

Los mercados han descontado beneficios de bajos a muy bajos con un alto coste de capital

En CapitalatWork creemos que los mercados descontarán, de forma lenta pero segura, buenos beneficios con un coste normalizado de capital y por lo tanto, ofrecerán atractivos beneficios (dividendos y aumentos de precios) a los inversores pacientes y con criterio.



5. Estrategia de inversión.

En vista de todo lo anterior, en CapitalatWork tenemos la siguiente asignación de activos indicativa en nuestras carteras equilibradas (50% máximo de renta variable)

Asset Classes			
Sub-Asset Classes			
Renta Fija Corto Plazo 5%			
RF Corporativa 50%	Bonos de Gobierno 50%		
Renta Fija Medio Plazo 60%			
Bonos de Gobierno nominales 20%	Bonos Ligados a la Inflación 20%	Bonos Corporativos 60%	Otros 0%
Renta Variable 35%			
American Equities 20%	European Equities 43%	Asian Equities 10%	Other 27% Contrarian Equities 25% Otros 27% Emerging Mkts ETF 2%

Los Fondos de CapitalatWork, han obtenido en lo que va de año, una remarcable rentabilidad tanto absoluta como relativa.

CapitalatWork Funds	31 de agosto de 2009 - Ytd return - en Euro
Cash+ at Work	+4,22%
Cash+ Opportunities	+1,74%
Inflation at Work	+3,55%
Government Bonds at Work	+2,03% (Lanzado el 15 de junio de 2009)
Corporate Bonds at Work	+14,75%
European Equities at Work	+20,64%
American Equities at Work	+20,81%
Asian Equities at Work	+35,47%
Contrarian Equities at Work	+27,79%
Contrarian Euro Equities at Work	+17,63%
Global Opportunities at Work	+23,04%

No dude en llamarnos si necesita obtener más información, o desea analizar una cartera o cualquier otra cuestión relacionada con la gestión de su activo y pasivo.

Para más información: www.capitalatwork.com

Ivan Nyssen

Agosto 2009 - GP número 52



Ivan Nyssen, Gestor de los fondos *Contrarian Equities at Work* y *Global Opportunities at Work*

24 años de experiencia en gestión de patrimonios
Licenciado en Ciencias Económicas

Ivan Nyssen trabaja en CapitalatWork desde 1994. Además de ser CIO y responsable de Estrategias de Inversiones de CapitalatWork Group, gestiona los Fondos *Contrarian Equities at Work* y *Global Opportunities at Work*.

Invertir en Asia.

Asia despierta la imaginación de numerosas personas. Una increíble diversidad cultural, una espléndida naturaleza, un estimulante crecimiento económico y el dinamismo de la población por una parte, pero igualmente condiciones de vida rudimentarias, explotación humana y una libertad de expresión a menudo cohibida, por otra parte. Pero estos contrastes son igualmente los que hacen que la región resulte tan particular y apasionante. Y aunque todos los inversores sean perfectamente conscientes de que deben estar presentes en Asia, queda por descubrir cómo...

Desde luego, no se beneficiarán del desarrollo de este continente depositando sus haberes en el banco o prestándoselos al Estado comprando obligaciones públicas. Sólo podrá recoger los frutos del mismo convirtiéndose en accionista y, por lo tanto, copropietario, de empresas activas en la región.

Y si posee acciones europeas o americanas, existen grandes posibilidades de que ya lo sea. Siemens, United Technologies y otras numerosas multinacionales obtienen una gran parte de sus beneficios de las ventas de sus productos a clientes asiáticos. Además, a menudo reducen sus gastos de funcionamiento deslocalizando una parte de su producción en esta región. Manteniendo un universo de inversión lo más amplio posible y privilegiando las empresas de este tipo, CapitalatWork ha creado ya por otra parte un gran valor añadido para sus clientes. Los beneficios y las cotizaciones bursátiles de las empresas que ejercen una parte de sus actividades en la región han resultado mucho más estables que los de sus competidores directos.

Pero es evidente que resulta aún mejor poseer por sí mismo los titanes asiáticos de hoy y mañana. Numerosas empresas asiáticas son ya enormes competidoras para sus iguales europeas y americanas. Piense por ejemplo en Toyota, Samsung, Daikin, BHP Billiton,... La región incluye asimismo aún innumerables tesoros menos conocidos, empresas extremadamente eficaces, financieramente sanas y que disponen de un amplio margen de adelanto respecto a la competencia.

Empresas que operan además en una región donde la demanda interna sigue mostrando un fuerte crecimiento. En general, los consumidores no están muy endeudados, los bancos se han mantenido ampliamente al abrigo de la crisis de crédito que

ha hecho estragos en el mundo occidental y siguen dispuestos a conceder préstamos, y tras diversos años de fuerte crecimiento económico y privatización, los poderes públicos poseen importantes reservas financieras que pueden utilizar para sostener la economía y mantener el crecimiento pese a la ralentización provocada por la crisis de las exportaciones hacia Occidente.

En CapitalatWork, concentramos nuestras mejores ideas de inversión en Asia en el fondo Asian Equities at Work. La estrategia del fondo está claramente definida y reposa en el sentido común, lo que no obstante no hace que resulte más fácil llevarla a la práctica. Para nuestro fondo Asian Equities at Work, buscamos oportunidades de inversión en los países emergentes de la región de Asia Pacífico (China, India, etc.) y al mismo tiempo en mercados más maduros como Japón y Australia. Invertimos siempre en empresas que presentan el mismo perfil, lo que denominamos sustainably superior businesses o compañías líderes con negocios consistentes.

Se trata de empresas con las siguientes características:

1. son activas en sectores que muestran buenas perspectivas a largo plazo y una sólida rentabilidad (pocos competidores, elevado valor de marca, barreras de entrada, fuerte crecimiento de la demanda del producto/servicio)
2. presentan una situación financiera saludable (poco endeudamiento, capacidad para generar free cash-flows)
3. muestran un perfil claro que las distinga de sus competidores.

Además, tratamos de comprar estas empresas a un valor bursátil significativamente inferior al valor intrínseco que les atribuimos.

¿Pero cómo encontrar estas compañías líderes con negocios consistentes?

Partimos del índice bursátil más amplio de la región, el MSCI Asia-Pacific. Éste incluye las 1.051 mayores empresas que cotizan en Bolsa de la región y cubre un 85% de la capitalización total. Disponemos en efecto de información suficiente sobre estas empresas para poder hacernos una idea detallada de su salud financiera y de la calidad de su modelo de negocios así como para poder evaluar el valor intrínseco de las mismas.

Acto seguido, hemos establecido algunos criterios de liquidez mínima que reducen nuestro universo de inversión a 315 empresas. La liquidez suele ser con demasiada frecuencia el punto débil de las empresas asiáticas aunque numerosos inversores no vigilen este aspecto. La totalidad de las participaciones en acciones de nuestro Asian Equities at Work pueden venderse en un solo día sin impacto notable en la cotización bursátil.

Puesto que sólo deseamos invertir en empresas que experimenten un aumento de la demanda de los productos o servicios que suministran o cuyas ventas sigan al menos la expansión económica de la región, aplicamos igualmente criterios de crecimiento de volumen de negocios. Nuestra lista de candidatos a una inversión se reduce así a 215 empresas.

Estas 215 empresas se distribuyen a continuación por sector y se clasifican según criterios de rentabilidad y necesidades de capitales. De esta forma, obtenemos para cada sector una clasificación en la que las principales empresas no son sólo las más rentables sino igualmente las que exigen menos inversiones para obtener benefi-

cios. En otros términos, las empresas que presentan una capacidad superior para generar free cash-flows, una característica a la que concedemos mucha importancia en CapitalatWork. Las empresas mejor clasificadas se someten acto seguido a una

criba de nuestros gestores de fondos y analistas, que se interesan en particular por los aspectos más cualitativos: calidad del modelo de negocios, valor de la marca, posicionamiento con relación a la competencia, etc. Todo ello permite establecer una

lista de unas 70 empresas que constituyen el universo de inversión de nuestro Asian Equities at Work.

Tom De Backer

MSCI Asia Pacific (1051 companies)



Market liquidity

315 companies



Revenue growth

215 companies



Profitability, Capital, Intensity

and business model

Investable Universe (+- 70 companies)

EN CONCLUSIÓN

La aplicación coherente y disciplinada de la estrategia presentada anteriormente (búsqueda de sustainably superior businesses e integración de estas compañías en el fondo si la valoración resulta atractiva), así como la libertad de eximir en la composición un índice u otro, es lo que ofrece un mayor valor añadido a nuestros clientes. Estimamos que las actuales valoraciones en la región siguen siendo atractivas y que una inversión en Asia parece muy indicada a largo plazo. En Asia, preferimos las empresas que generan una gran parte de sus ingresos en la propia región y que dependen menos de las exportaciones a Estados Unidos o Europa. Empresas que encontramos principalmente en el sector de los bienes de consumo duraderos, el sector bancario, el sector industrial y las telecomunicaciones. En la actualidad, vemos por otra parte las principales oportunidades de inversión en Japón, China, Corea y Australia. Esperamos además beneficiarnos de una rentabilidad añadida gracias a la apreciación de las monedas con relación al euro.



Tom De Backer, *Fund Manager Asian Equity*

6 años de experiencia en los mercados financieros
Licenciado en Ciencias Económicas Aplicadas por la EHSAL
MBA en Banca y Finanzas por la Universidad de Gante

Tom De Backer comenzó su carrera en CapitalatWork en 2003 como Analista Financiero - Assistant Fund Manager. Desde 2005, Tom De Backer ocupa el cargo de Fund Manager del fondo Asian Equity at Work.

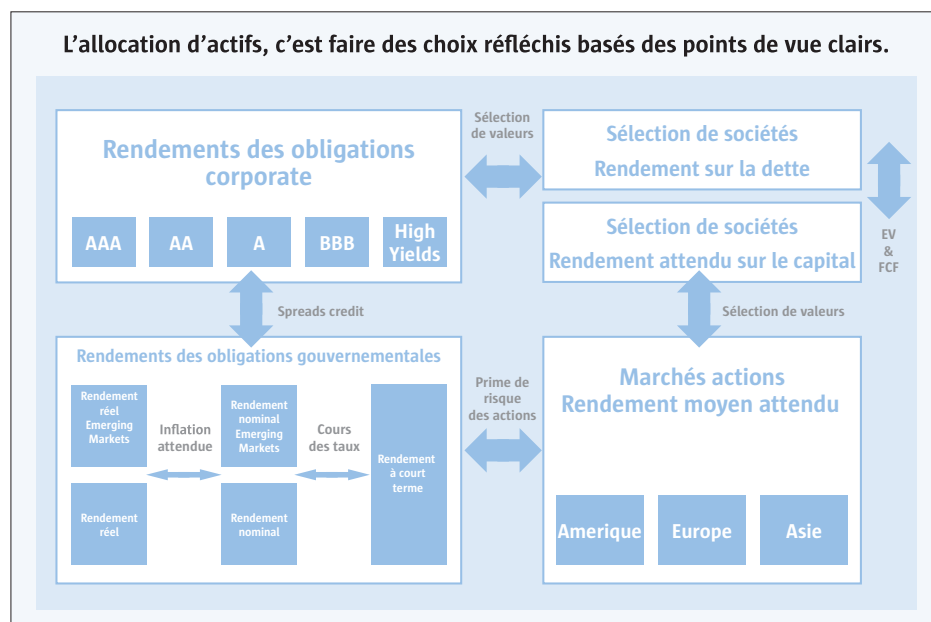
Fondos de obligaciones: una completa gama.

Hace exactamente un año que explotó la crisis financiera. En julio de 2008, no hubo un solo día sin que Fortis no ocupara la portada de las principales publicaciones financieras. La crisis que sobrevino sin duda pasará a la historia como la crisis que puso al «capitalismo» al borde del abismo. El motor del capitalismo, su sistema bancario, se ha sometido desde entonces a una profunda revisión. El motor vuelve a girar, aunque hay que vigilar atentamente los intermitentes. Los paseos tranquilos en modo de «velocidad de crucero controlada» aún no están a la orden del día.

Y hace también exactamente un año que en Capital at Work comenzamos a reorganizar profundamente la composición de nuestros fondos de obligaciones. En una primera fase, durante el verano de 2008, vendimos todos los productos estructurados. En una segunda fase, vendimos gran parte de nuestras obligaciones de entidades financieras. A finales de 2008, tomamos la importante decisión de hacer nuestros fondos de obligaciones lo más «puros» posible. Nuestro fondo, que invierte en obligaciones asociadas a la inflación, o «inflation at work», no cuenta en la actualidad con ningún producto financiero complejo, e invierte, en un 90%, en obligaciones del Estado asociadas a la inflación. El fondo de «bonds at work», que invertía a escala mundial en obligaciones privadas, obligaciones del Estado y obligaciones de los países emergentes, se ha transformado en un fondo íntegramente invertido en obligaciones privadas. La denominación del fondo ha pasado a ser «corporate bonds at work». Nuestra gama se completó en el mes de mayo con un fondo que invierte únicamente en obligaciones del Estado: «government bonds at work». Además de estos tres fondos de obligaciones, ofrecemos también un fondo de liquidez: «cash+».

De la asignación de activos... ...a la selección de valores.

Con respecto a las carteras de nuestros clientes, recomendamos por el momento la siguiente distribución de la parte invertida en obligaciones. Consideramos importante la inversión en obligaciones privadas: 60%. Dicha inversión se redujo



del 70 al 60% en julio, tras la espectacular recuperación de las obligaciones privadas de este año. Aún así, el peso de las obligaciones privadas sigue siendo importante. Seguimos viendo cierto valor en una cesta de obligaciones privadas seleccionadas. El 40% de nuestras carteras se invierte en obligaciones del Estado. Teniendo en cuenta que no tenemos una preferencia marcada por las obligaciones nominales o las obligaciones asociadas a la inflación, hemos asignado a ambas un peso del 20%. Somos neutrales con respecto al nivel de inflación previsto. Esta es la diferencia entre el tipo de interés nominal y el tipo real.

1. « Corporate Bonds at Work »

El rendimiento de los «corporate bonds at work» a finales de agosto era del +14,75%. El 96,75% del fondo se invierte en obligaciones privadas con calidad de inversión. Solo el 4,03% dispone de una calificación BB, más especulativa. El riesgo ligado a la divisa es casi inexistente, teniendo en cuenta que un 99% del fondo se invierte en euros. La metodología utilizada consiste en observar permanentemente los mismos parámetros. Por una parte, hacemos un seguimiento del diferencial de calificación, el rendimiento adicional de las obligaciones del Estado. Por otra parte, se hace

un análisis fundamental de las empresas. Hace ya muchos años que en CapitalatWork intentamos calcular el valor de las empresas teniendo en cuenta el valor de la empresa y su capacidad de generar flujos de tesorería libres. Hemos completado dicho análisis con un análisis en profundidad de la «financiación». En dicho análisis de financiación, elaboramos una tabla exacta para los cinco próximos años con las necesidades de financiación de las empresas cuyas obligaciones adquirimos. De forma ideal, compramos obligaciones de empresas que no deberían recurrir en los próximos años a los mercados de capitales o a los bancos para financiarse. Por tanto, invertimos exclusivamente en empresas con balances sólidos y que, además, han hecho sus deberes en el ámbito de la financiación para los próximos años.

2. « Inflation at Work »

A finales de agosto, el rendimiento del fondo «inflation at work» era de +3,55%. El fondo invierte un 90% en obligaciones del Estado y tiene un riesgo asociado al crédito de solo el 10%, tras la gran limpieza realizada en 2008. La cartera está igualmente compuesta, en un 88,74% por valores con calificación AAA, en un 2,4% por valores con calificación AA, en un 7,11% por valores de calificación A y solo en un 1,75% por valores de calificación BBB. Los riesgos asociados a la divisa están cubiertos ínte-

gramente frente al euro. El fondo inicia una nueva andadura en 2009, después de que el rendimiento de los años anteriores se haya visto afectado por la inclusión del riesgo asociado al crédito en la cartera. El hecho de que la cartera esté actualmente invertida en su práctica totalidad en obligaciones del Estado tiene como consecuencia que la oferta es claramente más «pura» para el inversor. El hecho de evitar en gran medida el riesgo asociado al crédito permite de nuevo al fondo cumplir íntegramente su objetivo real: lograr un rendimiento real por encima de la inflación futura. El rendimiento real de la cartera se eleva en la actualidad al 1,61%. La duración es de 7,5 años. En otras palabras, el rendimiento bruto que un inversor puede esperar hoy de este fondo en los próximos años es del 1,61% + la inflación futura.

3. « Government bonds at Work »

Nuestro fondo de obligaciones del Estado invierte un 68,49% en valores de calificación AAA, un 17,34% en valores de calificación AA y un 14,17% en valores de calificación A. Los valores de calificación AAA incluyen a Alemania, Francia, Países Bajos, las instituciones supranacionales (como, por ejemplo, el Banco Europeo de Inversiones) y a un cierto número de bancos que gozan de la garantía del Estado. Los valores de calificación AA son Bélgica, la Comunidad

flamenca y España. Los valores de calificación A incluyen a Portugal, Italia y Grecia. El rendimiento al vencimiento final (es decir, el YTM o «yield to maturity») se eleva al 3,21% con una duración de 6,4 años. En otras palabras, se trata de una cartera de obligaciones del Estado de primerísima calidad invertida al 100% en euros.

4. « Cash+ at Work »

La composición de nuestro fondo en liquidez se ha modificado seriamente también en el último año. La inversión en obligaciones de instituciones financieras y depósitos bancarios se ha reducido considerablemente. En la actualidad, el fondo invierte un 20% de sus activos en obligaciones del Estado a corto plazo. Solo el 10% se invierte en depósitos bancarios o en obligaciones de instituciones financieras. En este sentido, es importante destacar que todas estas obligaciones de instituciones financieras son obligaciones a corto plazo y con una fecha de vencimiento fija. En otras palabras, no hay obligaciones perpetuas. El 70% restante se invierte en obligaciones privadas con una duración máxima de 3 años. El rendimiento del fondo hasta finales del mes de agosto es del 4,22%. La composición actual da un YTM del 2,05% con una duración de 1,47 años.

Erwin Deseyn

Funds	Perf YTD	YTM	Duration	Currency		Ratings				
				EUR	USD	AAA	AA	A	BBB	BB/NR
Corporate Bonds at Work	+14,75	4,78	5,83	72,7%	26,25%	6,03%	6,48%	34,68%	48,78%	4,03%
Inflation at Work	+3,55	1,61	7,49	79,12%	20,78%	88,74%	2,40%	7,11%	1,75%	-
Government Bonds at Work	+2,46	3,21	6,37	100,00%	0,00%	68,49%	17,34%	14,17%	-	-
Cash+ at Work	+4,22	2,05	1,47	90,29%	9,71%	8,38%	12,15%	51,97%	27,51%	-



Erwin Deseyn, Gestor de Fondos de Renta Fija

16 años de experiencia en gestión de patrimonios
Licenciado en Ciencias Económicas

Erwin Deseyn trabaja en CapitalatWork desde 1999. Gestiona con Paul Smets, los fondos de renta fija Inflation at Work, Bonds at Work, Cash+ at Work y Government Bonds at Work. Además es responsable de la estrategia de los fondos de renta fija.

El sector de las Utilities y E.ON injustamente condenados al ostracismo.



Tras un largo período superando la rentabilidad de los índices (entre 2004 y 2008), el sector de las **Utilities** (servicios públicos) registra desde principios de este año un malísimo comportamiento bursátil. Mientras que los valores europeos aumentan aproximadamente un 15% a finales de julio, los valores de este sector sufren una auténtica malquerencia, como demuestran las cotizaciones bursátiles, que caen de media entre un 8% y un 9%.

Entre las razones que explican este marasmo, subrayamos el temor de los inversores ante las importantes inversiones acordadas por los principales grupos eléctricos mientras que, al mismo tiempo, el consumo eléctrico desciende varios puntos en Europa, fundamentalmente bajo la influencia de una fuerte contracción de la demanda industrial. A los temores de exceso de capacidad se añaden cuestiones sobre el endeudamiento del sector y su

capacidad para generar sosteniblemente flujos de caja libres y dividendos para sus accionistas. Los riesgos asociados a la normativa (nuclear y certificados de CO2) y la presión política tampoco son ajenos a la pérdida de confianza generalizada.

Consideramos que dichos temores son exagerados y que muy por el contrario, los riesgos radican más bien en una insuficiencia de capacidades de producción eléc-

trica en los próximos años. Aconsejamos a los inversores que aprovechen las cotizaciones actuales para reforzar su inversión en dicho sector. Recomendamos comprar valores de la alemana E.ON, particularmente expuesta al problema de la falta de capacidades que está por llegar a Europa central.

Contrariamente a la idea generalizada, las enormes inversiones de las Utilities en capacidades de generación eléctrica a largo plazo no suponen una amenaza seria para el equilibrio del mercado europeo y la evolución de los precios. Las capacidades de producción deberían aumentar solo un 1% anual de aquí a 2015. Ahora bien, solo algo más de un tercio de las inversiones previstas afecta a las centrales térmicas, indispensables para sustituir a las que llegan al fin de su ciclo de vida y cuyo desmantelamiento es necesario debido a la obsolescencia de las instalaciones, a su débil rendimiento energético y a las normativas europeas que pretenden reducir las emisiones tóxicas. El resto de inversiones corresponderá a las energías renovables, principalmente las eólicas, algunas de las cuáles sufren el bajo índice de disponibilidad, especialmente en los períodos de picos de consumo, frente a las centrales tradicionales. Las capacidades realmente disponibles, por tanto, serán muy inferiores a una demanda que a largo plazo, seguirá aumentando muy ligeramente.

La principal consecuencia de la obsolescencia de las centrales y de las inversiones realizadas fundamentalmente en las energías renovables es el margen de mano de obra, especialmente estrecho, que afecta al parque de producción europeo. De hecho, la asociación europea de operadores de transporte de electricidad considera indispensable para la seguridad del abastecimiento y el buen funcionamiento de la red, un margen de reserva del 5% al 10% de la demanda eléctrica, a fin de limitar los riesgos de sufrir un apagón como los sufridos por varios países europeos en los últimos años. Ahora bien, dicho margen de reserva desaparecería en un plazo de cuatro o cinco años en países como Francia, Reino Unido y Alemania. Incluso aunque el gobierno de Berlín decida prolongar la vida de las centrales nucleares. No olvidemos tampoco que la crisis del crédito llevará inevitablemente a posponer o incluso anular numerosos proyectos. El sur de Europa se ve, sin duda, menos afectado por estos problemas: España, por ejemplo, ha dedicado en estos últimos años considerables inversiones a nuevas capacidades de generación de gas, mientras que la demanda se encuentra actualmente en fuer-

te retroceso por la crisis económica. Sin embargo, la situación de Europa central sigue siendo muy preocupante, ya que los picos de consumo darán lugar inevitablemente a periodos de fuerte volatilidad de los precios. A esto se suman las dificultades técnicas de conectar entre sí las redes eléctricas nacionales, que no permiten una gestión óptima de la producción eléctrica europea. La buena noticia para los productores es, sin duda, el refuerzo de su pricing power. Y es que las enormes necesidades de inversiones de renovación y el elevado coste de producción de los nuevos participantes (por encima de los 60€/MWh en las centrales de gas construidas en la actualidad en Europa; fuente: E.ON, 2008) permiten vaticinar precios de la energía al alza para los próximos años y márgenes superiores para los productores.

Uno de nuestros valores preferidos en el sector es la alemana E.ON que, además de los temores que acabamos de evocar, debe hacer frente a las frecuentes preguntas por parte de los inversores sobre el elevado coste de su crecimiento externo (principalmente en España, aunque también en Italia y Francia) y su exposición directa en el mercado energético ruso. De nuevo, consideramos que estos temores ocultan el considerable valor de los activos de E.ON y subestiman la pertinencia de su estrategia.

Para empezar, E.ON ofrece una gran transparencia en cuanto a sus resultados para los próximos dos años. Una gran parte de su producción eléctrica se vende en mercados a plazo, lo que le permite una gran precisión en sus previsiones de resultados para 2009 y 2010. Gracias a un plan detallado de reducción de costes y de aumentos de productividad que pretende sumar 1.500 millones de euros al resultado de explotación de aquí a 2011 (es decir, aproximadamente un 14% más), el grupo confía en su capacidad de ofrecer buenos resultados en un entorno económico deprimido. Es más, el pasado junio el Grupo confirmó un importante plan de inversión de 30.000 millones de euros durante el periodo 2009-2011, para aprovechar las oportunidades de crecimiento. Solo el 17% de los gastos programados afectan a las actividades de mantenimiento. Las inversiones se centrarán en la generación eléctrica, las energías renovables y la producción de gas. Hemos calculado que, en este periodo, el grupo tendrá un déficit de tesorería de 6.000 millones de euros, tras el reparto de dividendos. Una salida de efectivo a la que E.ON podrá hacer frente perfectamente, sin ver amenazada su calificación A/A2, ya que el grupo ha previsto ceder alrededor

de 10.000 millones de activos, como Thüga, un holding de participaciones en Utilities alemanas locales, y su red de transporte de electricidad.

Las capacidades de generación del grupo aumentarán en torno a un 50% entre 2007 y 2015. La cuota correspondiente a las energías renovables (fundamentalmente, eólica e hidráulica) debería constituir aproximadamente el 18% de las capacidades del grupo de aquí a 2015 (frente al 13% actual) y un 36% de aquí a 2030, si se añade la energía solar y la biomasa. Cabe destacar que, según E.ON, el débil índice de disponibilidad de las centrales de energía renovable (por ejemplo, apenas el 25% en la energía eólica) exigirá recurrir a capacidades térmicas a modo de salvaguarda. Estamos lejos de ver desaparecer las centrales de gas, e incluso las de carbón. En cuanto a la cartera de generación de E.ON, valoramos particularmente un índice de emisiones de CO2 controlado, gracias a una atractiva diversificación entre energía nuclear, eólica, hidráulica y de gas, y los proyectos de centrales de carbón que utilizarán nuevas tecnologías de captación y almacenamiento de CO2. El impacto de la conclusión del programa de asignación gratuita de certificados de emisión de CO2 a partir de 2013, acordado por la Comisión Europea, debería por tanto ser limitado para el grupo alemán, que afirma que, para 2030, el 50% de sus capacidades no emitirán prácticamente carbono.

La guinda del pastel será, sin duda, una decisión favorable del próximo gobierno federal alemán con respecto a la necesidad de prolongar la vida útil de las centrales nucleares. Si bien la coalición de derechas CDU/CSU FDP, que encabeza los sondeos, ha expresado claramente su deseo de que el valor generado de esta forma se redistribuya parcialmente entre los alemanes, fundamentalmente a través de reinversiones en energías renovables, no es menos cierto que E.ON, cuyo valor nuclear representa hoy más del 15% de sus capacidades, puede beneficiarse de tal decisión. Recordemos que las provisiones para el desmantelamiento de las centrales representan aproximadamente 15.000 millones de euros del balance del grupo alemán.

Las inversiones directas de E.ON en Rusia, a través de su participación en el gigante Gazprom, o de su compra directa de activos de generación, han sido a menudo objeto de incompreensión en el mercado, que duda de la capacidad de E.ON para generar valor. Más allá de la asociación es-

tratégica de primer orden entre el grupo alemán, primer comprador de gas ruso de Europa, y Gazprom, insistimos en el compromiso de las autoridades rusas de continuar con la liberalización del mercado nacional de electricidad. La obsolescencia del parque de generación ruso exige inversiones considerables que solo son posibles en un mercado libre, donde los precios de la electricidad se ajusten a la realidad de los costes. En la actualidad, los precios nacionales de la electricidad son tres veces inferiores al precio bruto de los mercados de Europa occidental. Algunas regiones de Rusia ya sufren un déficit crónico del lado de la oferta. Consideramos que el mercado ruso es una auténtica oportunidad de crecimiento para E.ON.

Para concluir, consideramos que los temores asociados a los flujos de caja libres del grupo E.ON son exagerados. La previsible bajada de los gastos de inversión en generación y la contribución a los resultados de las nuevas centrales conducirán a un fuerte aumento de los excedentes de tesorería posteriormente a 2015. En la actualidad, la rentabilidad del flujo de caja libre es de apenas un 1% después de las inversiones de crecimiento, y del 10% si solo se tienen en cuenta los gastos recurrentes de mantenimiento. Creemos, por tanto, que E.ON seguirá siendo un valor rentable en los próximos años, apoyado por un crecimiento anual medio del 10% de sus flujos de caja libres entre 2011 y 2016. El grupo seguirá defendiendo su calificación A/A2

procurando no superar una ratio de 3x la deuda neta económica (incluidas las provisiones para el desmantelamiento de las centrales) con respecto al excedente bruto de explotación o EBITDA. El apetito de los inversores por las obligaciones emitidas por el grupo en 2009 demuestra que los inversores en obligaciones tenían confianza plena en la gestión de E.ON. Pensamos que aquí hay un desfase de percepción en relación con la opinión de los inversores en acciones, que terminarán por redescubrir todo el interés de las centrales eléctricas en general y el de E.ON en particular.

Dominique Marchese



Dominique Marchese, *Gestor de los fondos European Equities at Work y Contrarian Euro Equities at Work*

16 años de experiencia en gestión de patrimonios
Licenciado en Ciencias Matemáticas
Master en Ciencias Actuariales

Dominique se unió a CapitalatWork en 2002. Gestiona los fondos European Equities at Work y Contrarian Euro Equities at Work. Además es responsable de la estrategia de renta variable.

¿Quién es Avelino Gaya?

Tengo el honor de haber nacido en Soria a finales de los años 40 y poseer casi todos los valores que nos adornan a los numantinos. Entre otros son la seriedad, el trabajo, la honestidad y el sentido común. A los 16 años me traslado a Madrid para estudiar Ciencias Económicas y desde entonces soy un madrileño más. Estoy casado y tengo dos hijos : Isabel (19) y Avelino José (17), ella estudia Derecho y Empresariales en la Universidad Carlos III y él 2º de bachillerato. Formamos una familia muy sólida donde Maria Isabel , mi mujer, tiene mucho que ver y además es aragonesa.

¿Dónde comenzó tu carrera profesional?

Terminé la Licenciatura en 1971. Eran unos años difíciles con grandes movilizaciones estudiantiles.

Cuando cumplí mis obligaciones con el ejército, comencé a trabajar en la banca industrial

(Banco Industrial Fierro). Además de complementar mi formación con la especialidad en Tributos, comencé a analizar compañías y a gestionar patrimonios.

Posteriormente trabajé como director financiero en una empresa inmobiliaria cotizada en bolsa.

En 1983 fui nombrado Subdirector General en una SMMD (Sociedad Mediadora en el Mercado de Dinero).

Fueron años muy interesantes ya que asistí en primera línea al nacimiento del actual sistema financiero en España.

Después fui uno de los fundadores de Mercapital y allí en mi área de responsabilidad creamos una gestora de Fondos de Inversión (1985) y Bancapital Banco Financiero Privado que fue pionero en la gestión de patrimonios en España. Nuestros accionistas eran muy importantes en ésta actividad, entre ellos el grupo Indosuez, Banque Privée Edmond de Rothschild, Dillon Read, etc.

Mi posición era la de Director General.

Dentro del área desarrollamos una Sociedad de Valores y Bolsa (Valgest) . Todo el grupo financiero se integró posteriormente en el banco Indosuez.

¿Estuviste mucho tiempo en la actividad?

Ciertamente no acabó allí. En 1993 dejé el banco y el grupo Mercapital.

Posteriormente creé con otros accionistas una Sociedad Gestora de Patrimonios llamada Finanzas Patrimoniales. Esta sociedad se integró en CapitalatWork en el año 2005. Apartir de este momento disfruto

con la pertenencia a un gran grupo europeo de gestión de patrimonios.

Por la experiencia y conocimiento de CapitalatWork, puedo decir que es la mejor sociedad gestora de patrimonios que he conocido: por su técnica de análisis, por los principios que aplica, su coherencia y la consistencia de los resultados.

Actualmente CapitalatWork se ha integrado en el Grupo Foyer y la potencia se ha elevado enormemente.

Espero continuar muchos años.

¿En la empresa , qué función realizas?

Estoy colaborando en el desarrollo comercial. Teniendo en cuenta que en esta actividad la intensidad en las relaciones con los clientes es importante lucho todos los días por el acercamiento y difusión de nuestra gestión a los clientes actuales y a los potenciales. El trato cercano con los clientes actuales es uno de nuestros puntos fuertes y de lo que más orgullosos nos sentimos. Cuando se trabaja bien es una obligación hacer partícipes de los resultados al mayor número de clientes posibles.

¿Y fuera del trabajo?

Dedico mucho tiempo a la familia. La formación de mis hijos es prioritaria. Otras cosas que me gustan son : pasear, jugar al golf, leer e ir al teatro. Los fines de semana los dedico a viajar con la familia sobre todo dentro de la península. Cuando puedo veo jugar a mi equipo, el C. D. de Numancia.

¿Dime lo último que has leído?

Los dos últimos libros han sido totalmente distintos. Uno de Fernando Trías de Bes “ El hombre que cambió su casa por un tulipán “ sobre aspectos financieros y económicos y el otro es de un clásico de la generación del 98 D. Pío Baroja y es el

último de una trilogía llamado el “ Árbol de la ciencia” que es que es pura filosofía en la búsqueda de la verdad. Leo mucho a los clásicos.

Dime qué obra de teatro has visto últimamente

Hace unos días he visto una que me gustó bastante “ El pez gordo “ de Roger Rueff. Trata sobre una empresa en crisis abocada irremediamente a la quiebra, si no logran arrancarle un succulento acuerdo comercial al presidente de una gran compañía : El pez gordo.

Maria Isabel, mi mujer, es muy aficionada al teatro y consigue que asistamos con cierta frecuencia.

¿Que pides al futuro de CapitalatWork?

Sinceramente creo que existirá un antes y un después de la crisis financiera que nos ocupa.

CapitalatWork tiene que ser una de las que saldrán reforzadas de la crisis.

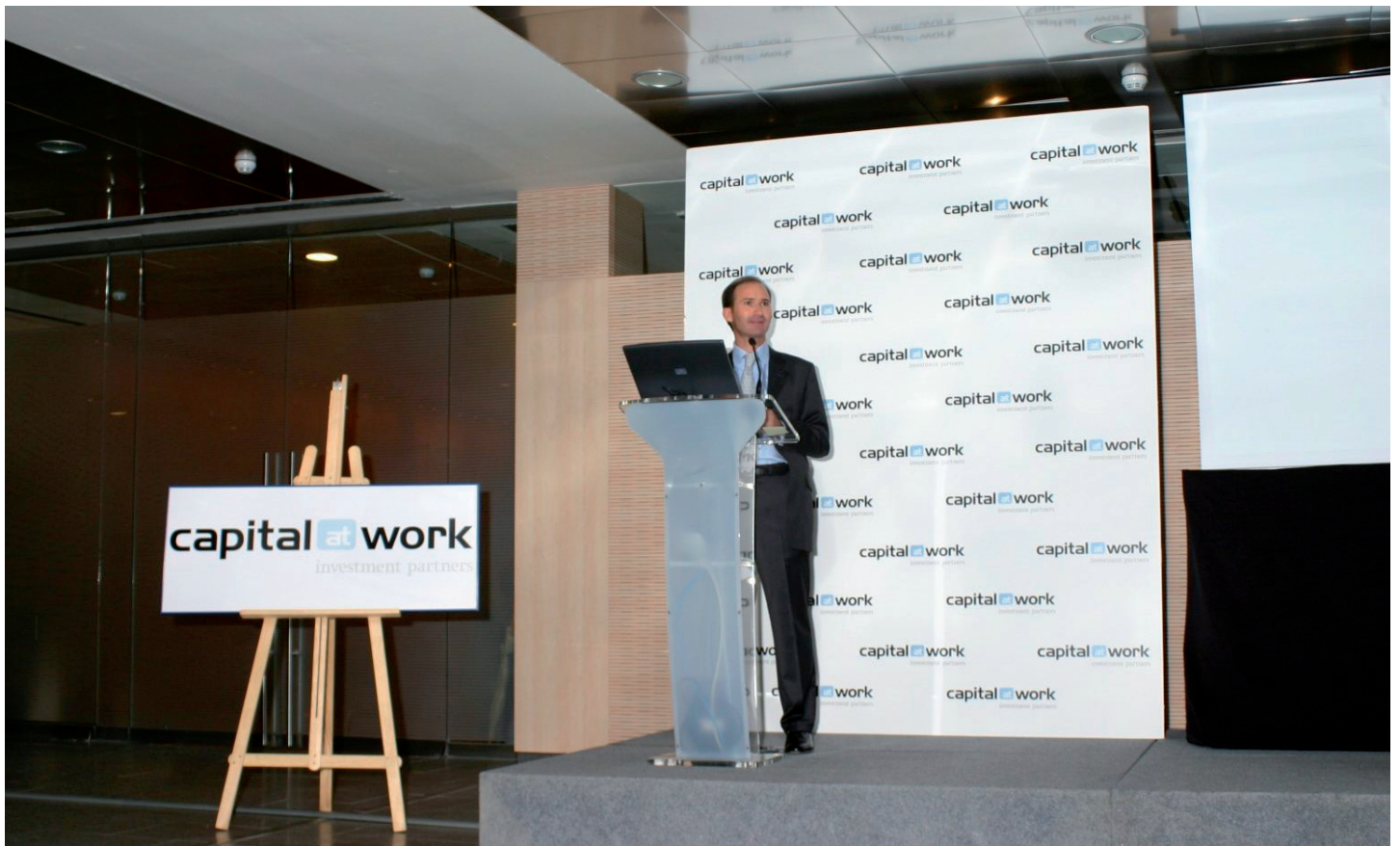
La filosofía de gestión y todos los principios que aplica están produciendo ya unos resultados espectaculares. La coherencia es una virtud que fructifica siempre a medio y largo plazo.

Por ello, le pido simplemente que continúe igual por esforzarse en conseguir que la calidad de la gestión sea bien conocida en el mercado.



Desayunos.

Como es habitual en CapitalatWork, durante el mes de octubre se realizó un desayuno informal en el que se invita tanto a clientes y amigos como a periodistas reconocidos. En este interesante evento se presenta un tema económico del momento en el que los ponentes comentan la actualidad económica y el punto de vista de CapitalatWork, además de contestar las preguntas espontáneas que el público asistente formula. Es una manera flexible y de proximidad con nuestros clientes y amigos que en CapitalatWork llevamos realizando desde hace ya varios años.



En la última edición se trató el tema “¿Ha terminado ya el rally de los mercados?” En referencia a la situación actual de los mercados en la que nos encontramos. Se habló sobre la recuperación que hemos tenido en los últimos meses que desde nuestro punto de vista ha sido muy fuerte, muy rápida, ligada a la evolución de la economía americana y sobre todo justificada.

Algunas de las claves de esta recuperación han podido ser, el haber llegado a niveles exageradamente bajos con compañías buenas y sanas, muy infravaloradas (efecto “muelle”), el no existir alternativas

debido a tipos muy bajos que desembocan en unos costes de oportunidad para los activos poco arriesgados (monetarios, RF corta, bonos de gobierno), mucha liquidez y activos defensivos, mejora de la competitividad que ha provocado una enorme reducción de gastos en las empresas, ayudas económicas de los Estados con enormes inyecciones de liquidez, políticas monetarias y fiscales con el objetivo de sostener el consumo a través de los tipos de interés y un apoyo coordinado por parte de los gobiernos. Todo esto hace cuestionarse si la recuperación seguirá sin nuevos factores para sostenerla.

Tanto Eric Ollinger como Lucas Monjardín una vez presentadas las claves de la recuperación y formulada la cuestión de si el Rally seguirá en el futuro, expusieron el punto de vista de CapitalatWork en el que consideramos que hay muchas razones macro y micro económicas para pensar que este rally puede seguir, probablemente no con subidas como las que hemos vivido del 60% desde marzo de 2009 pero si que los datos y expectativas económicas llevan al optimismo gracias sobre todo a la facultad de adaptación de las empresas y por lo tanto a la continuidad de la mejora de los resultados empresariales.

En CapitalatWork pensamos en una recuperación económica paulatina en USA a finales de 2009 o principios de 2010, en Europa en 2010 encabezada por Alemania y Francia y en España e Inglaterra más que probablemente en 2011. Así mismo creemos en una inflación moderada para los próximos años.

La consecuencia de estos eventos viene reflejada en unos interesantes artículos de prensa en los mejores periódicos económicos nacionales.

Expansión.com | INVERSIÓN

¿Ha acabado el rally en bolsa?

Es la pregunta más popular en los últimos meses y no sólo en el parqué. La firma de inversión CapitalatWork asegura que aún es posible ver alzas en renta variable, pero evidentemente el ritmo frenético que llevan los parqués desde marzo no es sostenible.

Algunos ahorradores han visto como la bolsa española lleva siete meses consecutivos al alza, en los que se ha revalorizado un 54%. Muchos se lo han perdido. ¿Es tarde para entrar?

Lucas Monjardín, director de análisis de CapitalatWork, afirma que, aunque hay que ser muy selectivos en estos momentos, todavía no se ha descontado la recuperación económica y advierte que si el inversor espera a entrar en bolsa cuando los datos lo confirmen será tarde. El experto asegura que se pueden esperar rentabilidades de entre el 10% y el 11% en las bolsas

Europeas y algo inferiores en EEUU, según un análisis que realizan de lo que pueden llegar a ganar las empresas teniendo en cuenta el descuento de flujo de caja previsto para los valores que componen los índices.

Eric Ollinger, consejero delegado de la firma, espera que continúe la mejora de las bolsas por lo menos hasta que los bancos centrales empiecen a subir los tipos de interés (a partir de mediados de 2010). El avance se soportará gracias a la facultad de adaptación de las empresas, que con los ajustes que han hecho van a hacer posible que sigan mejorando los resultados empresariales.

¿Dónde invertir?

No en todas las compañías hay valor. De hecho, los expertos aseguran que a partir de los niveles actuales o quizás un poco más arriba, se empezará a discriminar las buenas empresas de las que no lo son tanto. Hasta ahora las subidas han sido generalizadas.

CapitalatWork cree que hay una oportunidad histórica en financiación de empresas por dos vías:

Mediante acciones. Hay que elegir las compañías que generan mucho flujo de caja libre, que no dependen de inyecciones externas de liquidez. Por eso aconseja mucha cautela con el sector financiero y recomiendan evitarlo. Eso sí, con las fuertes subidas que han registrado casi todos los valores hay que apostar sólo por los que se pague un precio razonable. Les gustan GBL, Eutelsat, Siemens, Gaz de France-Suez, Total y Vinci.

También Adidas, Carlsberg, E.On, Lafarge,

Publicis, Schneider, Roche, Novartis, WPP, Iliad, Dassault Systemes y LVMH.

En España, de los valores que siguen destacan BME, Endesa, Gas Natural, Reed Eléctrica, Indra y Técnicas Reunidas.

Mediante bonos. Confía en empresas poco endeudadas y que generan mucha caja. Aconseja diversificar con las compañías y estar en plazos medios-largos.

Ollinger aconseja evitar los bonos corporativos porque no ofrecen intereses tan atractivos como muchas empresas de calidad. La seguridad tiene un coste de oportunidad elevado, apunta el experto haciendo referencia a los bajos intereses que ofrecen activos defensivos para los que buscan evitar el riesgo.

Monjardín puntualiza que su escenario en bolsa tiene forma de raíz cuadrada y tras la recuperación llegará un movimiento lateral que puede coincidir con el periodo en que se empiecen a retirar las ayudas de los gobiernos. A corto plazo, el director de análisis no descarta una corrección violenta (entre el 10% y el 15%), pero advierte que será tan corta que no dará tiempo a los inversores a reaccionar para entrar en bolsa.

CapitalatWork explica que la recuperación de los mercados ha sido muy rápida, muy fuerte, ha estado ligada a la economía americana y está justificada. Parte de la base que ha habido un efecto muelle, porque se habían llegado a unos niveles exageradamente bajos, con compañías buenas y sanas muy infravaloradas. También está ayudando la falta de alternativas de inversión, con los tipos muy bajos, que hay mucha liquidez a la caza de rentabilidad.

Family Office: what's in a name?

“Any fool can make money but it takes a wise man to keep it.” Son las últimas palabras que dijo Cornelius Vanderbilt a su hijo William. Estamos en 1877 y Cornelius Vanderbilt era en aquella época el hombre más rico de Estados Unidos. A la edad de seis años, su hijo William era el hombre más rico de Estados Unidos. 100 años después, en una reunión familiar de los 120 descendientes de Cornelius Vanderbilt, ya ninguno era millonario.

Transmitir el patrimonio a la generación siguiente es el mayor desafío al que se enfrenta una familia adinerada. Se dice que el patrimonio se evapora en apenas 3 generaciones. En algunos países es sobradamente conocido el dicho “padre empresario, hijo playboy y nieto mendigo (Davis, 1997)”. Un Family Office independiente ayuda a las familias en posesión de una fortuna a transferir su patrimonio a las generaciones siguientes.

El concepto del Family Office es poco conocido para la mayoría de las personas. Sin embargo, las familias adineradas solicitan cada vez más los servicios de este tipo de institución, sobre todo, tras el reciente período de crisis financiera. Los **“Family Offices”** tomaron impulso en Estados Unidos en la segunda mitad del siglo XIX. Tras la venta de su participación en el grupo siderúrgico Carnegie Steel, Henri Phipps funda su propio Family Office... hace ya más de 100 años. La oficina familiar, principalmente, tenía que velar por el capital familiar y, sobre todo, velar para que el capital siguiera en manos de la familia. Rápidamente, otras familias poseedoras de grandes fortunas, como los Guggenheims, los Rockefellers y otras familias prominentes siguieron su ejemplo y fundaron sus propios Family Offices.

En los años 90, la popularidad de los Family Offices conoció un crecimiento exponencial en Estados Unidos. Desde hace algunos años, encontramos algunos en Europa pero no tienen la envergadura de

sus homónimos estadounidenses. Suiza y Holanda cuentan con decenas de sociedades especializadas en servicios a familias adineradas. En España, el número de oficinas sigue siendo muy restringido.

En el mundo de los Family Offices, distinguimos tres tipos de oficinas:

- El Single Family Office (SFO): compuesto por un equipo de profesionales dedicados exclusivamente a las necesidades de una sola familia.
- El Multi Family Office (MFO): creado como Single Family Office pero que ha extendido sus servicios a otras familias y, finalmente;
- El Multi Client Family Office (MCFO): compuesto por un equipo de profesionales al servicio de varias familias. Este último tipo de oficina está en clara expansión en Europa; muchos exbanqueros privados crean su propia oficina, a instancia de algunas familias, poniendo su experiencia financiera al servicio de éstas y trabajando por su cuenta. Suelen trabajar bajo el mando de un Family Office pero, en realidad, son gestores que proponen una estructura transparente mediante un fondo de fondos.

En general, los Family Offices siguen siendo pequeñas entidades para poder trabajar de manera transparente y mantener una relación sólida con sus clientes. Por ello, las Family Offices sólo se dirigen a un pequeño grupo de familias ricas a las que pueden garantizar un servicio óptimo.

La principal distinción se produce en cuanto a la compensación: el Family Office sólo recibe retribución de sus propias familias y no recibe, por tanto, comisión alguna de las entidades que gestionan el patrimonio de éstas o de sus asesores. Esta distinción garantiza la total independencia del Family Office. El hecho de recibir retribuciones de proveedores haría que su independencia quedara un tanto en entredicho.

El problema recurrente para la mayoría de los especialistas bancarios o gestores es el conflicto de intereses: los clientes esperan un asesoramiento y seguimiento en la gestión global de su patrimonio a largo plazo pero, a menudo, los gestores sufren la presión de su propia dirección para que presenten beneficios a corto plazo mediante la venta de productos financieros. Este método de trabajo está totalmente excluido en un Family Office; no vende nada, no dispone de ningún producto financiero propio sino que pone su experiencia y conocimientos al servicio de las familias para poder aconsejarlas en sus decisiones.

Los servicios propuestos por un Family Office son totalmente a medida y están muy diversificados. Cubren todas las necesidades de un cliente adinerado a largo plazo. Un Family Office propone un enfoque global para garantizar el mantenimiento y el aumento del patrimonio de generación en generación respetando, al mismo tiempo, los intereses y la armonía familiar.

El papel de un Family Office no se limita a las inversiones sino que subraya los distintos riesgos a los que se enfrenta el patrimonio para que las generaciones venideras puedan seguir disfrutando de él. Los riesgos potenciales son los siguientes:

1. Pensar poder hacerlo todo solo: algunos empresarios, que han creado su empresa con ayuda de colaboradores, gestores, contables y fiscalistas, piensan que en el momento de la venta de ésta tienen que hacerlo todo solos, aunque se trate de un campo en el que no disponen de experiencia suficiente para evitar las posibles trampas.
2. Impuesto de sucesiones: en algunos casos, deben adoptarse a tiempo algunas disposiciones, para evitar el riesgo de que se dilapide el 60% del patrimonio.
3. Dispersión: si el patrimonio está demasiado dividido y ya no se considera como



familia evitando una acumulación de costes superfluos. Es muy importante que el gestor al que otorga su confianza la familia dé pruebas de transparencia y siga la estrategia correcta, aprobada por la familia. El papel del Family Office consiste en poner a las familias en contacto con gestores que tengan una cierta libertad de gestión (y que no sean distribuidores de productos). La gestión de patrimonio es un ejercicio muy fastidioso. Cualquier nivel intermedio, a base de fondos o estructuras - generalmente onerosas - tiene que evitarse al máximo. Una estructura abierta permite identificar rápidamente la falta de competencia de un gestor. Cada gestor cualificado posee una especialidad propia y un estilo de gestión propio.

3. Efectuar una planificación patrimonial para respetar la aplicación de las directivas legales, poner en marcha soluciones, conservar el patrimonio en la familia y evitar la dispersión. “Deseo que ninguna acción de la sociedad salga de la familia. Asimismo, le aconsejo que no reparta dividendos.” éstas son las palabras textuales del patriarca Phipps, escritas hace un siglo. En el marco de la planificación patrimonial, el Family Office puede desempeñar el papel de árbitro o albacea. Como tercera parte, independiente, el Family Office puede solucionar herencias complicadas y ser moderador en conflictos familiares. La función del “Administrador” puede atribuirse, en algunos casos, al Family Office. A veces los padres dudan sobre si transmitir o no su patrimonio a sus hijos de corta edad, porque consideran que no están todavía preparados para gestionarlo. Si dejan que el Family Office adopte el papel de “Administrador”, evitan que su fortuna se gestione en contra de sus deseos. El Family Office también desempeña un papel de “Coach Financier” de los hijos. Organiza grupos de trabajo para los hijos y les enseña a gestionar un patrimonio. Estas sesiones tratan sobre la transmisión de los conocimientos elementales de gestión, fiscalidad y planificación patrimonial... El objetivo consiste en familiarizarlos con los diferentes temas que atañen a su fortuna. La educación es la clave del éxito de la transmisión entre generaciones. Los padres desempeñan un papel de modelo; tratan de educar a sus hijos explicándoles que la gestión de un patrimonio familiar exige esfuerzos, seriedad y disciplina antes de poder disfrutar de él.

un todo. Los gastos aumentarán, las posibilidades de diversificación disminuirán y los riesgos aumentarán. Un enfoque global del patrimonio es crucial para su mantenimiento.

4. Demasiada poca diversificación: algunos patrimonios se han fundido como nieve al sol en familias de accionistas en algunas entidades financieras.

5. Gastos demasiado elevados: si los gastos representan el 3 % del patrimonio, está estadísticamente probado que hay un 10 % de posibilidades de que el patrimonio disminuya un 20 % en los siguientes 20 años. Si los gastos representan el 5 %, la probabilidad de que el patrimonio disminuya en un 20 % se eleva al 35 % - 40 % y, si los gastos representan el 7 %, la probabilidad de que el patrimonio disminuya un 20 % se eleva al 70 % - 90 %.

6. La dinámica familiar: las disputas entre los miembros de una misma familia como consecuencia de una mala comunicación o del incumplimiento de algunas directrices internas suelen ser el origen de la disolución de los patrimonios.

7. Mala gestión (incluido el fraude (ej. Madoff), riesgos desconocidos), costes elevados, poca transparencia, etc. pueden tener un impacto negativo.

En cuanto se definen los riesgos, el Family Office asesora a la familia para reducirlos al máximo de:

1. Estableciendo la estrategia de distribución de activos en donde la diversificación desempeña un papel muy importante, la sobreponderación de un haber en una categoría de activos se verá reducida de manera importante. Durante la crisis financiera de 2008, se ha demostrado claramente que la diversificación tenía un valor añadido importante y que permitía evitar grandes disminuciones de patrimonio. La estrategia de distribución de activos define del 85 al 92 % del rendimiento del patrimonio. Algo que también es primordial para la creación de una cartera de inversión.

2. Seleccionando, siguiendo y controlando a los gestores; subrayando los riesgos que se corren. Durante la negociación del contrato, el Family Office desempeña un importante papel a favor de la

4. Ayudando a la gobernanza familiar: la redacción de la carta familiar en la que se detallan los valores fundamentales de la gestión del patrimonio. El objetivo principal de esta carta consiste en evitar las querellas y los conflictos. Una correcta gobernanza garantiza que el patrimonio familiar siga una dirección bien definida, respete algunos valores y defina algunas reglas del juego que todos los miembros tendrán que respetar en algunos casos. La gobernanza familiar vela para que los miembros se encuentren en el momento indicado, en el lugar indicado para debatir sobre los temas indicados (Lievens, 2004).
5. Organizando y estructurando la comunicación entre los miembros de la familia: establecer el orden del día, fijar el lugar de la reunión, redactar los informes, inventariar los acuerdos adoptados, unificar la información de la que podrá disponer la familia...
6. Efectuando una asistencia personal: seguimiento de cuentas personales, pago de facturas, reserva de viajes... El Family Office se hace cargo de toda la Administración. Extractos de cuentas, correos, comunicaciones de aseguradoras... se envían a

la dirección del Family Office. El Family Office evita a sus clientes todo el proceso de pagos, verificación de extractos bancarios y de clasificación. Una vez al mes, el Family Office envía un resumen recapitulativo de gastos e ingresos a sus clientes.

7. El apartado "administración" es una parte muy importante, aunque a veces subestimada, del Family Office. Considerando las grandes fortunas como una empresa. Y es ahí donde la administración desempeña un papel muy importante. En el marco de una empresa, el reporting financiero es la herramienta de base de la gestión. En el marco de las fortunas privadas, el reporting financiero suele omitirse aunque está en la base de los acuerdos que se adoptan en el marco del patrimonio, de los préstamos, ingresos, gastos... Por este motivo, la mayoría de los Family Offices ofrecen un reporting financiero consolidado en el que la familia encuentra las distintas carteras, así como demás componentes del patrimonio (inmobiliario, seguros de vida, arte,...).

Este tipo de inventario tiene la ventaja de que el Family Office encontrará, en colaboración con el notario y el fisca-

lista, soluciones legales fundadas en la totalidad del patrimonio y conformes a los deseos del cliente.

Los problemas encontrados en el marco de la gestión de un patrimonio familiar son cada vez más complejos, lo que obliga a las familias a acudir a equipos independientes y pluridisciplinarios. Actualmente, los Multy Family Offices también están muy cotizados. Estas sociedades ofrecen sus servicios a varias familias, lo que permite que fortunas menos importantes puedan disfrutar de este tipo de servicios. Como consecuencia de la globalización y del alejamiento geográfico de los hijos, también hemos constatado una nueva tendencia dentro de los Family Offices. Éstos crean redes entre ellos para estar mejor preparados a la hora de hacer frente a este nuevo desafío.

Es una familia extraordinaria que dirige el curso sobre las generaciones, con el objetivo de aumentar, disfrutar y hacer un buen uso de esa riqueza conjuntamente. Un family office independiente puede ayudar a una familia a conseguir el objetivo.

Presentación del grupo Foyer.

CapitalatWork Group forma parte de Foyer S.A. desde febrero del presente año; por ello, nos gustaría aprovechar esta edición de Capital Ideas para ofrecerles más información sobre el grupo.

La historia de Foyer

Foyer S.A. (anteriormente, "Le Foyer") ha sido fundada en 1922 por cuatro familias de Luxemburgo. Hasta la fecha, el 78,62% de las acciones de la sociedad siguen estando en sus manos.

A lo largo de los años, mediante el logro de resultados excepcionales y ofreciendo constantemente servicios de calidad superior, Foyer ha sabido ponerse a la cabeza del mercado de seguros luxemburgués. También forma parte de los principales grupos financieros del Gran Ducado. En el momento de la apertura de los mercados europeos, Foyer hace frente al desafío de desarrollar nuevas perspectivas.

En julio de 2000, Foyer fue el primer grupo de seguros luxemburgués en abrir su capital al público haciendo su entrada en bolsa. En este momento, el 16,67% de las acciones cotizan en las plazas de Luxemburgo y Bruselas. Las restantes acciones pertenecen a la sociedad de inversión del Gran Ducado Luxempart S.A. y a la propia Foyer S.A. La introducción en bolsa ha sido un proceso importante para Foyer, poniendo de relieve la ambición de crecer fuera de Luxemburgo y al mismo tiempo de invertir en nuevos sectores.

Las actividades de Foyer

Las actividades de Foyer, que se dirigen tanto a particulares como a empresas, pueden dividirse en tres pilares:

1. Seguros de "no vida":

Foyer ofrece el abanico completo de productos de seguros de "no vida", con diferentes productos en materia de vivienda, automóvil, riesgo de empresa, protección jurídica, gestión del riesgo y seguro de enfermedad complementario.

2. Seguros de "vida":

"Foyer Vie" ofrece una gama completa y flexible de servicios y productos, entre

ellos productos de ahorro y de pensión complementaria. En cuanto a "Foyer International", ésta ofrece seguros luxemburgueses a medida en diferentes países europeos gracias al pasaporte europeo de la libre prestación de servicios.

3. Gestión de patrimonio:

Desde 1999, Foyer ofrece asimismo, a través de su filial "Foyer Patrimonium", servicios de gestión y de planificación del patrimonio. Colaborar con CapitalatWork aporta al grupo Foyer la presencia y la talla internacional requeridas con el fin de responder a las necesidades de clientes particulares con grandes patrimonios y de reforzar y desarrollar estas actividades en Europa.

El grupo Foyer cuenta con algo más de 550 colaboradores. Ofrece asimismo sus productos de seguros y sus actividades de gestión del patrimonio mediante una red de agencias locales con aproximadamente 400 agentes en el mercado luxemburgués.

Foyer S.A. posee unos 450 millones de euros en capitales propios y ha aplicado con prontitud medidas de gestión que le han permitido hacer frente a la tempestad financiera. De este modo, el grupo ha lo-

grado conservar una situación financiera sólida en 2008. Gracias a excelentes resultados operativos, próximos a los de 2007, ha obtenido un resultado consolidado neto de 12,13 millones de euros en 2008 frente a 76,19 millones de euros en 2007. Este descenso es limitado, habida cuenta de la evolución del mercado de seguros.

Estructura organizativa

Foyer S.A. está dirigida por un comité ejecutivo compuesto por:

François Tesch, Chief Executive Officer
Marc Lauer, Chief Operating Officer
Vincent Decalf, Chief Executive Officer
 CapitalatWork

Su gestión diaria se beneficia del apoyo de los Executive Managers, cada uno de ellos responsable de su propia división.



Desde su fusión con Foyer Patrimonium, nuestra organización, cuya sede central se encuentra en Luxemburgo, tiene un nuevo comité de dirección representado por:

Vincent Decalf,

CEO Group

Ivan Nyssen,

CIO Group

André Birget,

Managing Director

Benoît de Hulst,

Managing Director

Robert Pegels,

Managing Director

Nuestras oficinas en Bélgica y en los Países Bajos tienen a su cabeza a:

Maarten Rooijackers,

CEO Belgium / The Netherlands

Dominique de Borrekens,

Managing Director

Ivan Nyssen,

Managing Director

Robert Pegels,

Managing Director

En colaboración con

Marcel Van Cleempoel,

Director Operations

Vincent Lambrecht,

Director Estate Planning

El Comité de Dirección de la oficina de Luxemburgo lo forman:

Vincent Decalf,

CEO Group

André Birget,

Managing Director

Benoît de Hulst,

Managing Director

Sylvie Lanari,

Managing Director

Las oficinas de Ginebra y Madrid están representadas por sus responsables locales, **Robert Melkman** y **Eric Ollinger** respectivamente.

Encontrará más información relativa a Foyer S.A. en la página Web www.foyer.lu y en el informe anual 2008, con el que podrá obtener un ejemplar de nuestros servicios.

Debido a la fusión de Foyer Patrimonium S.A. y CapitalatWork Group, hemos creado un nuevo logotipo. Al conservar la marca CapitalatWork, confirmamos nuestra notoriedad adquirida a lo largo de los años, así como nuestro valor y nuestra fiabilidad en el campo de la gestión de patrimonios. Al incorporar el nombre de Foyer Group, subrayamos los valores sólidos y estables que este nuevo grupo podrá ofrecer, tanto a nosotros como a nuestros clientes y relaciones.

“Wealth Management” en la firma remite a nuestro servicio, es decir, nuestro foco de atención al 100% en la gestión y la planificación del patrimonio.

El lanzamiento del nuevo logotipo se hará a partir del 1 de octubre de 2009.

Nuevas oficinas

La reciente mudanza del equipo de CapitalatWork a la sede luxemburguesa del grupo Foyer era otra etapa del proceso de integración entre CapitalatWork y Foyer Patrimonium. Pensamos favorecer de este modo la cooperación entre los dos equipos. Nuestros compañeros ya están localizables en:

Rue Léon Laval 12

L-3372 Leudelange

Luxembourg

T +352 31 41 401

F +352 31 41 60

El equipo de Amberes también se ha mudado. Nuestros compañeros han tomado sus nuevos cuarteles a finales de junio en la dirección siguiente:

‘Green Plaza Building’

Karel Oomsstraat 19

B-2018 Antwerpen

T +32 3 287 38 40

F +32 3 239 76 48

Esta nueva implantación en Amberes nos pone en condiciones de organizar presentaciones en la oficina, presentaciones de las cuales se le tendrá naturalmente al corriente con regularidad.

CapitalatWork Países Bajos

El 1 de septiembre, Steven Faber se incorpora a la plantilla de CapitalatWork Países Bajos como Managing Director; su misión consistirá en desarrollar CapitalatWork en el mercado holandés junto con el resto del equipo de colaboradores.



Steven tiene varios años de experiencia en la gestión de patrimonio trabajando para Van Lanschot Bankiers. También ha tejido una red de contactos en el sector de la banca privada. El último puesto desempeñado por Steven en Van Lanschot Bankiers ha sido el de Director de Inversores Privados dentro de la dirección de Banca Privada Países Bajos.

Para más información:

www.capitalatwork.com



Un nuevo logotipo

capital at work

Wealth Management  Foyer Group

Seguridad, simplicidad, transparencia, pero no sin convicción !

Desde 1990, Capital at Work participa con éxito en el crecimiento del patrimonio de sus clientes. Nos concentramos únicamente sobre la gestión, y nuestra filosofía de inversión está basada en el «value investing». Por otro lado la seguridad, la simplicidad, y la transparencia son los fundamentos de nuestro enfoque. Nuestra gestión y nuestro conocimiento en estructuras patrimoniales crecen con el valor adjunto de nuestros clientes. Para más información, visite nuestra web: www.capitalatwork.com, o contacte con Natalie Cardoen en el +32 2 663 36 09 n.cardoen@capitalatwork.com.

CapitalatWork is a member of Foyer

capital at work
Wealth Management  Foyer Group

