

Capital Ideas

Insights about strategic investments



Premier semestre 2008

capital **at** **work**
investment partners

Dans cette édition

edito	p. 3
Bienvenue à la troisième édition de notre bulletin 'Capital Ideas'	
global perspective	p. 4
Perspectives mondiales premier semestre 2008	
focus	p. 7
Nos bureaux en Suisse et au Luxembourg	
external experts	p. 8
La Suisse: en passe de devenir une juridiction de choix pour les trusts	
Le Luxembourg: création de la Société de Gestion de Patrimoine Familial	
zoom in on	p. 12
Siemens: le meilleur reste à venir	
investment philosophy	p. 14
La sélection de titres de CapitalatWork : un processus en quatre étapes	
capital mindset	p. 18
Brésil – Mexique – Etats-Unis versus Turquie – Pologne – UE: professionnalisation des marchés obligataires locaux au sein des entités économiques de demain	

Colophon

Capital Ideas est une publication de **CapitalatWork SA**,
Avenue de la Couronne 153, B - 1050 Bruxelles,
website: www.capitalatwork.com

Fin de rédaction
Janvier 2008

Comité de rédaction
CapitalatWork SA,
Avenue de la Couronne 153, B - 1050 Bruxelles,
Tel.: +32 2 673 77 11
Fax: +32 2 673 55 99

Maarten Rooijackers, Erwin Deseyn, Ludwig Caluwé,
Nathalie Cardoen, Carole Denijs, Susanne Poirters

Marketing et Communication
Maarten Rooijackers, Nathalie Cardoen
Tel.: +32 2 673 77 11
E-mail: capitalideas@capitalatwork.be

Mise en pages
Communication Matters
© Cover photo et photo p. 14: Siemens

Disclaimer

CapitalatWork Group a rédigé le présent document à usage interne et pour information de et usage par ses clients. Ce document ne peut être reproduit ou distribué, même partiellement, sans autorisation préalable de son auteur.

Bien que se basant sur des sources fiables CapitalatWork ne peut être tenue pour responsable de l'exactitude, la justesse ou la véridicité de l'information contenue dans la présente publication.

L'information contenue dans le présent document ne constitue en aucun cas ni un conseil en investissement ni un conseil juridique ou fiscal ni un conseil de toute autre nature. Cette publication est purement informative.

Il vous appartient de porter un jugement critique sur la façon d'utiliser l'information à la lumière de votre situation personnelle, sachant que tout investissement en instruments financiers est risqué.

Les performances passées ne constituent pas une garantie pour l'avenir. La valeur des investissements peut chuter autant que croître et par conséquent l'investisseur peut retrouver un montant inférieur à celui qu'il a investi lors de l'acquisition de son investissement. En règle générale, les chiffres de performance accessibles sont nets de commissions de gestion.

© CapitalatWork SA. Tous droits réservés.

Bienvenue à la troisième édition de notre bulletin 'Capital Ideas'



Pour commencer, j'aimerais vous souhaiter une excellente année à tous, chers lecteurs de cette troisième édition de Capital Ideas !

Vous savez sans doute que 2007 a été une année pour le moins volatile sur les marchés financiers. Et la principale source d'inquiétude aura été ce dont, en Europe, on n'avait jamais entendu parler : les prêts hypothécaires « subprime ».

La mauvaise nouvelle est que 2008 sera sans doute également volatile, ces problèmes n'ayant pas été totalement résolus. L'incertitude concernant l'impact des turbulences financières sur la croissance économique mondiale est toujours aussi présente.

La bonne nouvelle c'est que... l'on a déjà connu pire.

En 2006, plusieurs corrections de 5 à 15 % à la fin du premier semestre avaient déjà ébranlé la confiance des investisseurs.

2002 a été une véritable « annus horribilis », marquée tout particulièrement par les scandales Enron et Worldcom et la dépréciation du dollar.

2001 n'a pas non plus été une année facile. Celle-ci fut marquée par le plus grand attentat terroriste de l'histoire contemporaine à l'encontre d'un des symboles du capitalisme américain.

2000 a été une mauvaise surprise pour certains (mais pas pour nous), avec l'éclatement de ce qui est peut-être la plus grande bulle financière de l'histoire. Ceci a occasionné des pertes énormes pour les adeptes les plus fervents de la nouvelle économie.

1998 fut une année effrayante, la cessation de paiement de la Russie et la débâcle LTCM engendrant un début de panique au niveau mondial.

1997 n'a elle non plus pas été une sinécure, en particulier pour ceux qui s'étaient laissés entraîner dans un enthousiasme immodéré pour les marchés émergents.

Voici pour la partie actions.

On trouve également quelques dégâts impressionnants dans le domaine des actifs à revenus fixes.

1994 a été un bain de sang pour cette catégorie d'actifs réputés sûrs. Au sortir de la récession de 1993, nous nous souvenons avoir reçu la visite de nombreux clients très anxieux, en particulier à la lumière des maturités très longues que nous détenions (et qui se sont révélées par la suite être de superbes investissements).

1999 a été un véritable test, les taux se tendant de 200 points de base (p.b.) entraînant dans la baisse les obligations de 5% à 15%.

2005 et 2006 ont été autant d'inévitables déceptions, après que les taux aient atteint en 2004 leurs niveaux les plus bas depuis la deuxième guerre mondiale.

Nous l'avions annoncé bien à l'avance, les rendements ont effectivement été très faibles. Et ce, excepté pour ceux qui ont été prêts à prendre quelques risques en matière de crédit... mais...ceux qui ont vu de la valeur dans les différentiels de taux (y compris **CapitalatWork**) ont été sérieusement mis à l'épreuve en 2007 (et 2008) lorsque les différentiels se sont encore accrus à la suite de la crise des crédits subprime.

La volatilité est la règle et non l'exception. Il est important de le comprendre et de ne jamais l'oublier.

Ceci étant dit, nous voulons vous rassurer en soulignant deux faits essentiels :

1. **CapitalatWork** possède une longue expérience des marchés difficiles et volatiles, et nous avons prouvé que nous avons la capacité de gérer ce type de situation en conservant notre calme.
2. Et si nous sommes capables de rester sereins, c'est parce que nous appliquons une philosophie (priorité à la valeur) et un processus d'investissement clairs. **Nous n'allons pas modifier** tout cela pour un peu de volatilité inévitable et attendue.

En qualité de CEO de **CapitalatWork**, c'est à la fois ma tâche et mon devoir de m'assurer que cette philosophie d'investissement et les processus qui l'accompagnent sont mis en œuvre chaque jour, quelles que soient les circonstances.

Dans cette troisième publication, nous avons le souhait d'aborder avec vous, comme à l'accoutumée, les sujets financiers, juridiques et fiscaux.

Dans l'espoir de vous rencontrer dans un futur proche,

Ivan Nyssen, Chief Executive Officer

Perspectives mondiales premier semestre 2008

Après les périodes agitées que nous avons traversées depuis la mi-juillet, il est évidemment grand temps d'actualiser nos Perspectives globales.

La volatilité du cours des actions, lors de ces six derniers mois et plus particulièrement lors de ces deux dernières semaines, entre les industries et sociétés « économiquement sensibles » et « économiquement défensives », nous éclaire sur un point : **Les craintes de récession s'expriment dans les cours.**

Comme nous l'avons dit précédemment, il est probable que les problèmes du monde financier aient un impact sur le monde non-financier, tout comme il est évident que le ralentissement économique aux USA aura un impact sur le reste du monde. Reste à savoir l'ampleur de l'impact.

Nous insistons sur le fait que, par le passé, des phases de ralentissement économique ne nous ont jamais beaucoup inquiétés. Effectivement, les ralentissements ont aussi des effets secondaires positifs, comme une inflation plus faible, des taux d'intérêts plus bas, des restructurations, une amélioration de la productivité, pour finalement ... faire place à la croissance.

Bien qu'au cours de ces dernières semaines, les nouvelles relatives au marché immobilier américain soient restées sinistres, nous pensons que l'environnement global s'est amélioré de manière significative.

Depuis le déclenchement de la crise en juillet 2007, nous nous sommes inquiétés d'un possible accident financier. Et des accidents se sont produits, mais ils n'ont pas encore provoqué de crise systémique. Et nous sommes aujourd'hui convaincus que nous n'en aurons pas, malgré la réalité de la contraction du crédit (credit crunch).

La résolution de la crise financière passe par la reconnaissance du problème, par de la transparence, d'inévitables réductions de valeur, des recapitalisations là où cela s'avère nécessaire, l'intervention des gouvernements et ... par la baisse des taux d'intérêts.

Les taux d'intérêt à court et à long terme ont baissé et vont encore baisser. Les banques centrales doivent encore en faire davantage et baisser les taux directeurs. Si la contraction du crédit devait se poursuivre, il y aurait rapidement lieu de s'inquiéter quant à l'inflation. On pourrait même imaginer assez rapidement des chiffres d'inflation négatifs. Les taux interbancaires sont restés élevés, mais pour la première fois depuis quelques mois un léger inflexionnement a eu lieu.

Les institutions financières ont eu beaucoup de mal à comprendre et quantifier leurs risques et les pertes potentielles.

Des réductions de valeur importantes ont déjà été actées. Ces institutions en sont actuellement à évaluer leur capacité à maintenir leur modèle d'entreprise. Pour certaines d'entre elles, ce processus a déjà donné lieu aux conclusions les plus dures, une recapitalisation s'avérant indispensable.

Au cours de ces dernières semaines, nous avons assisté à quelques refinancements à des prix bradés : Countrywide, Citigroup, FreddieMac, Fortis, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, etc. D'autres suivront plus que probablement. **Nous pensons que le problème est en phase de résolution !**

Au cours de cette période agitée, nous avons mis en place certaines protections dans les portefeuilles individuels et dans nos fonds d'actions, à l'aide d'options sans débours pour nos clients. **Cette décision s'avérera peut-être trop prudente, l'avenir nous le dira.**

Au-delà du marché américain de l'immobilier ...

Cela fait plus de quatre ans à présent que nous prônons le thème de la « globalisation ». Cela signifie d'une part que le monde globalisé croît fortement et d'autre part que l'argent de nos clients doit être investi dans des entreprises globales. Nous sommes convaincus que cette approche est encore la bonne.

En outre, nous avons mis en place des couvertures sur le dollar américain importantes qui ont protégé nos investisseurs de la chute de celui-ci. A la fin du mois de juin, nos portefeuilles et fonds se portaient bien en termes absolus et relatifs.

Depuis la fin du mois de juin, nos fonds et portefeuilles ont sous-performé (enregistré de moins bons résultats) parce que nous sommes peu **exposés aux secteurs défensifs** comme les télécoms, les services publics, les produits alimentaires, les boissons et l'IT et que nous sommes surpondérés en actions sensibles à l'économie, comme les valeurs industrielles, les médias (sensibles au marché publicitaire), les actions liées à la construction etc... Ce n'est pas tellement notre exposition aux valeurs financières (entre 10% et 20%) qui nous a pénalisée.

Nos fonds obligataires n'ont pas de levier, pas d'exposition aux **emprunts hypothécaires, subprime ou autres**. Ils sont par contre sous-pondérés en obligations gouvernementales et surpondérés en obligations corporate, y compris celles émises par les sociétés financières.

Notre expérience des précédentes crises nous dit qu'il y a lieu de rester calme...

Nous sommes détenteurs de **sociétés de grande qualité sous-évaluées par le marché**, actives à travers le monde tant au niveau de leur production que de leur revenus. Ces sociétés sont fortement génératrices de cash flow libre, présentent de solides bilans et ne dépendent, dès lors, peu du crédit.

Nous avons rencontré la plupart des sociétés ces derniers mois et nous nous sentons très confiants. Leurs perspectives d'avenir sont très saines, même face à un ralentissement économique.

Les titres de ces sociétés de qualité s'échangent à bas prix. Les valorisations de la plupart de ces actions nous amènent à faire l'affirmation suivante: « un mur d'inquiétudes masque une montagne d'opportunités ! »

Nous avons auparavant traversé des périodes agitées et nous en avons tiré les leçons.

Restons calme, concentrons-nous sur les fondamentaux et soyons opportunistes.

Il est certain que nos portefeuilles vont rebondir vigoureusement. C'est uniquement une question de temps!

Où CapitalatWork voit-elle de la valeur?

1. Après six mois de fuite vers la sécurité, les obligations gouvernementales (Govies) apportent peu ou pas de valeur. Dans ce domaine nous privilégions les « Govies » liées à l'inflation par rapport aux « Govies » nominales, vu que l'inflation escomptée, contrairement à ce que l'on pourrait croire, est encore faible.
2. Les obligations de sociétés (Corporates), par contre, offrent à nouveau de la valeur. Ceci inclut certainement les financières, mais il s'agit ici d'être prudent et sélectif.
3. Les actions sont très attractives !
Il est de surcroît typiquement « contrarian » de dire qu'il y a davantage de valeur et moins de risque à trouver dans les sociétés exposées à la croissance économique globale.
Les actions défensives sont devenues chères. Nous sommes convaincus que notre thème relatif à la globalisation, « Globalization at Work », est toujours d'application.
4. Le réajustement fondamental du dollar américain face à l'euro est probablement terminé.
5. Les devises émergentes en général et les devises asiatiques en particulier sont sous-évaluées. Leur ajustement vers le haut par rapport au dollar américain et à l'euro au cours de la prochaine décennie constituera un événement important.
Volatilité et complexité garanties!

Valorisation d'actifs et rendements attendus:

Jetez un coup d'oeil au tableau et au graphique qui l'accompagne. Ils montrent les rendements disponibles et attendus des classes d'actifs classiques à la fin du mois de décembre 2007.

Fixed Income Funds	2007 YTD 31st of December	Morningstar Peer Groups Average YTD	YTD Outperformance
Bonds at Work	-0,84%	-0,70%	-0,14%
Inflation at Work	1,94%	-0,70%	2,64%

Equity Funds			
American Equities at Work (in Usd !)	-7,24%	5,87%	-13,11%
European Equities at Work	5,05%	0,59%	4,46%
Asian Equities at Work	9,83%	5,90%	3,93%
Contrarian Equities at Work	-3,27%	-0,28%	-2,99%
Contrarian Euro Equities at Work*	-5,03%	-5,59%	pas disponible
Fundamental Eurostocks Index**	-2,54%	-5,59%	pas disponible

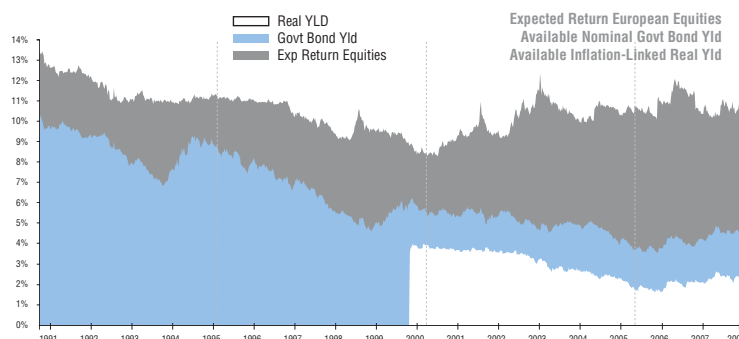
Asset Allocation Funds			
Global Markets	6,00%	0,70%	5,30%
Global Opportunities***	3,33%	0,70%	2,63%

- * Etant donné le lancement du fond au mois de mai 2007, la performance est basée sur la performance du mandat institutionnel Contrarian Equities Euro value
- ** La performance depuis le lancement au mois de mai 2007
- *** Le fonds Global Opportunities est enregistré au Luxembourg uniquement. Pour la Belgique, il faut un investissement minimum de 250.000 euros. Pour les autres pays, les réglementations locales sont applicables.

Si vous voulez en savoir plus sur notre stratégie de protection de vos investissements, mais aussi savoir les pourquoi, les quand et les comments, n'hésitez pas à contacter **CapitalatWork** pour un rendez vous.

Pour plus d'information: www.capitalatwork.com

Ivan Nyssen, Chief Executive Officer
31 décembre 2007 - GP numéro 46



Ivan Nyssen, gestionnaire du fonds *Contrarian Equities at Work* et du fonds *Global Opportunities at Work*

23 années d'expérience dans la gestion de patrimoine
Licencié en Economie

De 1987 à 1994, Ivan Nyssen était Institutional Manager chez Lehman Brothers. En 1994, il a rejoint CapitalatWork. En plus de ses fonctions de CEO et CIO, Ivan Nyssen gère le fonds *Contrarian Equities at Work* et le fonds *Global Opportunities at Work*.

Nos bureaux en Suisse et au Luxembourg

CapitalatWork Suisse S.A.

CapitalatWork est présent en Suisse depuis 1999. Notre bureau est situé au coeur du centre financier de la ville de Genève. D'innombrables sociétés internationales ont établi leur maison mère (européenne ou mondiale) dans le canton et la ville de Genève. En raison de l'excellent accueil financier qui leur est réservé, mais également en raison de la stabilité politique qui y règne depuis plus d'un siècle. En Suisse, pays dans lequel coexistent quatre langues officielles, notre bureau a constitué une équipe aux diverses nationalités. Celle-ci peut répondre aux besoins des clients dans les langues maternelles de ces derniers, telles que le français, l'allemand, l'italien, l'anglais et le néerlandais.

Tant les entreprises internationales que les clients privés sont attirés par la situation géographique, le climat, la stabilité politique et l'expertise financière qui caractérisent la Suisse et souhaitent, dès lors, y établir une présence. Depuis la signature en 1999 des accords bilatéraux entre la Suisse et l'Union Européenne, et l'entrée en vigueur de ces derniers en juin 2002, il est plus facile pour les ressortissants européens de s'y établir.

CapitalatWork possède non seulement l'expertise nécessaire à la gestion des avoirs mais également la possibilité d'accompagner les particuliers désireux de s'établir en Suisse. Là où **CapitalatWork** ne maîtrise pas entièrement les spécificités locales, elle fait appel aux spécialistes établis en Suisse. Ceux-ci maîtrisent les règles cantonales et fédérales applicables aux situations particulières. (voir plus loin dans ce Capital Ideas)

Au cours des dernières années, les fonds de **CapitalatWork** ont connu un succès grandissant auprès des institutions financières établies en Suisse. Une telle reconnaissance, au sein d'un marché aussi compétitif que la Suisse, prouve le professionnalisme avec lequel **CapitalatWork** gère les avoirs de ses clients ainsi que la qualité de notre gestion. Nous pouvons raisonnablement nous attendre à ce que l'enregistrement de nos fonds en Suisse fasse encore accroître notre crédibilité dans un marché qui regroupe 30% des avoirs gérés au niveau mondial.

Le Team de **CapitalatWork Suisse S.A.**

Esmée van Herk, Colette Le Ray, Anke Pfitzer, Olivier Beti, Johann Gumy, Boudewijn de Hoop Scheffer, Robert Melkman

Pour plus d'information, n'hésitez pas à nous contacter:

CapitalatWork Suisse S.A.

Rue du Marché 9
1204 Genève
Suisse

Tél.: +41 22 817 11 55
Fax.: +41 22 817 11 66
info@capitalatwork.ch
www.capitalatwork.com

CapitalatWork International S.A. Luxembourg

CapitalatWork International à Luxembourg est l'une des plus importantes implantations du groupe. Située quelques kilomètres après la frontière belgo-luxembourgeoise, à la sortie de l'autoroute E411 (sortie Capellen), **CapitalatWork Int'l** est agréé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier du Luxembourg, et également soumise au secret bancaire garanti par la loi.

Forte d'une équipe d'une vingtaine de personnes, l'entité dispose, outre ses organes dirigeants, d'une équipe de gestionnaires de portefeuille et chargés de relation clientèle, d'un gestionnaire de fonds, de middle et back-office ainsi que de toutes les fonctions d'opération et de support professionnelles.

Outre une excellente équipe en interne, **CapitalatWork Int'l** à Luxembourg jouit également d'une forte réputation dans le milieu financier luxembourgeois, ce qui lui permet de posséder un réseau de relations étendu, comme nombreux fiduciaires, experts-comptables, estate planners, sociétés d'assurances, banques dépositaires,... Cet ensemble d'éléments, tant internes qu'externes, permet au bureau luxembourgeois de se positionner et d'offrir à ses clients privés et institutionnels des conseils et services optimaux.

Enfin, signalons que **CapitalatWork Int'l** à Luxembourg profite d'un environnement national favorable (stabilité gouvernementale, fiscale et sociale), et au sein duquel les autorités affichent la ferme volonté de rester un centre de compétence financier reconnu internationalement.

Pour plus d'information, n'hésitez pas à nous contacter:

Benoît de Hulst, *Managing Director*
Bart Lacante, *Client Relationship Manager*
Pierre Bricart, *Portfolio Manager - Estate Planning*

CapitalatWork International S.A.

Parc d'Activités Capellen 75
8308 Capellen
Luxembourg

Tél.: + 352 31 41 401
Fax.: +352 31 41 60
info@capitalatwork.lu
www.capitalatwork.com

La Suisse

En passe de devenir une juridiction de choix pour les trusts

Suite à l'entrée en vigueur, le 1er juillet 2007, de la Convention de La Haye du 1er juillet 1985 relative à la loi applicable aux trusts et à leur reconnaissance (ci-après la « Convention ») et les précisions apportées, le 24 octobre 2007, sur les aspects fiscaux suisses applicables aux trusts, la Suisse a franchi d'importantes étapes pour devenir l'un des centres financiers les plus influents au monde en matière de trusts.

1. Le concept de trust

Le trust n'a pas de personnalité juridique. Il s'agit d'un instrument en vertu duquel un constituant transfère la propriété de ses actifs à un trustee, qui prend l'engagement de gérer les actifs composant le trust en faveur de bénéficiaires.

Un trust peut être constitué du vivant du constituant (*trust inter vivos*) ou en vertu d'une disposition testamentaire. Dans ce dernier cas, les actifs du constituant seront transférés au trustee au moment du décès du constituant et seront gérés conformément aux dispositions testamentaires.

Dans le cas d'un trust *inter vivos*, l'acte peut être constitué par le biais d'une déclaration de trust faite par le trustee (en vertu de laquelle le trustee reconnaît expressément que la propriété juridique des actifs du constituant lui a été transférée) ou par le biais d'un acte de disposition (*deed of settlement*), qui opère le même transfert mais auquel le constituant et le trustee adhèrent de manière conjointe.

L'acte constituant le trust (communément appelé le « *trust deed* ») énumère les caractéristiques principales du trust, tels que les objectifs de la création, l'identité du constituant, l'identité du trustee, l'identité des bénéficiaires, le type de trust, les devoirs du trustee, la loi applicable au trust, l'acte de disposition, la nomination et les devoirs du protector (le cas échéant), la nomination et les devoirs du gestionnaire (le cas échéant), etc. L'acte peut être complété par une lettre de souhaits (*letter of wishes*), qui n'a aucune force obligatoire et a pour but de fournir au trustee de simples indications quant à la manière dont les actifs du trust doivent être investis et quant aux modalités des distributions devant être effectuées en faveur des bénéficiaires.

2. Pourquoi constituer un trust?

Il existe de multiples raisons pour lesquelles une personne physique prend la décision de constituer un trust. De telles raisons sont, dans la grande majorité des cas, motivées par des considérations patrimoniales ou fiscales. Cela étant, d'autres objectifs entrent souvent en ligne de compte lors de la constitution d'un trust.

Planification fiscale

Un individu fortuné souhaitera naturellement protéger sa fortune et ses revenus d'une charge fiscale en constituant, dans une juridiction connaissant une fiscalité favorable un trust dans lequel il transférera ses actifs dans le but de réduire sa pression fiscale, étant donné que les actifs ne seront plus considérés comme faisant partie de sa fortune personnelle.

Planification successorale

La création d'un trust *inter vivos* permet à un individu fortuné de planifier et de déterminer à qui reviendra sa fortune au moment de son décès. Une telle création représente une alternative intéressante au testament. En effet, au moment du décès du constituant, les actifs composant le trust continueront à être gérés conformément aux dispositions du trust et ne seront pas transmis aux héritiers du constituant, conformément aux dispositions du testament.

Protection de la fortune

Un individu fortuné souhaitera assurer une sécurité financière à lui-même et à sa famille et dès lors protéger sa fortune contre les risques d'expropriation, de crise financière ou de contentieux. Cela étant, un trust doit être constitué pour des raisons légitimes et ne doit dès lors pas avoir pour but de faire échec aux droits des créanciers du constituant.

Gestion de portefeuille

Bien que la gestion de portefeuille ne soit pas l'objectif premier de la création d'un trust, elle est souvent utilisée par les constituants de manière conjointe avec les autres objectifs mentionnés ci-dessus.

3. Catégories de trusts

Les trusts les plus fréquemment rencontrés en pratique peuvent être regroupés sous les deux catégories suivantes:

Trusts discrétionnaires

Les trusts discrétionnaires représentent les structures les plus communément utilisées en pratique. Dans cette catégorie de trust, le trustee bénéficie d'un contrôle absolu sur l'investissement et la gestion des actifs et peut déterminer, à sa seule discrétion, l'identité des bénéficiaires ainsi que le montant des distributions à effectuer en leur faveur.

Fixed interest trusts (trusts pour lesquels la quote-part de chaque bénéficiaire est connue à l'avance)

Les *fixed interest trusts* sont diamétralement opposés aux trusts discrétionnaires. Dans cette catégorie de trust, l'acte constitutif déterminera la nature exacte des pouvoirs du trustee et identifiera de manière précise les bénéficiaires ainsi que l'étendue de leurs droits.

Cela étant, dans des circonstances spécifiques, un constituant souhaitera également constituer un trust à vocation caritative (*charitable trust*). Cette catégorie de véhicule est communément utilisée par des personnes physiques ayant un intérêt pour une noble cause et souhaitant éviter d'effectuer des paiements en faveur d'une organisation caritative sur laquelle ils n'ont aucun contrôle.

Les trusts peuvent être révocables ou irrévocables par nature. Les trusts révocables sont ceux pour lesquels le constituant demeure l'absolu propriétaire des actifs composant le trust.

Une telle situation est susceptible d'avoir les conséquences fiscales défavorables mentionnées ci-dessous au paragraphe 5. Les trusts irrévocables représentent la majorité des trusts créés en pratique et impliquent que le constituant abandonne tout contrôle sur les actifs composant le trust.

4. Ratification de la Convention: sécurité juridique accrue

La Suisse a ratifié la Convention le 20 Décembre 2006 et le texte est entré en vigueur le 1er juillet 2007. L'entrée en vigueur de la Convention ne signifie pas que des trusts de droit suisse peuvent désormais être constitués. Cependant, **la ratification a pour effet une complète reconnaissance du concept de trust en Suisse**. Ceci signifie, entre autres, (i) qu'il est désormais plus aisé d'introduire des actions en justice contre des trustees suisses, (ii) que des jugements étrangers valablement rendus peuvent être plus aisément exécutés en Suisse et (iii) que les trustees ont la possibilité d'agir et de se défendre en justice aussi bien dans des affaires de droit civil que dans des affaires de poursuites et faillites.

La Convention et la ratification de cette dernière par la Suisse ne règlent en aucune manière les aspects fiscaux relatifs aux trusts. Pour ce qui concerne la Suisse, cette tâche délicate fût confiée à la Conférence Suisse des Impôts qui a, le 24 octobre 2007, émis sa lettre circulaire n°30 relative au traitement fiscal des trusts en Suisse (ci-après la « **Circulaire** »).

5. Traitement fiscal des trusts en Suisse en vertu de la Circulaire

L'objet de la Circulaire est double : d'une part, le texte a pour but d'expliquer la manière dont la Suisse appréhende la délicate question du traitement fiscal des trusts. D'autre part, il se fixe pour objectif d'établir une pratique fiscale uniforme au sein des 26 cantons suisses.

Traitement fiscal des trusts constitués par ou pour des étrangers

Selon la Circulaire, si ni le constituant ni aucun des bénéficiaires n'est résident suisse, et si les actifs composant le trust ne comprennent pas de biens immobiliers situés en Suisse, le trust n'est pas soumis à l'impôt suisse sur le revenu. La Circulaire stipule en outre que, si un trust étranger est administré par un trustee résidant en Suisse (ou un *protector* résidant en Suisse), seuls les honoraires facturés par le trustee (ou le *protector*) seront soumis à l'impôt suisse sur le revenu.

Traitement fiscal des trusts constitués par ou pour des résidents suisses

La Circulaire traite de manière approfondie de la situation dans laquelle le constituant d'un trust ou l'un des bénéficiaires de ce dernier est résident en Suisse. Dans ce cas, le trust est considéré comme une entité transparente puisque, en droit fiscal suisse, les actifs d'un trust ne peuvent être attribués ni au trust ni à son trustee. Selon les termes de la Circulaire, le trustee (et le *protector*) peuvent avoir la propriété juridique des actifs composant le trust mais ne peuvent être les propriétaires économiques de ces actifs, étant donné qu'ils ne peuvent disposer de ceux-ci. Le trustee et le *protector* ne sont dès lors pas soumis à l'impôt sur le revenu relativement aux actifs du trust (ou à tout revenu produit par de tels actifs). Seuls les

honoraires facturés par un trustee (ou un *protector*) résidant en Suisse sont soumis à l'impôt. Les actifs du trust et tout revenu produit par ces derniers sont dès lors imposables dans le chef du constituant ou dans le chef des bénéficiaires.

Pour ce qui est du constituant, l'analyse fiscale effectuée par la Circulaire dépend de la nature révoicable ou irrévocable du trust. Dans le cas d'un trust révoicable, le constituant demeure l'unique propriétaire des actifs en vertu du principe de transparence décrit ci-dessus et sera donc imposé en conséquence. La Circulaire reconnaît à un constituant résidant en Suisse le droit de constituer un fixed interest trust irrévocable. Tout autre trust irrévocable constitué par un constituant résidant en Suisse (y compris un trust discrétionnaire) ne sera pas reconnu fiscalement en Suisse. Tous les produits que le bénéficiaire percevra du trust seront considérés comme des revenus, sauf si de tels produits représentent une donation. Les donations sont définies conformément aux principes de droit civil, comme des transferts entre vifs provenant du patrimoine d'une personne déterminée et qui ont été effectués dans l'intention de gratifier une autre personne (*animus donandi*).

Règles fiscales cantonales relatives aux donations et au patrimoine

Les donations et le patrimoine ne sont soumis à l'impôt qu'au niveau cantonal. Pour qu'une donation ou un patrimoine soit soumis à l'impôt en Suisse, le donateur ou la personne décédée doit être (ou doit avoir été, au moment du décès) résident en Suisse. De manière alternative, l'impôt suisse sur les donations ou le patrimoine peut également être dû sur un bien immobilier situé en Suisse et transféré par voie de donation ou par héritage. Il est important de noter qu'en matière d'impôt suisse sur les donations et le patrimoine, le transfert de propriété au conjoint d'un donateur ou d'une personne décédée ainsi qu'aux descendants directs d'une telle personne est généralement exonéré de l'impôt sur les donations et le patrimoine (ou de l'impôt sur les successions) dans la plupart des cantons.

Julien Dif et Thierry Boitelle

Disclaimer:

Le présent document est uniquement informatif et ne constitue en aucun cas une incitation à la réalisation de montages fiscaux interdits par les lois locales. Toute personne désirant avoir plus de renseignements à ce sujet est invitée à consulter son conseiller fiscal.

Julien Dif (1974) est associé au sein de l'étude DES GOUTTES ET ASSOCIES, Avocats à Genève. Admis aux barreaux de Luxembourg et de Genève, Julien Dif est spécialisé dans les fonds d'investissement ainsi qu'en droit des trusts et en planification successorale. Il conseille principalement des promoteurs de fonds d'investissement souhaitant commercialiser leurs produits en Suisse ainsi que des particuliers fortunés souhaitant constituer des trusts et des fondations.

Thierry Boitelle (1971) est associé au sein du département de droit fiscal d'ALTENBURGER, Avocats à Genève et Zurich. Thierry Boitelle est spécialisé en droit fiscal suisse et international. Il conseille principalement des entreprises multinationales et des particuliers fortunés souhaitant s'implanter en Suisse.

Le Luxembourg

Création de la Société de Gestion de Patrimoine Familial

Le gouvernement luxembourgeois a encore récemment prouvé toute son efficacité dans sa volonté de respecter les normes européennes et internationales, tout en garantissant la sécurité et l'optimisation des véhicules d'investissements, et de la sorte, de participer à la pérennité et l'expansion de l'activité financière luxembourgeoise.

En effet, suite à l'abrogation du régime des Holdings 29, un cadre juridique novateur a été mis en place pour la gestion des patrimoines privés via une société.

La Société de gestion de patrimoine familial (ci-après "SPF") nouvellement créée constitue un excellent véhicule de gestion centralisée et fiscalement neutre d'un patrimoine privé.

D'une grande souplesse de constitution et de fonctionnement, elle permet de rassembler sous une seule structure l'ensemble du patrimoine mobilier privé d'une ou plusieurs personnes physiques sans alourdir la charge fiscale globale. Elle offre par là d'intéressantes perspectives de planification successorale.

Un peu d'histoire...

La Holding 29 (dont le nom provient de l'année de publication de la loi: 1929) était dans la ligne de mire des autorités européennes depuis un certain temps, puisque celles-ci estimaient que le régime fiscal qui la caractérisait, constituait une aide d'Etat aux entreprises. La Commission européenne a dès lors sonné le glas du régime des H29.

Dès lors, par sa loi du 11 mai 2007, l'Etat luxembourgeois a introduit une nouvelle société de capitaux luxembourgeoise destinée à des investisseurs privés. Du fait que la SPF ne s'adresse qu'à des personnes privées, le régime des aides d'Etats ne trouve pas à s'y appliquer.

Ce qu'il faut en retenir...

- La SPF est un véhicule de gestion de patrimoine destiné exclusivement aux personnes physiques
- Son activité est limitée à l'acquisition, la détention, la gestion et la réalisation d'actifs financiers
- Elle est exonérée de toute imposition directe sur ses revenus. Seule une taxe d'abonnement de 0,25% s'applique sur son capital libéré
- S'agissant d'une structure destinée exclusivement à des personnes physiques, elle ne rentre pas dans le champ d'application des règles en matière d'aides d'Etats.

Forme juridique

Il n'y a aucune restriction quant à la forme de la SPF, dès lors qu'il doit s'agir d'une société de capitaux: société anonyme (SA), société à responsabilité limitée (SARL), société en commandite par actions (SECA), voire même une société coopérative organisée sous la forme d'une SA. En pratique, la forme la plus souple est la SARL (avantage par rapport à la SA: la SARL ne doit pas nommer de commissaire). Mais la SA offre l'énorme avantage de permettre l'émission de parts au porteur.

Notion "d'investisseurs éligibles"

Il y a trois types d'investisseurs éligibles:

- les personnes physiques agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé. Le nombre d'actionnaires n'est pas limité. De plus, malgré la dénomination sociale, un lien familial entre les actionnaires n'est pas requis.
- Les entités patrimoniales agissant exclusivement dans l'intérêt du patrimoine privé de personnes physiques (Fondations privées, trusts, sociétés holding pures, *stichting administratiekantoren*, ...)
- Les intermédiaires détenant des actions de la SPF à titre fiduciaire pour le compte d'investisseurs eux-même éligibles

Champ d'application

L'objet exclusif de la SPF est l'acquisition, la détention, la gestion et la vente d'actifs financiers. Cet éventail extrêmement vaste couvre l'ensemble des titres négociables (actions, parts sociales, obligations, options, bons de souscription, certificats de dépôt, bons d'investissements, produits structurés ou dérivés, etc.) ainsi que les devises ou métaux précieux.

Toutefois, cinq restrictions sont applicables:

- la SPF ne peut détenir directement un bien immobilier;
- elle ne peut s'immiscer dans la gestion d'une société dans laquelle elle détient une participation;
- elle ne peut percevoir plus de 5% de ses dividendes de sociétés non résidentes et non cotées qui ne sont pas soumises à un impôt comparable à la moitié de l'IRC (c-à-d 11% au moins)
- elle ne peut octroyer de prêts rémunérés
- elle ne peut exercer une activité commerciale au sens de la loi luxembourgeoise.

En outre, la SPF est libre de se financer par l'emprunt ce qui, compte tenu de l'exonération d'impôt subjective dont elle fait l'objet, ouvre d'intéressantes perspectives d'optimisation fiscale.

Un régime fiscal attractif

1. Imposition directe:

- La SPF est Exonérée de l'impôt sur la fortune (ISF), de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) et de l'impôt commercial communal (ICC)
- Elle peut cependant se voir temporairement privée du bénéfice de ces exemptions fiscales dans le cas où elle recevrait plus de 5% du montant total des dividendes reçus de sociétés non résidentes et non cotées dont le taux d'imposition ne serait pas au moins égal à 11%.
- En ce qui concerne les revenus qu'elle distribue: pas de retenue à la source sur les dividendes versés ou sur les bonis de liquidation. Pas non plus de retenue à la source sur les intérêts payés; dans ce dernier cas, la directive épargne sera applicable sur les intérêts versés à des personnes physiques ou des entités ne possédant pas de personnalité juridique.

- Quant aux revenus qu'elle reçoit: exonération des dividendes reçus dans la SPF, des plus-values réalisées, ainsi que des intérêts perçus (placements à revenus fixes).
- La SPF est exclue du bénéfice des conventions fiscales de double imposition conclues par le Luxembourg, ainsi que de celui de la directive sociétés mère et filiales. Les résidents belges restent, sous des conditions spécifiques, assujettis à la fiscalité belge.

2. Imposition indirecte:

- La SPF est soumise à un droit d'apport de 1% (il est question de réduire celui-ci à 0,5% en 2008, pour une disparition totale dans le futur).
- Elle est soumise à une taxe d'abonnement annuelle de 0,25% du capital social libéré, augmenté le cas échéant (I) des primes d'émission et (II) de la partie des dettes qui excède huit fois le capital social libéré et les primes d'émission. Cette taxe d'abonnement est plafonnée à EUR 125.000.
- Elle n'est pas soumise au régime de la TVA (n'étant pas une entreprise commerciale)

Surveillance et contrôle

L'administration luxembourgeoise de l'Enregistrement et des Domaines est compétente pour la surveillance de la SPF.

Une fiduciaire, un expert-comptable ou un réviseur d'entreprises a pour mission de certifier annuellement que la SPF respecte le régime qui lui est applicable.

Période transitoire

Afin de transformer une « Holding 29 » en SPF, il suffit d'adapter l'objet social et la dénomination de la société (simplement en convoquant une assemblée générale extraordinaire en présence d'un notaire). Ces changements n'affectent pas la personne mo-

rale de l'ancienne « Holding 29 », qui continuera d'exister après la transformation en SPF. Par conséquent, aucun droit d'apport n'est dû lors de la transformation.

Le processus de transformation des sociétés "Holding 29" nécessitant très peu de formalités, les acteurs de la place sont convaincus que la SPF connaîtra un grand succès dans le futur.

Conclusion

Grâce à cet excellent outil, souple tant dans sa constitution que dans son fonctionnement, les clients privés se voient offrir d'excellentes perspectives dans la gestion et la structuration de leur patrimoine.

Cette nouvelle structure de droit luxembourgeois permet de réaffirmer la place centrale du Grand-Duché en fait de structuration de patrimoine et de planification financière et successorale.

Pierre Bricart, *Responsable de l'Estate Planning à Luxembourg chez CapitalatWork*

Grégory Guissard, *Senior Legal Advisor chez Services Généraux de Gestion SA*

SERVICES GENERAUX DE GESTION S.A. ("SGG")

SGG, groupe pluridisciplinaire établi à Luxembourg et à Genève, est spécialisé en ingénierie financière et patrimoniale. Professionnel du secteur financier sous le contrôle de la CSSF, SGG permet de mettre en place des solutions tant luxembourgeoises qu'internationales, et permet de répondre de manière adéquate et personnalisée aux besoins stratégiques de ses clients.

Disclaimer:

Le présent document est uniquement informatif et ne constitue en aucun cas une incitation à la réalisation de montages fiscaux interdits par les lois locales. Toute personne désirant avoir plus de renseignements à ce sujet est invitée à consulter la Loi du 11 mai 2007 sur la société de gestion de patrimoine familial ou à consulter son conseiller fiscal.



Pierre Bricart, *Portfolio Manager - Estate Planning*

Licencié en Droit
Gestion des Technologies de l'Information et de la Communication

Pierre Bricart a commencé sa carrière en 2001 chez Dexia Banque Bruxelles. En 2003, il rejoint Dexia Groupe Luxembourg, où il se spécialise dans les solutions "Compliance", permettant aux entités du groupe Dexia de se conformer aux règles nationales et internationales, tout en aidant le développement des clients et des sociétés. Il a rejoint CapitalatWork Int'l au mois de mai 2007, et est responsable de l'Estate Planning à Luxembourg, ainsi que du développement commercial de la clientèle privée.



Grégory Guissard, *Senior Legal Advisor, Services Généraux de Gestion SA*

Licencié en Droit

Grégory Guissard est licencié en droit de l'Université Catholique de Louvain. Il assume la responsabilité du Business Support au sein du département Ingénierie chez Services Généraux de Gestion SA. Il assiste les clients dans le cadre de la détermination et la mise en place de structures luxembourgeoises dans le cadre d'opérations principalement consacrées à la Private Equity.



Siemens | le

Avec une performance boursière de 44% en 2007, il semble bien que Siemens soit enfin parvenu à convaincre les investisseurs de la pertinence de sa stratégie mise en oeuvre depuis plusieurs années. Sous l'impulsion de Klaus Kleinfeld, CEO dynamique et audacieux du groupe entre 2005 et juillet 2007, le conglomérat allemand a accéléré son processus de recentrage sur ses cœurs de métier profitables, en parallèle à une sortie des métiers dans lesquels le conglomérat allemand ne jouissait pas d'une taille critique suffisante, ou qui ne lui permettaient pas d'objectifs financiers du groupe.

C'est ainsi que Siemens a cédé sa division téléphones portables en situation de pertes au fabricant taiwanais BenQ et a créé une Joint Venture avec Nokia dans le segment des équipements de télécommunication, un secteur fortement concurrentiel. Il a également décidé de se séparer de sa division équipements automobiles revenue à Continental, et ce malgré une belle restructuration, et a restructuré avec succès sa branche services informatiques. Dans le même temps, Siemens a renforcé ses positions dans les équipements médicaux, les équipements de production et de transport d'énergie, les équipements d'infrastructure et d'automatisme industriel, et cela grâce à une politique active d'acquisitions.



meilleur reste à venir

Il nous semble que la période de transition est pratiquement achevée. Il reste néanmoins quelques activités qui continuent de poser certaines difficultés comme les équipements de transport, et pour lesquelles Siemens garde ouvertes toutes les options, y compris des joint ventures ou de simples cessions. De leur côté, les cœurs de métier de Siemens – médical (imagerie, diagnostics), production, transport et distribution d'énergie, automatismes industriels - contribuent pour environ 80% aux résultats du groupe. Surtout, ils répondent parfaitement au souci de Siemens de se centrer sur des métiers dans lesquels il dispose d'un véritable leadership, avec une forte visibilité de l'activité, notamment dans les activités à cycle long que sont la vente d'équipement d'infrastructure. Ces métiers profitent de tendances lourdes et de long terme (ex: le vieillissement de la population et l'importance du dépistage clinique pour les équipements médicaux et les diagnostics), de la demande mondiale en infrastructure d'énergie (transport et production, et aussi les énergies renouvelables), ou enfin de la forte croissance des pays émergents (infrastructure, industrialisation). La réorganisation du portefeuille d'activités de Siemens le rend moins vulnérable à des activités cycliques dont le poids n'est plus que de 35% environ des revenus du groupe (automatismes et solutions industrielles).

Et qu'en est-il de la réalisation des objectifs financiers? C'est ici que les actionnaires que nous sommes trouvons enfin notre compte! Avant 2007, les multiples restructurations n'ont cessé d'occulter la forte performance financière des cœurs de métier, et rendu difficile la lecture et la compréhension des résultats du groupe. En outre, les acquisitions parfois chèrement payées (presque EUR 20 milliards dépensés entre 2005 et 2007!), et la faible génération de cash flow libre, conséquence d'une course à la croissance et à la part de marché, ont semblé déconnecter l'intérêt du management de celui des actionnaires. 2007 marque un véritable tournant en la matière. Il faut toutefois mettre au crédit de Klaus Kleinfeld le succès du programme de restructuration et d'amélioration de la rentabilité Fit4More.

Sur les quatre derniers trimestres, Siemens est parvenu à battre le consensus de marché à trois reprises. Mais surtout, le nouveau CEO, Peter Löscher, un ancien haut dirigeant de la division médicale de General Electric, a décidé de simplifier la structure managériale (en résumé, moins de managers, mais responsables de leurs résultats), tout en améliorant davantage la génération du cash flow libre et la rentabilité des cœurs de métier (les meilleurs dans chaque secteur d'activité utilisés comme benchmarks, tels que ABB dans la distribution d'éner-

gie, ou GE dans les turbines et les équipements médicaux). Lors de la présentation des résultats du dernier trimestre 2007, le nouveau CEO devrait annoncer de nouveaux objectifs ambitieux en termes de marges opérationnelles pour chaque division. Alors que la marge opérationnelle du groupe a plus que doublé sur les 5 dernières années, pour atteindre 7,4% pour le dernier exercice clos fin septembre 2007, la simplification du conglomérat et les énormes économies qui en découleront permettront à la marge opérationnelle de dépasser les 10% d'ici 2010.

La situation financière de Siemens et la visibilité de ses résultats sont aujourd'hui des plus favorables. Nous comprenons que le groupe désire mieux utiliser ses excédents de cash flow en favorisant la croissance interne. Il est connu que le groupe n'a pas une structure de bilan optimale: la dette nette ne représente que 17% des fonds propres, et est même théoriquement inexistante, si on tient compte de la valeur des participations dans les joint ventures qui seront amenées un jour ou l'autre à être vendues. L'énorme rachat d'actions propres annoncé par le groupe pour un montant de EUR 10 milliards (plus de 10% de la capitalisation boursière du groupe) n'est sans doute que le prélude à une rémunération plus généreuse des actionnaires et à une optimisation du coût du capital.

Qu'attendre pour 2008? Dans le contexte incertain d'aujourd'hui, Siemens offre un profil réellement défensif. Tout d'abord, son carnet d'ordre supérieur à EUR 80 milliards lui permet d'avoir une visibilité forte sur son activité dans les mois qui viennent. Le nouveau plan de réorganisation et d'amélioration de la rentabilité lui permettra de soutenir la croissance de ses résultats même dans un environnement macro-économique moins porteur. Pour terminer, la situation financière solide de Siemens la met définitivement à l'abri de la crise financière qui peut nous faire craindre un resserrement du crédit aux entreprises privées. Nous ne craignons pas les sanctions financières éventuelles liées aux affaires de corruption car celles-ci ont permis à Siemens de se doter d'un management plus responsable et efficace.

Nous restons de fervents supporters de Siemens: le meilleur reste à venir.

Dominique Marchese

Gestionnaire

d' European Equities at Work Fund / Contrarian Euro Equities



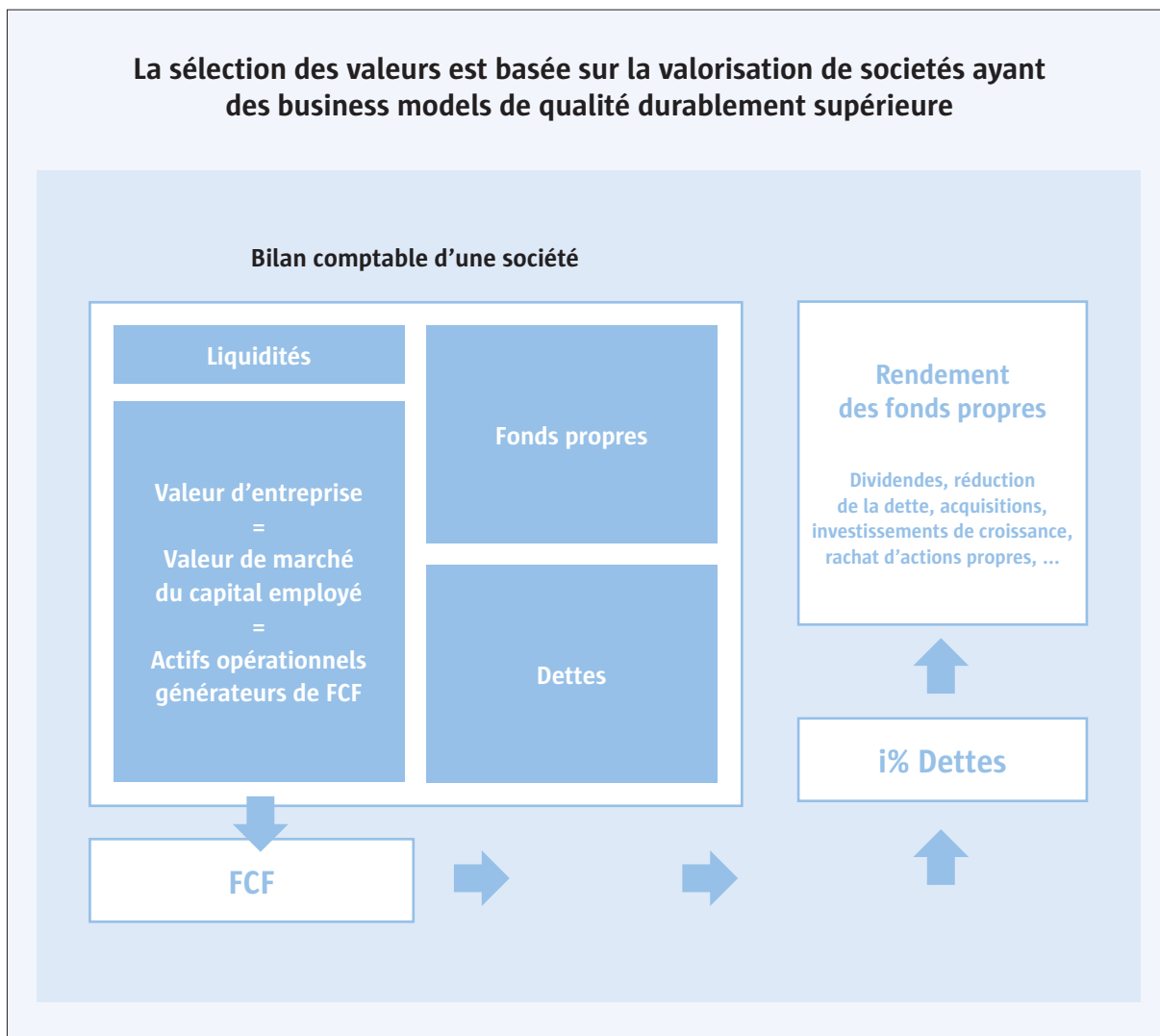
Dominique Marchese, *gestionnaire d' European Equities at Work Fund*

15 années d'expérience dans la gestion de patrimoine
Licencié en Sciences Mathématiques
1ère licence en Sciences Actuarielles

Dominique a commencé sa carrière en qualité de trader en options et est devenu ensuite gestionnaire de fonds privés et institutionnels. Depuis 2002, date à laquelle il a rejoint **CapitalatWork**, il gère le fonds European Equities at Work. Il est non seulement administrateur mais aussi responsable, en étroite collaboration avec Erwin Deseyn, de la coordination au sein du département gestion.

La sélection de titres de CapitalatWork:

Dans la précédente édition de Capital Ideas, Erwin Deseyn, Managing Director, abordait la méthodologie d'investissement de CapitalatWork, de l'allocation des actifs à la sélection de titres. Aujourd'hui, nous souhaitons nous pencher plus en avant sur le processus de sélection de titres. La sélection de titres de CapitalatWork est un processus en quatre étapes.



1. La recherche de Sustainable Superior Businesses (S.S.B.)

Une approche « bottom-up »

Nous n'avons pas l'intention de posséder des marchés, des zones géographiques, des PIB, des indices, des branches d'activités, etc. Nous avons l'intention de posséder des sociétés, indépendamment du lieu où elles opèrent, du secteur dans lequel elles sont actives. L'idée est finalement d'investir dans des sociétés qui nous intéressent pour de bonnes raisons.

D'abord et avant tout, **CapitalatWork** est à la recherche de ce que nous avons appelé des S.S.B. c'est-à-dire des sociétés dont le business modèle est durablement de qualité supérieure. Les sociétés qui nous intéressent occupent des franchises solides dans les secteurs où elles sont actives. Dans la pratique,

nous envisageons de posséder des entreprises qui occupent des positions globales de premier plan, basées sur le mérite. Non seulement ces franchises doivent être supérieures, mais elles doivent également être supérieures et durables pour l'avenir. Afin de le garantir, elles doivent présenter un avantage ou une marge concurrentielle.

Pour se forger une idée, nous disposons d'une large gamme de sources d'informations, ce qui inclut des réunions fréquentes avec le management des sociétés, la participation à des conférences, les mises à jour sectorielles, etc.

un processus en quatre étapes.

2. Valorisation des sociétés

La méthodologie de valorisation de Capital@Work est basée sur les concepts de

- > valeur d'entreprise (EV)
ou le capital effectivement employé
- > génération des cash-flows libres (FCF), ou free cash flow.

L'approche fondamentale contraste fortement avec les autres outils de valorisation tels que l'analyse des multiples, et est totalement à l'opposé des analyses techniques ou graphiques.

La valeur d'entreprise est la somme des différentes sources de moyens employés pour financer l'entreprise.

Nous définissons la valeur d'entreprise comme étant :

$$EV = EQ + Min + D + OL - C - OA$$

Au niveau conceptuel, les principales composantes de la EV sont les fonds propres (EQ) et la dette nette de l'entreprise. Les fonds propres sont représentés par les actions dans lesquelles nous investirons éventuellement. La dette nette est la différence entre la dette financière de l'entreprise (D), le cash et les équivalents de trésorerie (C).

Dans la pratique, nous complétons ces trois composantes par trois composantes additionnelles. Tout près des fonds propres on retrouve les intérêts minoritaires (Min), qui représentent les co-actionnaires dans les filiales du groupe.

Les autres créances ou « other liabilities » (OL) sont effectivement proches de la dette, de la façon dont elles sont traitées. Les engagements pris par la société qui se transformeront probablement en de futures créances en font souvent partie. Songez par exemple aux créances provenant du nettoyage d'un site industriel suite aux engagements pris en matière de nettoyage de la pollution future. E.On (une valeur 'Core' dans notre sélection) a des créances liées à son passif nucléaire. Les déficits de pensions, pour lesquels les actifs investis ne suffisent pas à couvrir les créances de pensions futures, constituent un autre exemple typique des autres créances. Dans ce cas, nous prenons le déficit net en considération dans les autres créances.

De la même manière, nous tenons compte des autres actifs ou « other assets » (OA). Il s'agit d'actifs qui ne sont pas pris en considération lors de l'estimation des cash-flows libres. Les petites participations dans des sociétés non consolidées ou les actifs non utilisés dans des opérations en sont des exemples typiques.

Toutes les composantes pourraient être considérées à la valeur comptable, comme une partie d'un bilan. Toutefois, la principale différence avec notre approche est que toutes les composantes de la EV sont considérées à la valeur de marché. Si nous investissons un jour, ce sera également à la valeur de marché. Un autre exemple, la dette d'une société ne se négocie pas nécessairement au pair.

Le cash-flow libre comprend toutes les liquidités générées par l'activité de la société disponibles pour rémunérer toutes les composantes de la valeur d'entreprise.

Avant d'entrer dans les détails, voici la formule :

$$FCF = EBITDA - T - Capex - Ch.WCR$$

Les deux premières composantes sont très proches du concept du cash-flow (CF) pur et simple. Le CF représente les bénéfices nets auxquels tous les coûts hors-cash sont rajoutés. Des exemples de coûts hors-cash sont les amortissements (A), les dépréciations (D), les réductions ou les augmentations de valeur, les provisions. La principale différence entre EBITDA - T et CF est que nous tenons compte du CF avant la rémunération de la dette, conformément à l'idée que le FCF doit rémunérer toutes les composantes de la EV. EBITDA c.à.d. les bénéfices avant charges d'intérêt, impôts, dépréciations et amortissements.

En considérant qu'une entreprise doit toujours être en développement pour rester à la pointe, nous devons prendre en compte tous les investissements industriels (ou Capex pour Capital expenditure). Les investissements industriels (liés au concept d'immobilisations corporelles) pèseront sur ce qui reste disponible pour rémunérer les composantes de la EV.

La dernière composante du FCF, le changement du besoin en fonds de roulement (Ch.WCR), tient compte du besoin de financer la croissance future de la société en termes de logistique sous-jacente (liée au concept d'actifs circulants). Une société en croissance sera confrontée à l'augmentation du nombre d'inventaires, de comptes clients (clients facturés), qui sont à leur tour partiellement financés par un nombre croissant de comptes fournisseurs (fournisseurs). La différence nette de cette croissance logistique est le changement du besoin en fonds de roulement (Ch.WCR). Cela va peser sur le montant disponible pour rémunérer toutes les composantes de la EV.

Ainsi, la valeur d'entreprise est la somme des différents moyens utilisés pour financer l'entreprise. Ce qui finance, à son tour, les actifs nets qui généreront dans leurs opérations les cash-flows libres. Ces derniers sont finalement utilisés pour rémunérer les composantes de fonds de la EV.

Nous obtenons une équation où la valeur de la EV est égale aux flux futurs attendus de FCF générés.

Ce qui relie la EV au flux de FCF, c'est le taux d'escompte (ou le WACC pour Weighted Average Cost of Capital ou encore le coût moyen pondéré des capitaux). Le WACC tient compte des coûts ou de la rémunération de toutes les composantes de la EV. Chaque composante de la EV a son coût de capital.

Nous réalisons trois estimations individuelles des FCF pour l'exercice fiscal en cours et les deux années suivantes. Pour les estimations des FCF à moyen et à long terme, nous appliquons des taux de croissance. Puisque le modèle est sensible à ces taux de croissance, nous procédons dès lors à des prévisions conservatrices.

Statut des sociétés financières dans notre approche FCF/EV :

Des sociétés commerciales et industrielles conviennent parfaitement dans un cadre FCF/EV. L'histoire se complique davantage lorsque l'on tient compte des sociétés financières.

Fondamentalement, les inventaires, les comptes clients, les comptes fournisseurs, etc. sont à présent de nature financière.

Les inventaires et les comptes clients des banques consistent fondamentalement en les emprunts octroyés. Les comptes fournisseurs des banques sont typiquement des dépôts et d'autres types de financement.

La EV n'est pas la seule à être touchée. De la même manière, les composantes des FCF se voient partiellement attribuer une nature financière. L'EBITDA, dans le cas des banques, apparaît après l'excédent d'intérêts, ou les intérêts payés sur ses dépôts et sur d'autres financements et le revenu d'intérêts obtenu sur les emprunts octroyés.

Nous associons le changement du besoin en fonds de roulement pour les banques, ou le financement de la croissance de la logistique, à la maintenance d'un certain niveau de ratio Tier-1. Comme vous le savez peut-être, le ratio Tier-1 exprime fondamentalement la proportion entre le capital qu'une banque a besoin de mettre de côté pour couvrir les actifs pondérés par le risque (APR) sur son bilan. Nous appliquons typiquement le Ch.WCR ou freinons les FCF, de manière à conserver un ratio Tier-1 confortable.

Un raisonnement similaire peut être appliqué aux compagnies d'assurances. La logistique du côté de l'actif comprend les réserves ou les actifs investis mis de côté pour de futures créances. L'EBITDA comprend le solde de souscription et les dividendes obtenus sur les réserves ou les actifs investis. Une fois de plus, donc l'EBITDA apparaît après l'excédent d'intérêts sur les actifs investis.

L'équation de base est utilisée pour 3 exercices différents:

Premièrement, le taux de rendement attendu. Nous l'utilisons pour nous forger une idée du rendement que nous pouvons attendre en investissant dans les actions de la société. Si ce rendement attendu est supérieur à nos exigences, vu le profil de risque de l'investissement, nous devrions investir en raison de la sous-évaluation de la société.

La deuxième utilisation consiste à savoir quelle sera la juste valeur de la société (ou valeur théorique) lorsque nous exigeons un certain rendement en investissant dans les actions de la société (rendement exigé). Si la valeur théorique est supérieure à la valeur de marché actuelle des actions, l'investissement semble à nouveau intéressant.

La troisième utilisation est de garder les taux de croissance à titre de variable. Cela nous donne une idée de la marge de confort, indiquant de combien la génération actuelle de FCF doit croître dans le futur afin d'obtenir le rendement exigé par rapport au prix actuel de l'action sur le marché. Nous les appelons les taux de croissance implicites.

3. Composition du portefeuille

Nous tentons de bien comprendre les caractéristiques des risques de chaque investissement séparément, une à une. Le profil de risque se traduit par un rendement exigé pour l'investissement individuel.

Cependant, notre principe fondamental en matière de gestion des risques est la diversification, à travers les régions géographiques, les secteurs et les sociétés.

Nous visons à détenir un portefeuille de qualité supérieure, mais composé d'actifs sous-évalués. Il en résulte une petite famille cohérente de fonds gérés par **CapitalatWork**.

Afin d'instaurer une certaine autodiscipline en ce qui concerne les titres hautement performants, nous initions souvent des ventes d'options call. Si le prix augmente pour atteindre le prix d'exercice ou le dépasse, nous vendons automatiquement. Au cours du processus, nous percevons une prime, de manière régulière.

Notre famille de fonds est un exemple de composition de portefeuille. Nous gérons plusieurs fonds d'actions, fonds obligataires et fonds mixtes.

4. Time at Work

Le processus de sélection des titres, tel qu'il est décrit ici, consiste fondamentalement en une stratégie simple. Par simple, nous entendons le contraire de compliqué, et non pas un synonyme de facile.

Finalement, il faut laisser le temps faire son oeuvre.

Etant donné que la réévaluation du prix des actions est souvent lente, voire même incroyablement lente, la difficulté est de la mettre en oeuvre. Notre approche requiert un certain niveau d'instruction, de rigueur, de consistance et de patience, qui sont toutes des ressources rares.

Pour plus d'information: www.capitalatwork.com

Paul Smets



Paul Smets, Senior Financial Analyst

19 ans d'expérience pertinente dans la recherche consacrée aux actions
Ingénieur commercial, major en finance, K.U.L.
Master of Business Administration, major en business economics, K.U.L.

Paul a commencé sa carrière à la Générale de Banque (actuellement Fortis) en 1988 comme analyste financier dans l'investment banking et l'asset management. Il a rejoint **CapitalatWork** en 1994, où il implémenta la méthodologie d'évaluation de EV/FCF.

Brésil – Mexique – Etats-Unis >

Professionnalisation des marchés obligataires locaux au sein des

Les turbulences qui se sont produites sur les marchés financiers offrent des opportunités aux investisseurs expérimentés ! On peut s'en servir pour donner aux portefeuilles d'obligations un rendement attendu supérieur sans pour autant accroître le profil de risque. L'impact de la crise de liquidités et de confiance sur les marchés obligataires internationaux depuis août laisse une image nuancée:

- > Les obligations d'Etat profitent d'une fuite vers la qualité, dans le cadre duquel le sentiment de sécurité l'emporte sur des perspectives de rendements décents.
- > Les obligations d'entreprises ont perdu pas mal de terrain, ce qui se traduit par la hausse des spreads par rapport aux obligations d'Etat. Nous pouvons parler ici d'une normalisation saine.
- > Le marché des valeurs mobilières ayant en gage des hypothèques, des cartes de crédit, des entreprises privées, ... a essuyé d'importants revers. Ces produits ont connu un grand succès en raison d'une forte demande de rendement supplémentaire, de liquidité suffisante, de faible volatilité sur l'ensemble des marchés financiers et de taux d'intérêt peu élevés. Les pourcentages supérieurs de mauvais payeurs ou le report des différents financements destinés aux entreprises privées ont un effet désastreux sur l'évaluation de ces valeurs mobilières. Les pertes sont même exacerbées lorsque ces instruments sont soumis à des leviers créés avec de l'argent emprunté. De l'argent que les promoteurs de ces produits ne parviennent plus à attirer à bas prix sur les marchés financiers. Les conséquences apparaissent au compte-gouttes et il faudra attendre plusieurs mois encore pour renverser la tendance des crédits excessifs.
- > Cependant, les marchés obligataires des 'pays émergents' présentent un modèle frappant. Après une première vague de ventes inspirées par la panique à la mi-août, nous voyons leurs rendements et leurs monnaies rapidement regagner le terrain perdu. Des facteurs fondamentaux à long terme interviennent à ce niveau.

L'analyse succincte suivante se base sur deux 'marchés émergents' à titre d'exemple : le Brésil et la Turquie. Le Mexique et la Pologne servent de pays de référence dans le cadre de l'évaluation. Ces derniers s'intègrent respectivement dans l'ALENA et l'UE.

Hypothèse : la convergence à plus long terme des taux d'intérêt sur les obligations d'Etat brésiliennes et turques, respectivement en Real brésilien et en Lire turque, vers les niveaux de taux d'intérêt mexicains – polonais. Ces derniers évoluent rapidement vers des niveaux de taux d'intérêt américains et européens par le biais d'une nouvelle intégration économique.

Ce point de vue sur la convergence repose sur les excellents facteurs fondamentaux que nous avons observés ces dernières années. Et ce, contrairement à la situation des années '90 où la croissance des pays émergents a, en majeure partie, été financée par la dette à court terme en dollar. Lorsque celle-ci a été remboursée, les conséquences se sont avérées néfastes.

Dans le tableau 1 ci-dessous, nous donnons un aperçu des dernières données macroéconomiques. Le tableau 2 mentionne, outre les taux d'intérêt et les ratings officiels, le rendement actuel que les obligations d'Etat offrent à une échéance de deux et dix ans.

Commentaire du tableau 1 :

- La croissance économique réelle sur base annuelle pour les quatre pays émergents est en moyenne deux fois plus élevée que celle pour les Etats-Unis et l'UE.
- Les taux d'inflation sur base annuelle au Brésil et au Mexique ont presque entièrement convergé vers les niveaux américains.

Tableau 1 : Données macroéconomiques (Source : ING Emerging Markets)

	ALENA			UE		
	Brésil	Mexique	Etats-Unis	Turquie	Pologne	UE
Croissance économique réelle	4,30%	3,00%	2,10%	4,70%	6,60%	2,40%
Inflation sur base annuelle	3,95%	3,40%	2,20%	7,00%	2,50%	1,80%
Compte courant (% PNB)	0,60%	-1,20%	-5,90	-7,20	-2,30%	-0,20%
Excédent/déficit public (% PNB)	-2,10%	0%	-2,40	-3,80	-3,00%	-1,70%
Réserves internationales	\$ 161,1 bn	\$ 80 bn	\$ 43,7 bn	\$ 62,5 bn	\$ 56,6 bn	N/A
Dette publique (% PNB)	65,00%	33,00%	61,80%	63,10%	50,00%	68,20%
Dette publique étrangère (% PNB)	16,80%	4,40%		20,00%	0,90%	

< Turquie – Pologne – UE

entités économiques de demain

- L'inflation polonaise (sous la pression de l'inflation salariale) s'aligne, comme prévu, sur l'inflation de l'UE (3% YoY Nov 2007). La Turquie est confrontée à des niveaux d'inflation avoisinant les 7%. La forte demande des consommateurs pour des marchandises importées ainsi que la dépendance énergétique vis-à-vis de l'étranger ont entraîné, début 2006, un déficit sur le compte courant. Une politique monétaire stricte (soutenue par des objectifs en matière d'inflation) et une politique budgétaire crédible ont ramené le calme dans le courant de 2006.
- Le ratio « excédent/déficit public » se situe dans les limites des normes internationalement admises.
- Les réserves internationales ont fortement augmenté à la suite d'une croissance économique constante et peuvent être utilisées pour parer à d'éventuelles attaques de la monnaie. Le 'problème' est plutôt que ces monnaies se sont trop rapidement appréciées suite aux investissements étrangers croissants dans les entreprises et les marchés de capitaux locaux.
- La dynamique des dettes publiques (en % du PNB) laisse entrevoir une image plus saine que la plupart des pays de l'UE ou les Etats-Unis.
- La nouvelle dette publique est essentiellement émise en monnaie locale. Les autorités monétaires de ces pays ont décidé d'appliquer une politique de taux comparable au modèle utilisé par la Belgique au début des années '90, se basant sur la liquidité du marché obligataire. Les obligations présentant de longues échéances (30 ans au Brésil et au Mexique) sont reprises par les fonds étrangers ainsi que par les fonds de pension et les compagnies d'assurances locaux. Etant donné que cela s'inscrit dans le cadre d'une politique monétaire équilibrée, il s'ensuit un degré élevé de crédibilité auprès des investisseurs / gestionnaires de fortune étrangers.

Tableau 2 : Taux d'intérêt officiels, taux des obligations d'Etat et rating (en monnaie locale)

A la fin novembre 2007	Brésil	Mexique	Etats-Unis	Turquie	Pologne	UE
Taux d'intérêt officiel	11,25%	7,50%	4,50%	16,25%	5,00%	4,00%
Taux publics à 2 ans	11,84%	7,54%	3,05%	18,10%	5,34%	3,80%
Taux publics à 10 ans	12,07%	7,80%	3,95%	17,25%*	5,80%	4,08%
Rating S&P	BBB**	A	AAA	BB	A	AAA

Commentaire du tableau 2 :

Celui-ci, démontre que les investissements dans des fonds publics brésiliens à 10 ans donnent un rendement supplémentaire d'environ 8,00% par rapport à une obligation européenne à 10 ans. Ceci implique un risque monétaire, mais vu les facteurs fondamentaux susmentionnés, ceci nous semble un placement intéressant. En Turquie, qui deviendra très probablement à long terme un membre de l'UE, une obligation à 5 ans* donne un rendement de 17,25%. Même en cas de dévaluation annuelle d'environ 3,5% pour les 4,5 prochaines années, ces

fonds ont un rendement égal à celui d'une obligation d'Etat européenne à 5 ans.

Le risque monétaire peut en partie être évité en investissant dans des obligations liées à l'inflation. En cas de dépréciation monétaire, le pays en question importera rapidement de l'inflation. Cette inflation supplémentaire sera prise en compte dans le cours et le coupon des obligations liées à l'inflation.

Conclusion générale:

Le Mexique et la Pologne éclairent les possibilités à long terme que le Brésil et la Turquie peuvent offrir en ce qui concerne un portefeuille d'obligations dans un monde globalisant.



Peter de Coensel, Fund Manager Fixed Income Funds

16 ans d'expérience en investissements
Master en Economie
Master en Economie Européenne

Entre 1991 et 1996, Peter a travaillé en Belgique et en France comme Trader Fixed Income (titres à revenus fixe). Par la suite, il s'est occupé d'un Hedge Fund entre 1996 et 2003 et il a travaillé pendant quelques années en tant que consultant financier. Peter a rejoint Capital at Work en 1995. Erwin Deseyn et lui gèrent ensemble fonds obligataire lié à l'inflation .

