

Capital Ideas

Insights about strategic investments



Février 2007

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

Dans cette édition

edito	p. 3
La gestion de patrimoine	
global perspectives	p. 4
Nous continuons à prévoir une surperformance des actions par rapport aux obligations et au cash	
investment philosophy	p. 10
Philosophie d'investissement	
capital mindset	p. 12
Diversification, l'unique "free lunch" sur les marchés financiers	
zoom in on	p. 14
Vinci, un "business model" encore mal perçu par le marché	
external experts	p. 16
Une société belge en guise d'alternative à la société holding luxembourgeoise exonérée d'impôt	
focus	p. 18
Legal at Work	
internal affairs	p. 19
Une vision, un logo	
Notre philosophie d'investissement au premier plan dans notre nouvelle campagne publicitaire	
CapitalatWork prend le départ avec Jérôme Theunis	
Un nouveau Manager "Institutional Business Benelux"	

Colofon

Capital Ideas est une publication de **CapitalatWork SA**,
Avenue de la Couronne 153, B - 1050 Bruxelles,
Tel.: +32 2 673 77 11
Fax: +32 2 673 55 11
website: www.capitalatwork.com

Fin de rédaction

Février 2007

Marketing et Communication

Nathalie Cardoen

Tel.: +32 2 673 77 11

E-mail: capitalideas@capitalatwork.be

Mise en pages

Communication Matters

© Photos Vinci : Photothèque VINCI/Francis Vigouroux

Disclaimer

Bien que basé sur des sources fiables CapitalatWork Group ne peut être tenu pour responsable de l'exactitude, la justesse ou la véracité de l'information contenue dans la présente publication.

L'information ne constitue pas une sollicitation, une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre les instruments financiers mentionnés. Elle ne constitue pas non plus une invitation à s'engager dans tout autre type de transaction. Elle ne peut être regardée comme un conseil en investissement. 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. En règle générale, les chiffres de performance accessibles sont nets de commissions de gestion.

© CapitalatWork SA. Tous droits réservés.

La gestion de patrimoine

Toujours le même objectif, mais sous un nouveau label



Je suis très heureux de pouvoir vous présenter le premier numéro de notre nouveau bulletin d'information, qui s'intitule "Capital Ideas". Son but est de vous faire part de nos vues en matière de stratégie d'investissement. Probablement connaissiez-vous notre "Global Perspectives".

Notre nouvelle publication l'intégrera avec également des mises à jour plus spécifiques et des points de vue encore plus étoffés sur notre manière d'évaluer les marchés. C'est pour nous également une opportunité de mettre en avant des sujets offrant un intérêt particulier et de vous faire part de diverses informations concernant CapitalatWork.

Dans ce premier numéro, nous aborderons plus spécifiquement notre métier de base : la gestion de patrimoine. Dans notre "Global Perspectives", nous vous présentons un résumé des caractéristiques essentielles de notre philosophie de placement, qui repose sur quatre piliers. Vous trouverez ensuite un article sur le rôle de la diversification. Bien que notre département de recherche soit exclusivement au service de nos propres activités internes, nous avons jugé utile de placer le secteur de l'industrie sous les projecteurs, et spécialement la société Vinci qui est, à nos yeux, une société de premier plan centrée sur le "développement durable". Outre les sujets financiers abordés dans cette publication, nous aborderons également certaines questions juridiques et fiscales. CapitalatWork dispose d'un propre département juridique ; nous souhaitons attirer votre attention sur l'importance de la planification successorale et patrimoniale et sur la manière dont nous pouvons vous être utiles à cet égard. Par ailleurs, nous avons demandé à un cabinet d'avocats externe de nous expliquer quelles sont les modalités pour une société belge de se profiler en tant qu'alternative à une société holding luxembourgeoise exonérée d'impôts. Enfin, nous vous ferons découvrir ce qu'est CapitalatWork, une entreprise jeune, dynamique, tournée vers la croissance en vous faisant part des dernières nouvelles nous concernant.

CapitalatWork est devenue en 17 ans de temps une société de gestion de patrimoine de niveau européen. Disposant de 7 succursales dans 5 pays, elle gère un portefeuille de 2,5 milliards d'EUR à la fois pour des particuliers et des clients institutionnels. Elle franchit à présent une nouvelle étape ... avec un nouveau logo soutenu par un nouveau baseline qui reflète mieux les particularités de notre so-

ciété aujourd'hui dans **son rôle de partenaire en matière d'investissements pour tous ceux qui partagent la même philosophie d'investissement.**

Notre nouveau label annonce de nouvelles initiatives marketing en vue d'améliorer notre communication, en privilégiant un style direct, clair et transparent. Cette publication est une première étape dans cette direction. Un nouveau site web et d'autres initiatives suivront.

capital **at** work

investment partners

Et enfin, j'aimerais vous rappeler en quelques mots ce qui constitue l'essence de CapitalatWork :

Primo, nous sommes indépendants à 100%. Nous nous concentrons sur la gestion de patrimoine ; c'est notre seul et unique métier de base. Nous nous adressons à la fois aux clients privés et institutionnels. En cela, nous sommes très différents de la plupart des autres institutions financières qui développent toute une gamme d'activités, souvent proches de la gestion de patrimoine. Que l'on songe aux activités de banque d'affaires, aux opérations de financement des grandes entreprises ou au courtage d'instruments financiers. Ainsi nous évitons tous conflits d'intérêts - et la mise en place de procédures laborieuses pour les éviter - qui surgissent inévitablement lorsque l'on est impliqué dans plusieurs activités étroitement liées entre elles.

Deuxièmement, nous défendons une philosophie d'investissement claire, centrée sur la "valeur" des investissements. Nous entendons par là essentiellement que nous recherchons des actifs sous-évalués et que nous laissons en quelque sorte "le temps faire son travail" pour faire ressortir leur juste valeur. Cet objectif ne peut être atteint que si l'on a la latitude nécessaire pour se soustraire aux contraintes des "benchmarks" (indices de référence). Notre gestion de patrimoine centrée sur la "valeur" a pour vocation de faire la différence entre les bons et les mauvais investissements. Nous sommes donc des investisseurs actifs, libres de toute contrainte, affranchis des servitudes des benchmarks.

Nous espérons que vous lirez le premier numéro de nos Capital Ideas avec intérêt, et n'hésitez pas à nous faire part de vos remarques pour améliorer cette publication dans le futur.

Ivan Nysen

Chief Executive Officer & Chief Investment Officer

Nous continuons à prévoir une surperformance des actions par

Selon un scénario que nous avons appelé «Globalization at Work», les investisseurs font toujours face à une combinaison de bénéfices d'entreprises élevés et croissants, de taux d'intérêt toujours bas et de valorisations raisonnables. De nouveau, nous baserons notre présentation sur les "4 piliers fondamentaux de base du monde des investissements".

Ces quatre piliers sont :

1. L'économie et les bénéfices des entreprises
2. L'inflation et les taux d'intérêt
3. Le sentiment des investisseurs et les rendements requis
4. Les valorisations d'actifs et les rendements attendus

1. L'économie et les bénéfices des entreprises

L'économie mondiale poursuit sa croissance, indépendamment d'un ralentissement manifeste aux États-Unis.

En 2006 et pour la troisième année consécutive, le PIB mondial a progressé de plus de 4% et atteindra plus probablement les 5% en 2006.

Depuis des années, CapitalatWork affirme que la croissance européenne devrait s'accélérer et pourrait même dépasser la croissance américaine. Ce moment est arrivé : alors que les États-Unis s'essouffent, l'Europe se redresse.

Nous restons convaincus que la croissance européenne est saine et repose sur de bons fondamentaux. Les bilans des ménages et des entreprises sont très solides après des années de sous-consommation. L'élargissement de l'UE qui compte dorénavant 27 pays, crée un gigantesque marché intérieur, jeune et dynamique.

Que le ralentissement économique des États-Unis se fasse en douceur (selon l'avis de la majorité) ou de manière plus brutale (selon une minorité) ne sera pas sans importance. Mais d'autres économies, notamment celles de la Chine, de l'Inde, du Brésil et de la Russie sont devenues suffisamment grandes et, espérons-le, autonomes pour maintenir la croissance mondiale, surtout si l'Europe et le Japon continuent à se redresser.

Nous prévoyons toujours un ralentissement en douceur de l'économie américaine, en particulier si les prix des matières premières, en général, et les prix de l'énergie, en part-

culier, baissent encore. Mais nous n'excluons certainement pas un effondrement brutal. C'est pourquoi nous sommes prudents pour tout ce qui touche aux États-Unis et surtout au dollar US.

Nous restons très sceptiques quant à la volonté politique (malgré le fait que Mr. Hank Paulson semble intelligent et déterminé) de s'attaquer aux déficits qui se profilent dans le domaine fiscal, des pensions et des soins de santé.

Au-delà du ralentissement américain, nous ne voyons toujours pas beaucoup de raisons pour lesquelles la croissance ne se poursuivrait pas en 2007 et au-delà.

Bien sûr, il y a des problèmes. Il y en a toujours, même en période de croissance économique. Souvent à cause de la croissance économique.

Le principal souci en 2005 et 2006, c'était le prix du pétrole (toujours supérieur à 60 USD/baril) censé accroître les coûts, augmenter l'inflation et donc les taux d'intérêt, et diminuer la croissance.

La résilience de l'économie mondiale face aux prix majorés des matières premières en général est une autre surprise de ces deux dernières années. Si l'on exclut l'énergie, l'inflation est restée sous contrôle, les taux d'intérêt sont restés bas, les entreprises ont réduit d'autres coûts et la croissance ne s'est pas ralentie.

Un fait essentiel se détache: partout dans le monde, les entreprises sont très rentables.

En 2003 et 2004, la priorité a été donnée à la réduction de la dette, y compris pour les postes hors bilan comme les obligations de fonds de pension.

Comme en 2005 et 2006, nous prévoyons qu'en 2007 l'argent continuera à aller vers les actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions ou sera consacré à un usage productif par une augmentation des dépenses d'investissement et des acquisitions. 2005 et 2006 ont été des années records pour les transactions d'entreprise et, une fois encore, nous ne voyons aucune raison pour que cette tendance ne se poursuive pas en 2007.

À notre avis, les entreprises continueront à générer des cash-flows énormes, sur la base de développements normaux, sains et durables!!!

rapport aux obligations et au cash

2. L'inflation et les taux d'intérêt

Fondamentalement, le tableau est le suivant :

- Les banques centrales du monde entier ont resserré leurs politiques monétaires. Certaines ont terminé (USA & UK), d'autres sont toujours occupées (Europe), d'autres encore ne font que commencer (Japon).

- Les investisseurs en obligations sont restés relativement calmes pendant ce processus d'ajustement, les taux à long terme restant proches (+/- 1% au-dessus) des plus bas depuis plusieurs décennies!

Le résultat des deux tendances ci-dessus est, bien sûr, un nivellement des courbes des taux rendement.

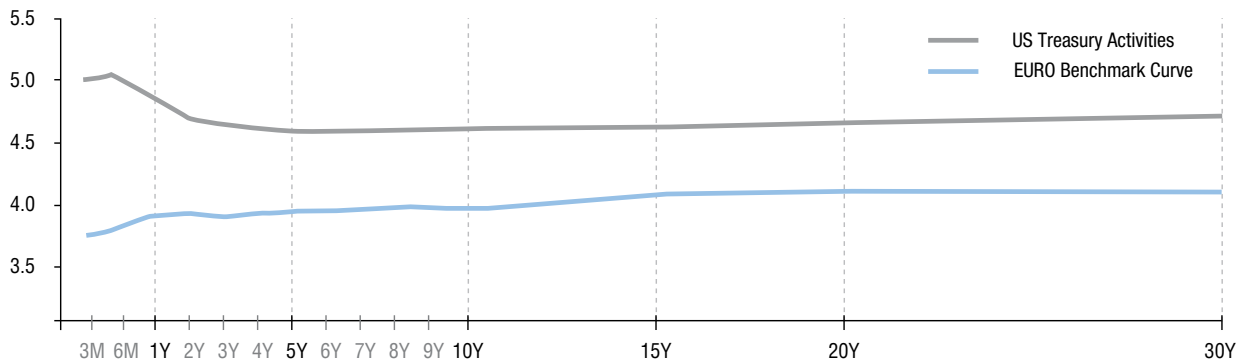


Fig.1 : Courbes des taux USD & Euro.

Contrairement aux points de vue largement répandus, nous ne voyons toujours pas cet aplatissement comme un signe avant-coureur de difficultés économiques, et certainement pas en Europe. Il y avait longtemps que les taux à court terme sans risque, de 3% à 4% en Europe et de 4% à 5% aux USA, n'avaient plus fait concurrence aux rendements des actions.

La question primordiale restera: à quels niveaux d'inflation faut-il s'attendre à l'avenir?

- Chez CapitalatWork, nous nous sommes tenus, au fil des années, à notre vision d'un monde à "faible inflation". Ceci en contraste flagrant avec les variations considérables des attentes générales, oscillant régulièrement entre les craintes d'inflation et les craintes de déflation. En 2006, nous avons assisté à un nouveau renversement: parallèlement à l'évolution des prix pétroliers, les craintes inflationnistes du premier semestre se sont muées en sentiment de confiance au second semestre.
- Notre scénario de faible inflation est toujours basé sur une confiance inébranlable dans les avantages des marchés libres et concurrentiels pour le capital, le travail, les services, les biens et de plus en plus aussi pour la fiscalité.
- Quelle inflation future les marchés des taux d'intérêt anticipent-ils actuellement ?

Europe - Euro			
	Rendements obligations nominales	Rendements réels des obligations	Inflation actualisée
5 ans	3,90%	1,90%	2,00%
10 ans	3,90%	1,85%	2,05%
30 ans	4,40%	2,10%	2,30%

USA - USD			
	Rendements obligations nominales	Rendements réels des obligations	Inflation actualisée
5 ans	4,60%	2,40%	2,20%
10 ans	4,60%	2,35%	2,25%
30 ans	4,70%	2,20%	2,50%

Les attentes en matière d'inflation ont baissé et convergé en 2006, avec l'inflation américaine dépassant de 0,25% à peine l'inflation européenne (0,5% il y a un an). Les inflations prévues ont rejoint les prévisions de faible inflation de CapitalatWork.

- Nous maintenons notre point de vue qu'il reste peu de valeur dans le marché des obligations d'État, mais nous découvrons des opportunités çà et là.

Nous détenons des obligations sélectives sur des marchés émergents comme

Turquie	Lire turque (après liquidation 20 %)	à 18% rendement nominal
Pologne	Zloty polonais	à 2,6% rendement réel + inflation
Brésil	Real brésilien	à 7,5% rendement réel + inflation
Mexique	Peso mexicain	à 3,5% rendement réel + inflation

Nous détenons des obligations de grandes entreprises telles que

Vinci	euro	perpétuelles	à 6,34% rendement nominal
Bayer	euro	perpétuelles	à 6,12% rendement nominal
Linde	euro	perpétuelles	à 6,64% rendement nominal
Solvay	euro	perpétuelles	à 5,68% rendement nominal

Grâce à un travail intense et sélectif, nous parvenons à générer un rendement effectif de 6 % pour une durée de 6 ans dans notre fonds Bonds at Work et un rendement réel (+inflation) effectif de 2,80 % pour une durée de 8 ans dans notre fonds Inflation at Work.

3. Le sentiment des investisseurs et les rendements requis

Bien entendu, la psychologie de l'investisseur est un aspect important et n'est pas le plus facile à maîtriser dans la mesure où les êtres humains sont divers, complexes et changeants.

Chez CapitalatWork, nous avons l'avantage de rencontrer beaucoup d'investisseurs, amateurs et experts, et, ce faisant, nous avons une idée assez précise de leur état d'esprit du moment.

En 2005 et 2006, nous faisons état d'un changement de sentiment progressif à l'égard des différentes classes d'actifs; les investisseurs s'orientaient plus vers les actions en défaveur des obligations. C'est exactement ce qui s'est passé mais nous pensons que cela va se poursuivre.

Une fois encore, c'est une question de nature humaine profonde. Les gens tendent toujours à extrapoler les tendances passées vers l'avenir. Nous étions d'avis qu'il faudrait au moins trois ans de surperformance des actions pour observer un regain d'appétit pour cette classe d'actifs.

En pratique ?

- Dans un contexte de courbe des taux plate, beaucoup sont en train de réduire la durée de leurs portefeuilles obligataires, se préparant à une hausse éventuelle des taux à long terme.
- Les intentions de répartition d'actifs en faveur des actions sont en nette progression, mais les investisseurs n'ont pas encore allié le geste à la parole!

Le sentiment est censé être un contre-indicateur. Un sentiment positif à l'égard d'un actif est une indication que les bonnes nouvelles sont déjà reprises dans les cours et inversement pour un sentiment négatif.

Si cela est exact (et ce l'est sûrement en partie) le sentiment qui s'améliore est un indice moins favorable aux actions qu'il ne l'a été ces trois dernières années - mais à notre avis, beaucoup d'argent doit encore être investi en actions et les valorisations doivent être encore plus élevées avant d'atteindre un niveau qui reflèterait pleinement le sentiment haussier.

4. Les valorisations d'actifs et les rendements attendus

Dans l'ensemble, une croissance remarquable des résultats et un environnement favorable de taux à long donnent lieu à des valorisations encore très raisonnables, comme illustré ci-dessus. Les rendements attendus sur des actions européennes de 10,5% se comparent aux rendements nominaux des obligations d'État de 4% et aux rendements réels de 2% pour les obligations indexées à l'inflation.

Chez CapitalatWork, nous consacrons beaucoup de temps et d'efforts à valoriser les actions et obligations d'entreprises, en comparant de façon spécifique "l'Entreprise Valeur" et le "Free Cash Flow" (cash-flow libre).

Voici quelques ratios de l'univers des actions dans lesquelles nous sommes investis :

- Le rendement moyen attendu des cash-flows libres sur fonds propres est de 10,98% (11,75% l'an dernier), sur base du cours des actions, des cash-flows libres actuels et d'une croissance future des cash-flows libres de +/- 3%.
- Si nous exigeons un return moyen de 10,5% sur nos investissements en actions, ce qui équivaut à une prime de risque de 6% à 7% au-dessus du rendement des obligations d'État, sur base des mêmes cash-flows libres et de la même croissance future des cash-flows libres, la sous-valorisation de nos actions préférées est en moyenne de 14,6% (20% l'an dernier).

- Nos entreprises n'ont pas besoin d'une croissance spectaculaire pour justifier leur présence en portefeuille. Le taux de croissance futur des cash-flows libres est actuellement de 1,76% (1,00% l'an dernier), toujours en exigeant un rendement moyen de 10,5% sur nos investissements aux cours actuels.

Deux autres points de vue :

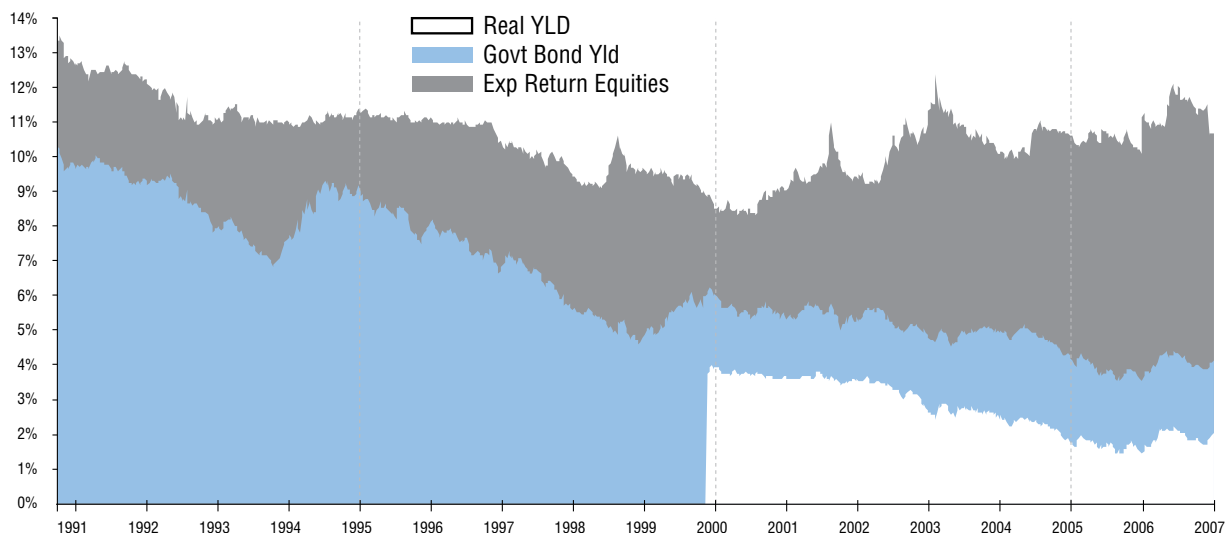
- Les cash-flow libres actuels moyens pour rémunérer la valeur totale de l'entreprise (EV) (capital + dette) au prix du marché est de 5,6% (6,0% l'an dernier).
- Les cash-flows libres actuels moyens, après intérêt sur la dette, pour rémunérer uniquement la partie fonds propre de la valeur d'entreprise est de 5,95% (6,45% l'an dernier).

À notre avis, ce sont là des propositions encore attrayantes.

EN CONCLUSION :

Trouver de la valeur dans les obligations ne peut se faire que moyennant une selectivité extrême. En général les obligations ne sont pas très attrayantes puisque les taux d'intérêt sont proches des plus bas historiques, reflétant déjà une faible inflation et peu de risque de défaut de remboursement. La valeur réside toujours dans les actions avec des cash-flows libres se situant à des hauteurs inégalées.

Rendement attendu actions européennes
Rendement nominal obligations d'Etat
Rendement réel obligation d'Etat



Nos portefeuilles et nos Fonds at Work

En termes absolus, l'année a été bonne mais en termes relatifs, c'est une année mitigée.

- La partie actions de nos portefeuilles a enregistré une hausse de 7% à 17% (voir tableau ci-dessous) l'an dernier.

À titre de comparaison, l'indice mondial en euro a progressé de 8% en 2006.

- La partie obligataire de nos portefeuilles est restée en équilibre l'an dernier, avec des rendements compris entre -0,7% et +0,7%.

À titre de comparaison, l'indice JPM Global Government Bond Index (75% couvert/25% non couvert) affiche un rendement négatif de -0,4% et l'indice Barclays Global indexé à l'inflation enregistre un rendement négatif de -1,7%.

Ces rendements correspondent parfaitement à nos prévisions du début de l'année.

Ce qui a joué en notre faveur

1. Une fois encore, notre allocation d'actifs a été payante.

Nous avons surpondéré les actions par rapport aux obligations et au cash, jusqu'au maximum autorisé par nos directives clients et de fonds. Nous avons limité au minimum notre exposition au dollar américain.

2. À quelques exceptions près, nos actions ont enregistré de bonnes performances, à la fois au niveau opérationnel et au niveau de l'évolution des cours.

La plupart de nos entreprises sont parvenues à augmenter leur chiffre d'affaires, à enregistrer de bons résultats en matière de maîtrise des coûts, améliorant ainsi leurs marges et résultats, et ont utilisé le cash-flow généré de manière rationnelle.

Nos entreprises tendent à être dans des secteurs économiquement sensibles et à avoir une forte exposition internationale.

Ce qui a joué en notre défaveur

1. Du côté des obligations, les taux d'intérêt plus élevés.

Bien que peu spectaculaire, l'augmentation des taux d'intérêt a nui aux rendements des obligations. Comme en 1994 et 1999, ce sont les portefeuilles les plus défensifs qui ont souffert le plus. Après des années d'excellents rendements des obligations, les rendements faibles voire négatifs étaient inévitables.

2. Du côté des actions, une vague de "croissance mondiale" et de "fusions et acquisitions mondiales" a entraîné une hausse généralisée et la sélectivité n'a pas joué un rôle important.

Notre focalisation rigoureuse sur des entreprises de qualité a toujours donné lieu à la détention d'entreprises de premier plan qui, curieusement, n'ont pas été les cibles préférées des acteurs de fusions et acquisitions ces deux dernières années.

Nous n'avons pas l'intention de changer notre méthodologie d'investissement.

3. La diversification internationale de nos portefeuilles a joué contre nous, en termes relatifs, car la zone euro était très, très forte.

Conformément à notre position franchement positive concernant la croissance européenne et les prix des actions européennes, nous avons surpondéré les actions européennes par rapport aux indices mondiaux. Ce qui explique notre forte surperformance par rapport à l'indice mondial (MSCI World Index). Mais nous restions sous-pondérés par rapport à certains de nos concurrents locaux.

Il n'est pas nouveau que certains de nos concurrents investissent plus près de chez eux, moins probablement en raison de leur vision mais plutôt à cause de vieilles habitudes.

Sur le thème "Globalization at Work", nous sommes d'avis que la détention d'entreprises multinationales capables de tirer profit d'un monde de plus en plus global reste la chose à faire.

4. Dans notre fonds asiatique, un marché japonais n'ayant pas progressé, la baisse de 10% du yen par rapport à l'euro et alliés à une exposition (8%) conservatrice aux actions chinoises ont donné lieu à des résultats peu spectaculaires.

CapitalatWork - Equity Funds	Fonds actifs		Rendement en euro
European Equities at Work	Actions européennes	euro	+17,09%
American Equities at Work	Actions américaines	euro	+2,17% (13,81% in Usd)
Asian Equities at Work	Actions asiatiques	euro	+8,40%
Contrarian Equities at Work	Actions mondiales de valeur	euro	+14,77%
Growth Equities at Work	Action mondiales de croissance Global Growth Stocks	euro	+7,30%

CapitalatWork - Fixed Income Funds	Fonds actifs		Rendement en euro
Bonds at Work	Obligations mondiales	euro	+0,73%
Inflation at Work	Obligations mondiales indexées à l'inflation	euro	- 0,77%

CapitalatWork - Mixed Funds	Fonds actifs		Rendement en euro
Global Markets at Work	Stratégies de produits dérivés, d'obligations et d'actions mondiales.	euro	+4,64%
Global Opportunities at Work *	Stratégies de long et court terme, de produits dérivés, d'obligations et d'actions mondiales	euro	+8,66%

* Le fonds Global Opportunities Fund 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.

Pour toutes questions concernant ce qui précède ou tout autre sujet lié à l'économie et la finance, n'hésitez pas à nous contacter pour avoir un point de vue clair, honnête et intéressant.

La mission stratégique de CapitalatWork est de vous servir et vous aider à gérer vos investissements d'une manière rationnelle, intelligente et fructueuse.

Éditeur responsable : Ivan Nyssen

5 janvier 2007 - numéro 41



Ivan Nyssen, gestionnaire du fonds *Contrarian Equities at Work*

22 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*.

Philosophie d'investissement

Nous pensons que la tâche stratégique d'un gestionnaire d'investissement, de tout gestionnaire d'investissement, devrait être la recherche de la valeur et devrait lui allouer du capital.

Comment y arrivons-nous ? Comment faisons-nous travailler le capital ? Quatre éléments principaux résument "l'essence" de notre philosophie d'investissement :

Recherche de sociétés de qualité

Nous nous concentrons sur la détention d'actions et d'obligations échangées sur les marchés financiers, celles-ci étant de petites parts de sociétés mises en vente. À l'aide d'un large éventail de sources d'information et d'outils de screening, nos analystes et gestionnaires de portefeuille sont continuellement à la recherche de sociétés de qualité ayant une valeur mesurable pouvant représenter un bon ou très bon investissement, indépendamment des tendances de marché actuelles ou futures. Pour CapitalatWork, une société de qualité présente invariablement des capacités supérieures de génération de cash-flow libre, et ce, sur le long terme.

Valorisations de sociétés

Ces sociétés de qualité durable sont ensuite soumises à une analyse approfondie en vue d'estimer raisonnablement leur valeur intrinsèque et de comprendre de manière approfondie leur profil de risque, société par société. Si la valeur intrinsèque d'une société est supérieure – idéalement, très supérieure – à son prix de marché, elle devient une bonne candidate pour figurer dans nos portefeuilles. Ces exercices de valorisation se font en continu et permettent de juger si une société mérite ou non d'être détenue.



Composition du portefeuille

Nous sommes intimement convaincus que les actions et les obligations sont les deux principales classes d'actifs qui doivent composer un portefeuille. L'histoire a démontré leur supériorité par rapport à toutes les autres classes d'actifs. Il y a 4 grandes raisons pour lesquelles ces deux classes d'actifs sont supérieures :

1. Elles se négocient sur des marchés liquides et actifs.
2. Elles présentent des caractéristiques différenciables, permettant non seulement des avantages de diversification mathématique, mais également de diversification fonctionnelle. La diversification fonctionnelle signifie que ces classes d'actifs se comportent différemment dans diverses situations économiques.
3. Il y a une certaine convergence d'intérêts entre l'investisseur final et les sociétés ou les pays dans lesquelles il investit. Cette convergence est beaucoup plus douteuse pour les investissements dans d'autres classes d'actifs comme les Hedge Funds, le capital-risque, le private equity, ...
4. Enfin, et surtout, ces classes d'actifs généreront des rendements sans gestion active. L'investissement dans des sociétés (passif et/ou capital) n'est pas un jeu à somme nulle. La création de richesse se reflète finalement en des prix d'actifs augmentant. La gestion active, telle que nous la pratiquons chez CapitalatWork, peut être un bonus. Il est confortable toutefois d'être investi dans une classe d'actifs qui récompensera aussi l'investisseur passif. D'autres classes d'actifs dépendent entièrement de la gestion active rendant les investissements dans celles-ci nettement moins fiables.

L'argent de nos clients n'est évidemment jamais investi dans une seule société, mais plutôt dans un portefeuille diversifié, composé de sociétés générant du cash-flow libre et que nous estimons être sous-évaluées. La diversification entre sociétés et secteurs industriels est d'une importance considérable pour réduire les risques inutiles. Pour les clients particuliers comme pour les institutionnels, la composition d'un portefeuille et la gestion des risques font l'objet de règles très précises. Pour des commentaires plus détaillés, nous vous renvoyons à l'article "Diversification, l'unique "free lunch" ou arbitrage sur les marchés financiers", repris également dans cette publication.

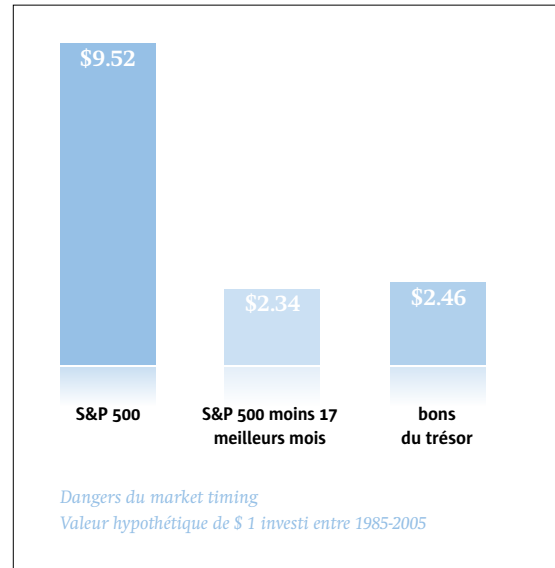
Time at Work

L'idée d'investir dans des sociétés à des prix inférieurs à leur valeur intrinsèque et ensuite d'attendre l'inévitable réévaluation de leur cours, est très simple à comprendre mais substantiellement plus difficile à mettre en pratique. Le problème est que cette réappréciation se produit souvent lentement, très lentement. Alors que le capital de nos clients travaille lentement mais sûrement, la stratégie décrite ci-dessus nous demande d'aller contre des réactions émotionnelles, des idées prédominantes sur le marché, des experts que nous respectons et bien entendu d'ignorer les renversements inévitables et parfois sévères sur les marchés financiers. Ce sont là les obstacles sur la "route" des rendements d'investissement supérieurs.

L'un des pièges de la gestion d'actifs actuelle est la surévaluation des résultats à court terme. Les investisseurs y attachent trop d'importance. Ils évaluent aussi leurs gestionnaires d'actifs sur des horizons de plus en plus courts. Apparemment, tout le monde semble ne plus respecter l'importance primordiale du principe "Time at Work" sur les marchés financiers. Chez CapitalatWork, nous voulons éduquer nos clients différemment. Notre attitude en matière d'investissement boursier est différente de la pratique de nombreux investisseurs.

Nous insistons sur l'importance de la "présence sur le marché" par opposition au "timing du marché".

L'opportunité est considérable pour les investisseurs qui ne sont pas aveuglés par les mouvements à court terme du marché. Dans une de ses célèbres citations, Benjamin Graham a dit : "À court terme, le marché est une machine à voter, à long terme, c'est une balance". Il est important de comprendre cette citation : elle signifie qu'il est extrêmement difficile de prévoir le futur proche. Qui sait comment se comportera la bourse le mois prochain ou l'année prochaine, ou bien, où les taux d'intérêt ou les devises se négocieront ? Il est très dangereux de baser une stratégie d'investissement sur le "timing du marché", en considérant le marché comme une machine à voter, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Celui-ci montre que si vous manquez les 17 meilleurs mois de la bourse au cours de la période allant de 1985 à 2005, votre rendement aurait été identique à celui du cash (= bons du Trésor).



Notre stratégie est basée sur le fait de considérer le marché comme une balance. Nous valorisons les sociétés de qualité et l'histoire montre qu'à long terme, les rendements des sociétés dans lesquelles nous investissons reflètent simplement les cash-flows libres réalisés et la croissance future de ces cash-flows libres. À long terme, le marché reconnaîtra inévitablement ces cash-flows réalisés par les sociétés dans lesquelles nous investissons.

Erwin Deseyn



Diversification, l'unique "free lunch"

Ce n'est qu'en 1952 que quelqu'un a eu l'idée que le risque pouvait se définir en chiffres. En juin 1952, le *Journal of Finance* publiait un article d'un jeune inconnu de 25 ans, diplômé de l'université de Chicago. Le papier s'intitulait "Portfolio Selection" et son auteur s'appelait Harry Markowitz. L'article était si novateur qu'il lui valut le Prix Nobel d'économie en 1990.

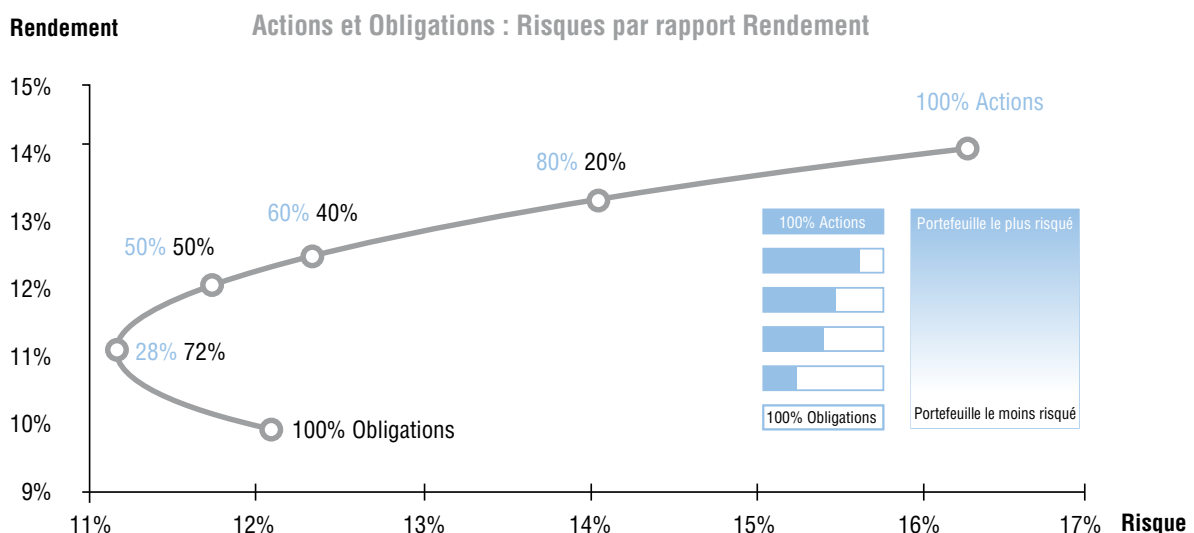
Markowitz avait pour objectif de composer un portefeuille pour des investisseurs qui considèrent le rendement prévu comme un élément désirable et la variance du rendement (ou volatilité) indésirable. Il a défini le risque comme étant la volatilité ou variance. Selon son intuition de base, le rendement d'un portefeuille diversifié est égal à la moyenne des taux de rendement des différentes valeurs et, parallèlement, la volatilité du portefeuille est inférieure à la volatilité moyenne de ses différentes composantes. Le concept consistant à lier le risque et le rendement était pour le moins révolutionnaire.

Les années 1970 furent une période sombre pour les investisseurs. Jusque là, le risque était une question d'audace et non de chiffres. Les investisseurs agressifs maximisaient "leur return", les conservateurs investissaient en obligations. La "Modern Portfolio Theory" a été progressivement acceptée dans l'arène professionnelle de l'investissement dans les années 1970.

Le fait d'investir dans un panier d'actions ou d'obligations permet à l'investisseur de réduire le risque de son portefeuille, sans diminuer le return attendu. Un des grands mérites de la théorie moderne est de décrire comment une combinaison d'actions et d'obligations peut modifier le risque et le rendement d'un portefeuille. Comme le montre la Figure 1, un portefeuille contenant 28% d'actions et 72% d'obligations comporte moins de risques qu'un portefeuille à 100% d'obligations et offre un rendement plus élevé, contrairement à ce que pense la sagesse populaire. La ligne verte (la frontière efficiente) représente les portefeuilles les plus efficaces pour les différentes répartitions (en %) d'actions et obligations.

Mais tous les investisseurs ne sont pas disposés à prendre le risque d'un portefeuille combiné d'actions et obligations. Certains veulent garder une partie de leurs avoirs sans risque. Les obligations nominatives et même les espèces ne sont cependant pas toujours exemptes de risque. Une forte inflation peut conduire à des rendements réels négatifs et une perte de pouvoir d'achat. En 1994 et 1999, les obligations ont eu des returns négatifs. Un investisseur ayant investi en obligations nominatives dans les années 1970 a perdu 50% de pouvoir d'achat au cours de la décennie. C'est pourquoi Capital@Work a toujours souligné que les obligations liées à l'inflation (ILB) sont les seuls titres sans risque. Les ILB sont les seuls actifs qui assurent à l'investisseur un taux de rendement réel positif. La combinaison des ILB (valeurs sans risque) avec un portefeuille mixte d'actions et d'obligations permet de créer un portefeuille produisant le return requis, tout en minimisant le risque.

Fig.1 : Frontière efficiente (source : Ibbotson Associates)



Le risque est mesuré par "la standard deviation". Le Rendement est mesuré par une moyenne arithmétique. Le risque et le rendement sont basés sur des données annuelles sur la période 1970-2000. Les portefeuilles présentés sont basés sur la théorie moderne des portefeuilles.

sur les marchés financiers

Une des critiques importantes de la théorie moderne est la définition du risque. Le risque d'un investissement est-il réellement sa volatilité ? Devons-nous nous soucier de la volatilité si les investissements sont à la hausse ? Ces questions sont valables. Au cœur de la définition du risque, il y a le fait que les êtres humains ont du mal à accepter les rendements négatifs. Et c'est là qu'intervient la volatilité. Dans la mesure où les marchés financiers peuvent fluctuer considérablement à l'horizon d'une année, la possibilité de perte est grande. C'est particulièrement vrai pour les actions, moins pour les obligations, comme le montre la Figure 2. Il est important de noter que plus la période d'investissement est longue, plus les chances d'avoir un rendement négatif sont faibles. Dans le passé, aucune période de 20 ans d'investissement sur le marché des actions ou des obligations n'a produit de "returns" négatifs.

C'est pourquoi l'intégration de la période d'investissement revêt une grande importance dans la décision relative à la manière de diversifier votre portefeuille. Comme le montre la Figure 3, la fameuse frontière d'efficacité décrite au début de cet article se déplace vers la gauche (= moins de risque) quand la durée d'investissement s'allonge. Cela signifie que le risque diminue pour réaliser les mêmes returns quand la période d'investissement s'allonge.

La diversification est le seul "free lunch" disponible sur les marchés financiers. La démonstration évidente montre que la combinaison d'un panier diversifié d'actions, d'un panier diversifié d'obligations et d'un panier diversifié d'ILB (Inflation Linked Bonds) réduit considérablement le risque pour obtenir les mêmes returns. Cette proposition est du reste encore plus puissante, si vous la combinez avec la période d'investissement. Pour réaliser vos objectifs financiers, "présence sur le marché" importe plus que "timing du marché".

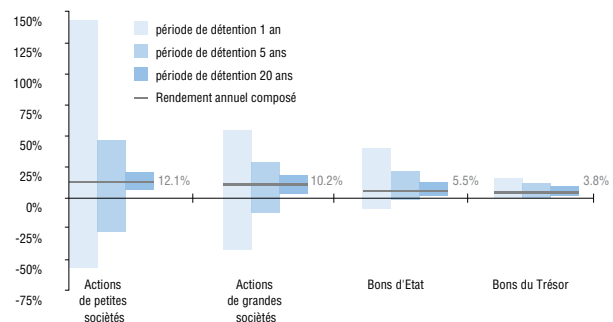
Erwin Deseyn



Erwin Deseyn, gestionnaire des fonds Fixed Income

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

Avant de rejoindre CapitalatWork en 1999, Erwin était gestionnaire de fonds et de portefeuilles privés; il était également co-administrateur d'un Family Office. Depuis qu'il a rejoint CapitalatWork, il y gère les fonds obligataires : Bonds at Work et Inflation at Work. Il est non seulement administrateur mais aussi responsable, en étroite collaboration avec Dominique Marchese, de la coordination au sein du département gestion.



Chaque graphique montre la gamme de rendements annuels composés pour chaque classe d'actif et sur la période 1926-2002.

Fig.2 : Réduction du risque au fil du temps

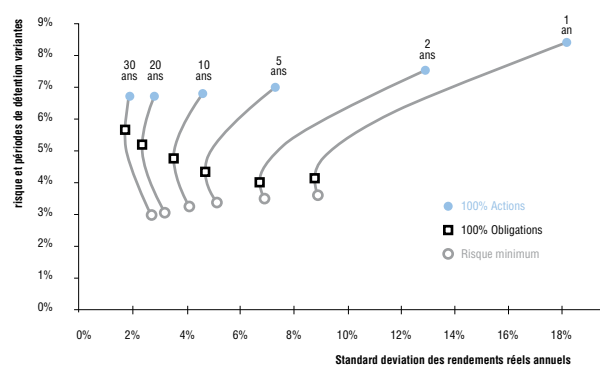
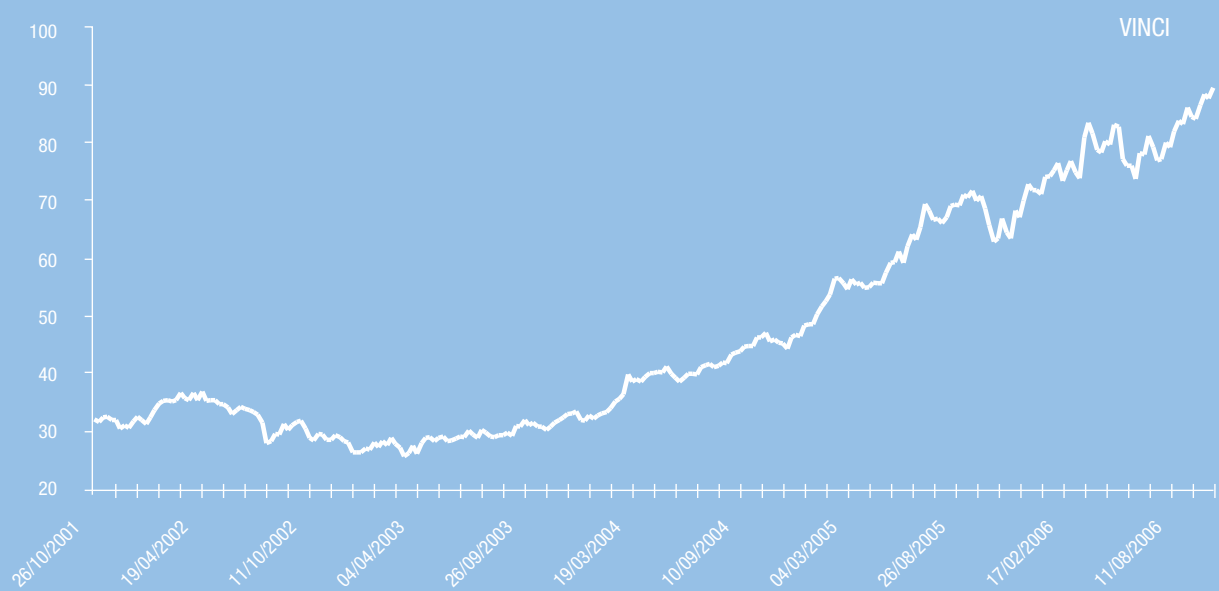


Fig.3 : Risque et périodes d'investissement variables
(source : Jeremy Siegel, Stocks for the long run, p. 36)



Vinci | un "business model" encore mal perçu par le marché

Leader mondial dans le secteur de la construction, Vinci est sans doute un des "business models" les plus convaincants de ses dernières années. Suite à la fusion amicale avec GTM en 2000 puis au rachat des Autoroutes du Sud de la France (ASF) en 2005, le groupe français est devenu un géant du BTP (bâtiment, travaux publics) et des concessions.

Vinci est connu pour la réalisation de projets complexes aussi spectaculaires que le pont de Rion-Antirion en Grèce, le stade de France à Saint-Denis, le tunnel autoroutier A86 à l'ouest de Paris, ou encore le Pont "Vasco da Gama" sur le Tage à Lisbonne. Ces dernières années, Vinci a considérablement renforcé les activités d'exploitation de services publics délégués dans le cadre de contrats de longue durée. Prolongement naturel du métier de la construction, Vinci Concession intervient dans la gestion d'infrastructures autoroutières (4.687km d'autoroutes en France et à l'étranger, dont les entités les plus importantes sont ASF, Escota et Cofiroute), le stationnement avec Vinci Park (leader européen avec plus de 860.000 places), la gestion en concession d'aéroports, et le stade de France dont Vinci possède 67%.

Les analystes et gestionnaires de CapitalatWork ont très tôt reconnu la qualité du management de Vinci, séduits par le contrôle sévère des filiales de construction où les marges priment sur les volumes. La stratégie qui a conduit le groupe à se développer dans les concessions et les services a augmenté considérablement la visibilité des cash-flows. Nous estimons que ces activités contribueront à environ 65% au résultat opérationnel du groupe, alors que la Construction, Eurovia (leader dans les travaux routiers) et Vinci Energies (leader dans l'ingénierie et l'installation électrique) ne contribueront qu'à concurrence de respectivement 18%, 10% et 7%. Le profil de risque de Vinci est selon nous très attractif, compte tenu de la récurrence des cash-flows libres et de la part réduite de l'activité cyclique de construction.

Il est à noter que sur le marché français, qui reste le premier marché pour Vinci dans la construction, les principaux joueurs (Vinci, Eiffage, Bouygues) ont adopté une gestion disciplinée permettant au secteur de connaître une hausse

structurelle de sa profitabilité.

Après 3 années de forte progression de l'activité de construction en France, nous estimons que le momentum reste très favorable pour Vinci. Tout d'abord, son carnet de commandes lui donne une très bonne visibilité pour 2007, grâce à la forte demande en infrastructure de transport, dans l'énergie et les Telecom en Europe. Les besoins dans les pays d'Europe centrale sont immenses et continuent d'alimenter la forte croissance des ventes dans cette zone. Aux États-Unis aussi, le nouveau budget public d'infrastructure routière offre de nouvelles perspectives. Le développement des PFI ou PPP (partenariats public-privé) en Allemagne et dans d'autres pays sur le modèle de la Grande Bretagne, offre des perspectives de croissance forte pour les prochaines années. Il est intéressant de noter que les grands projets d'infrastructure qui intéressent Vinci sont majoritairement localisés dans les pays développés (Europe, USA). Très soucieux du contrôle des risques, Vinci ne désire pas se développer dans les pays émergents où les risques géo-politiques rendent la rentabilité des projets plus incertains.

En dépit de la forte progression du cours de bourse de ces 3 dernières années, nous estimons que le "re-rating" de Vinci, suite à l'intégration des ASF, n'a pas eu lieu. La valorisation du titre ne reflète ni l'amélioration structurelle des marges dans la construction, ni la récurrence des cash-flows générés par les concessions. En outre, il est à noter que le management a clairement opté pour une politique généreuse à l'égard des actionnaires qui profiteront des perspectives plus qu'alléchantes du groupe.

Dominique Marchese
Fund Manager



Dominique Marchese, gestionnaire d'European Equities at Work Fund

14 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.

Une société belge en guise d'alternative à la société holding luxembourgeoise

La fin de la société holding luxembourgeoise de 1929

Selon un bulletin d'information récent du cabinet d'avocats luxembourgeois Arendt & Medernach, le grand-duché de Luxembourg compte à l'heure actuelle pratiquement 14.000 "sociétés holding de 1929", représentant une valeur estimée supérieure à 40 milliards d'Euros. Le succès de ces sociétés holding, qui sont utilisées par des personnes physiques ou des familles aisées, ainsi que par des acteurs professionnels actifs sur le marché financier, est dû à leur régime fiscal très favorable découlant d'un ancien Décret du 31 juillet 1929.

Ces sociétés holding sont en effet exonérées (i) de l'impôt sur les revenus, (ii) de la retenue à la source sur la distribution de bénéfices et (iii) de l'impôt sur la fortune au Luxembourg et ne sont soumises qu'à une taxe sur le capital de 1% grevant les apports en capitaux et à une taxe annuelle de 0,2% ("taxe d'abonnement") sur le montant de leur capital. Ces derniers prélèvements n'ont de toute évidence pas terni la popularité de cette société en tant que moyen de placement personnel pour les contribuables étrangers.

La Commission européenne estime cependant que ce régime fiscal très favorable constitue une aide d'état faussant le jeu de la libre concurrence au sein du marché commun et qu'il est dès lors interdit au regard du Traité sur l'UE (et notamment son article 87 §1). Elle a dès lors décidé en juillet 2006 de supprimer ce régime fiscal pour la fin de cette année et d'octroyer aux sociétés holding de 1929 existantes une période transitoire jusqu'à la fin de 2010. Toutefois, en cas de changement du contrôle sur la société holding (en raison du transfert de la majorité de ses actions) au cours de la période de transition, la société perdra immédiatement son statut fiscal attractif, à moins que ce changement de contrôle ne soit justifié par des raisons économiques valables.

Etant donné que des capitaux importants pourraient quitter le grand-duché de Luxembourg en raison de l'abolition du régime fiscal lié à la société holding de 1929, ce pays a réagi en annonçant l'introduction d'un nouveau régime (très proche de l'ancien) qui serait limité aux sociétés détenues par des investisseurs privés. Ce régime devra toutefois encore obtenir le feu vert des autorités européennes chargées de l'examen des aides d'état.

Les investisseurs privés détenant une partie de leur fortune par le biais d'une société holding de 1929 de droit luxembourgeois disposent à l'heure actuelle de plusieurs options :

1. Liquider la société holding luxembourgeoise et rapatrier les investissements dans leur état de résidence. Ce rapatriement pourra s'effectuer sans acquitter d'impôt sur les revenus au Luxembourg, mais pourrait donner lieu au versement de cet impôt dans leur pays de résidence (par exemple, une taxe de liquidation de 10% en Belgique).
2. Céder les actions de la société holding luxembourgeoise. Toutefois, comme indiqué plus haut, cette décision entraînerait (plus que probablement) la perte du régime fiscal favorable de la société holding ; il est dès lors plus que probable que ces sociétés holding perdraient un marché important et attrayant. En outre, la réalisation d'une plus-value lors de la cession des parts pourrait éventuellement imposer le versement d'un impôt sur les plus-values dans le pays de résidence du contribuable.
3. Attendre le nouveau régime fiscal luxembourgeois et son approbation par la Commission européenne.
4. Rechercher des structures alternatives

Dans le cadre de cette dernière option, il pourrait s'avérer utile d'examiner la situation en Belgique, en raison de l'introduction du principe dit de la "déduction des intérêts notionnels" dans le cadre de son régime fiscal à l'impôt des sociétés.

La déduction des intérêts notionnels en Belgique

Il y a quelque temps, la Belgique a été confrontée à un problème similaire à celui du grand-duché de Luxembourg, à la suite de la décision de la Commission européenne considérant son régime fiscal favorable pour les centres de coordination comme une aide d'état interdite. Désireux de conserver ces centres de coordination en Belgique (et d'attirer de nouveaux investissements), le gouvernement belge a proposé un instrument fiscal à la fois simple et novateur, sous la forme d'une déduction fiscale annuelle pour un rendement financier notionnel des capitaux propres (c'est-à-dire la déduction des "intérêts notionnels"). Afin d'obtenir l'aval de l'UE à propos de ce nouvel incitatif, il l'a mis en œuvre d'une manière générale, à partir de l'exercice d'imposition 2007 (exercices comptables se clôturant le 31 décembre 2006 au plus tôt), pour toutes les sociétés belges et toutes les sociétés étrangères disposant d'un établissement taxable en Belgique.

exonérée d'impôt

L'intérêt notionnel est calculé sur les "capitaux propres" de la société (valeur nette d'inventaire), tels qu'ils figurent dans ses comptes annuels de l'exercice financier précédent, après certaines corrections "fiscales" (par exemple, la déduction de la valeur fiscale des participations en titres relevant de la catégorie des "immobilisations financières").

"L'intérêt notionnel" est déterminé en faisant référence au taux d'intérêt moyen à long terme (sur 10 ans) des Bons d'Etat belges au cours de l'année précédente. Pour 2006 (exercice d'imposition 2007), l'intérêt notionnel a été fixé à 3,44%. Les petites et moyennes entreprises bénéficient d'une majoration de cette déduction fiscale de 0,5%. En conséquence, si les fonds propres d'une société belge s'élèvent à Euro 100 Mio (après corrections fiscales), elle sera habilitée à une déduction fiscale supplémentaire à l'impôt des sociétés de 3.440.000 Euros (voire de 3.940.000 Euros si elle est considérée comme une PME), indépendamment de la politique réellement mise en œuvre en matière de dividende de la société.

Combinée à (i) la suppression de l'impôt sur le capital de 0,5% grevant les apports en capitaux en Belgique au 1er janvier 2006 et au (ii) régime fiscal belge relativement favorable pour les sociétés holding (et notamment, à la règle générale d'exonération de l'impôt des sociétés pour les plus-values sur actions, sans période de détention minimale, ni exigence de participation minimale), cette déduction des intérêts notionnels renforce l'attractivité de la Belgique pour les activités de placement des capitaux à plus grande échelle (pas uniquement pour les seules multinationales), nonobstant son taux de 34% à l'impôt des sociétés.

La déduction fiscale des intérêts notionnels devrait être utilisée pour compenser l'intérêt taxable et le revenu des dividendes, ainsi que les plus-values sur obligations et titres autres que les actions.

Mise en œuvre de la structure alternative belge et exit.

Afin de convertir la société holding de droit luxembourgeois en une société d'investissement belge, tous les placements de la société holding luxembourgeoise pourraient être affectés à la constitution de la société belge (sans générer d'impôt sur le capital), en créant de la sorte des fonds propres élevés pour la société de droit belge.

Par la suite, la société holding luxembourgeoise pourrait être convertie en une Soparfi de droit luxembourgeois, soumise à l'impôt des sociétés habituel au grand-duché de Luxembourg (soit 29%).

Toutefois, les revenus de dividende découlant de la participation dans la société belge, ainsi que les plus-values sur cette participation, pourraient prétendre à l'exonération des participations au Luxembourg, afin d'éviter un niveau supplémentaire d'impôt sur les revenus.

En outre, le statut de Soparfi permettra à la société mère luxembourgeoise de solliciter une exonération de l'impôt à la source belge sur les distributions de dividendes (le cas échéant) et, en dernier recours, sur la distribution de liquidation par la société belge, dans le respect de la Directive CEE Société mère – Filiale. Dans le respect du droit domestique luxembourgeois, aucune retenue à la source n'y sera pratiquée sur la distribution de liquidation effectuée par une société luxembourgeoise.

Philippe Hinnekens

Tax Partner chez Eubelius

(cabinet d'avocats en Belgique)



Philippe Hinnekens, Partner Eubelius

Droit fiscal
Droit financier et économique des sociétés

Philippe Hinnekens a étudié à la K.U.L. et a obtenu un master en L.L.M. à l'université de Chicago. Il est actuellement associé au sein du bureau d'avocats Eubelius. Il enseigne également le droit fiscal international à la K.U.L.. Il est co-auteur de 'Venootschappen & Belastingen', il participe à la rédaction de 'Internationale Fiscooog', et d'autres publications belges ayant pour sujet la fiscalité des sociétés ou la fiscalité internationale. Il rédige régulièrement des articles et dispense des cours sur le sujet fiscal.

Legal at Work

Capitalatwork se fait fort de traduire les souhaits financiers de ses clients dans un portefeuille de placements taillé sur mesure. Elle prête en outre une oreille attentive à toutes les autres questions et réflexions de ses clients, sur les plans à la fois personnel et professionnel.

Vous vous demandez peut-être parfois si votre patrimoine est bien structuré, non seulement en fonction de l'impôt des personnes physiques ou de l'impôt des sociétés, mais également en fonction des droits de succession. Ou peut-être êtes-vous préoccupé(e) par ce qui se passera lors de votre décès ? Qui reprendra le flambeau dans votre entreprise ? Qui héritera de vos avoirs bancaires, de vos œuvres d'art et de vos autres biens ? Qui pourra occuper votre maison ? De quelle protection bénéficiera votre partenaire ? Et quelles seront les conséquences de tous ces changements sur le plan fiscal ?

Bien que le maintien et la croissance de votre capital soient notre principale préoccupation, sa transmission après votre décès constitue néanmoins un axe essentiel de cette problématique ! Vous souhaitez que les bénéfices acquis ne fondent pas ensuite comme neige au soleil, sous l'effet du paiement de droits de succession élevés ?

Etant donné que nous pensons que vous serez (plus) serein(e) si vous avez déterminé vous-même les modalités de transmission de votre patrimoine (à qui, à quel moment, de quelle manière, avec un éventuel maintien du contrôle et/ou des recettes ?), CapitalatWork Belgique met à votre disposition une équipe interne de juristes expérimentés et passionnés dans le domaine de la planification de la succession, afin de convertir vos desiderata en langage juridique clair. Nos autres bureaux en Europe disposent en outre d'un réseau étoffé de conseillers externes parfaitement en mesure de vous rendre un service analogue.

Après un franc dialogue au sujet de votre situation, de vos souhaits, de vos liens familiaux, de vos biens, etc., l'équipe interne belge procédera à un examen approfondi de toutes les mesures déjà prises par le passé en matière de

planification de la succession (telles que votre contrat de mariage ou de cohabitation, les donations que vous avez déjà réalisées, votre testament, vos actes d'acquisition, bref, toutes les volontés directes ou indirectes). Nous vous décrirons les alternatives possibles, ainsi que les avantages et les inconvénients d'une transmission pendant la vie et/ou jour du décès, afin que vous puissiez prendre votre décision en toute connaissance de cause. Nous vous formulerons si nécessaire quelques recommandations et nous pourrons les convertir, en concertation avec votre notaire, votre conseiller fiscal ou tout autre spécialiste, dans des dispositions concrètes.

Etant donné que vos souhaits peuvent se modifier au fil des années ou à mesure de l'évolution de votre vie, il vous sera toujours loisible de nous recontacter pour procéder à une nouvelle évaluation de la planification de la succession choisie.

Nous souhaitons en outre, en raison de l'adaptation quotidienne du cadre fiscal et juridique belge ou international, vous tenir informé de ces nouveautés par le biais d'articles concis, insérés dans cette publication. Si le contenu de l'un de ces articles vous a mis à réfléchir, il vous sera bien évidemment toujours loisible de solliciter des explications complémentaires.

Nous aimerions aborder ces sujets avec vous personnellement !

Kaat Lauwers

Legal Advisor



Kaat Lauwers, *Legal Advisor*

7 années d'expérience dans la planification successorale
Licenciée en droit - Licenciée en notariat à l' U.L.B.

Kaat a commencé sa carrière en 1999, au sein d'études de notaires situées à Bruxelles et Amsterdam. En 2001 et 2002, elle était la collaboratrice d'un notaire spécialisé en planification successorale aux Etats Unis. Au cours des 3 années qui suivaient, elle a approfondi ses connaissances en matière de planification successorale auprès d'un notaire anversois. En 2005, elle rejoint CapitalatWork où elle conseille les clients sur un plan juridique et les éclaire afin de trouver une solution adaptée en matière successorale. Tout ceci se déroule en étroite collaboration avec des spécialistes externes.

Your Capital at Work

Une vision, un logo

Un nouveau logo : une nouvelle étape pour CapitalatWork. 17 ans après le lancement de CapitalatWork sur le marché belge, il était nécessaire de développer notre nouvelle image. Celle-ci est le reflet exact de ce que CapitalatWork est aujourd'hui : une société de gestion indépendante en plein essor. CapitalatWork est devenu un gestionnaire de fonds européen tant pour clients privés qu'institutionnels. Nous sommes présents dans 5 pays et comptons 7 bureaux. En résumé, nous sommes "un véritable partenaire" pour tous ceux qui partagent notre philosophie d'investissement.

Le renouvellement de notre identité s'accompagne de nouveaux moyens de communication. Notre premier outil de communication est, sans nul doute, notre publication dans laquelle nous aborderons des sujets aussi variés que la finance, la fiscalité ou des thèmes plus juridiques. Parallèlement à la finalisation de notre nouveau site web qui devrait prochainement être accessible, nous développons également d'autres projets.



Notre philosophie d'investissement au premier plan dans notre nouvelle campagne publicitaire

Le développement de notre nouveau logo est soutenu par une campagne publicitaire. Celle-ci met en avant des images photos. Cette campagne est basée sur des photos qui traduisent notre philosophie d'investissement : sélectionner des secteurs d'activité et des sociétés perpétuellement en mouvement avec pour objectif d'investir dans des sociétés de grande valeur qui génèrent du free cash-flow à long terme...



CapitalatWork prend le départ avec Jérôme Theunis

Au cours des 3 prochaines années, CapitalatWork sera le sponsor du 2ième meilleur joueur de golf belge, Jérôme Theunis. Sa 19ième place au niveau européen ainsi que sa participation à divers tournois européens permettront à CAW de mieux se faire connaître et par ailleurs, Jérôme Theunis sera présent lors de divers événements de golf organisés par CapitalatWork en 2007.



Un nouveau Manager "Institutional Business Benelux"

L'engagement de Ludwig Caluwé devrait permettre à CapitalatWork d'accélérer la croissance internationale de son activité institutionnelle.

Après une formation universitaire en économie, Ludwig Caluwé a débuté sa carrière en 1991 auprès de différen-



tes banques. Quelques années plus tard, il fonda Swiss Life Asset Management Belux pour l'assureur suisse. En sa qualité d'administrateur délégué, il est chargé de la stratégie commerciale pour les marchés belge et luxembourgeois et du développement de solutions sur mesure pour les clients institutionnels. Fin 2003, il rejoint Capco comme partenaire et y mène divers projets pour des private bankers, des gestionnaires et des fonds de pension.

Au sein de CapitalatWork, Ludwig Caluwé exercera la fonction de Business Development Manager, responsable pour le Benelux. Il rejoint une équipe, composée aujourd'hui, de 7 personnes chargée de développer l'activité institutionnelle en Europe (Belgique, Pays-Bas, Grand-Duché de Luxembourg, Espagne, Suisse et Italie).

