

# Capital Ideas



Insights about strategic investments

**capital at work**  
Wealth Management  Foyer Group

# In deze editie

edito..... p. 3

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

global perspective..... p. 4

Global Perspectives.

capital mindset..... p. 7

Beleid van de centrale banken wereldwijd.

investment philosophy..... p. 9

2010: een voor de actieve belegger meer dan bevredigend beursjaar.

2011: het belang van discipline in een onzekere omgeving.

zoom in..... p. 15

Home Depot

of hoe een distributeur waarde kan creëren zonder daarom meer winkels te moeten openen?

focus..... p. 18

Fiscale nieuwtjes voor 2011.

internal experts..... p. 20

Fiscale voordelen voor buitenlandse ingezetenen in Zwitserland.

company news..... p. 23

20 jaar CapitalatWork.

CapitalatWork breidt uit!

CapitalatWork lanceert het Dividends at Work Fund.

Migratie.

---

## Colofon

Capital Ideas is een uitgave van **CapitalatWork Foyer Group N.V.**,

Kroonlaan 153, B-1050 Brussel,

website: [www.capitalatwork.com](http://www.capitalatwork.com)

### Einde Redactie

April 2011

### Redactie

**CapitalatWork Foyer Group N.V.**,

Kroonlaan 153, B - 1050 Brussel

Tel.: +32 2 673 77 11

Fax: +32 2 673 55 99

E-mail: [capitalideas@capitalatwork.be](mailto:capitalideas@capitalatwork.be)

### Coördinatie

Nathalie Cardoen

### Directie Marketing & Communicatie

Maarten Rooijackers, Vincent Decalf

### Vormgeving

Foyer S.A.

© Coverfoto Istock

---

#### Disclaimer

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

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

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

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

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



## Het is een genoegen u te mogen verwelkomen in het negende nummer van ons halfjaarlijks magazine “Capital Ideas”

Traditioneel blikken wij, in het begin van het jaar, altijd terug op het afgelopen jaar en maken wij goede voornemens voor het nieuwe. Wij maken graag van de gelegenheid gebruik om iedereen, die op ons event van 10 februari II in het Magrittemuseum ter ere van onze twintigste verjaardag aanwezig was, te danken voor hun talrijke aanwezigheid die bijdroeg tot een succesvolle en prachtige avond. Meer daarover leest u verder in onze publicatie.

Wij kondigden het reeds in ons vorig nummer aan maar nu is het een feit. Wij hebben onze doelstelling van 4 miljard euro activa van beheerd vermogen gehaald, wat meteen ook een mooi bewijs is van onze betrouwbaarheid aan en van onze klanten. We mogen dan ook trots zijn op onze opmerkelijke prestaties, zowel op het vlak van onze fondsen als op het vlak van de rendementen van onze klantenportefeuilles. De filosofie van CapitalatWork Foyer Group heeft eens te meer vruchten afgeworpen, met dank aan het werk van al onze teams.

U heeft uw kapitaal zeker niet al slapende verworven en het is dan ook door hard te werken (at Work!!) dat CapitalatWork dit nog beter wil laten renderen. Om u nog beter te kunnen dienen, werken wij continu aan de stabiliteit en efficiëntie van onze onderneming en blijven wij in onze teams investeren. ‘Small is beautiful but not too small.’ Door voort te bouwen op de financiële basis van haar aandeelhouder zal CapitalatWork in de nabije toekomst nog sterker worden.

### Financiële uitdagingen en vooruitzichten voor 2011

2010, het tweede jaar na het uitbreken van de crisis, is voor de ontwikkelde landen op zowel economisch als op sociaal vlak een moeilijk jaar gebleken. De groeicijfers volstonen over het algemeen niet om een begin te maken met een overtuigende daling van de werkloosheid. In de Eurozone vielen vooral de grote verschillen tussen Noord en Zuid op. Alle lidstaten hebben grootschalige besparingsplannen voor meerdere jaren ingevoerd om de overheidsfinanciën terug gezond te maken. De landen uit het Noorden (vooral dan Duitsland) groeien fors dankzij hun exporterende industrie. De zogenaamd “perifere” landen van de Eurozone, die door de financiële pers doorgaans de “PIGS” worden genoemd (Portugal, Ierland, Spanje en Griekenland), leiden onder het feit dat zij het vertrouwen van de obligatiemarkten hebben verloren en onder een gebrek aan concurrentievermogen, wat dan weer het gevolg is van het uitblijven van structurele hervormingen. Om een systeemcrisis in de eurozone te vermijden, kwam er een reddingsplan, een plan dat een eerste maal al voor Griekenland en daarna ook voor Ierland werd gebruikt.

In de Verenigde Staten, waar de groei nog steeds als onvoldoende wordt bestempeld, de werkloosheid hoog blijft en de huizenmarkt het nog steeds slecht doet, is de centrale bank (FED) overgegaan tot de fameuze “Quantitative Easing”, of het massaal terugkopen van staats-schuld, en dat ondanks een alarmerend hoge schuldenlast en dito budgettaire tekorten.

De obligatiemarkten hebben in de herfst van 2010 hun bodempeil bereikt en sindsdien hebben wij een geleidelijk herstel van de lange rente gezien. De resultaten van de aandelenmarkten lopen vrij sterk uiteen: de Europese indexen (behalve de Duitse DAX) stonden onder druk, terwijl die van de Amerikaanse landen en de groeielanden over het algemeen een mooie groei hebben laten optekenen.

Na 2010, waarin heel wat is gebeurd, lijkt 2011 dus een al net zo, of nog meer, bewogen jaar te worden.

De stijging van de grondstofprijzen (ook petroleum en gas zijn van de partij) begint te wegen op bepaalde inflatiecijfers in groeielanden, zelfs al lijkt de impact hiervan op de ontwikkelde landen nog niet echt wezenlijk.

De redding van de Europese landen, de toetreding van Rusland tot de WHO, de recentste politieke ontwikkelingen in Noord-Afrika en het Nabije Oosten, om nog maar die elementen te vermelden die voor schommelingen op de kapitaalmarkten zorgen. Ook de recente dramatische gebeurtenissen in Japan zullen ongetwijfeld hun stempel op de wereldgroei drukken. Toch zijn wij van oordeel dat de economische vooruitzichten voor 2011 beter zijn dan voor het voorbije jaar. Ondernemingen boeken mooie resultaten, de balansen zijn zeer gezond en de waardering blijft aantrekkelijk. De tekenen die wijzen op herstel, vooral dan voor de exporterende economieën, lijken aan te geven dat er een dynamiek ontstaat en daarvan zouden de landen die het zwaarst onder de crisis hebben geleden, kunnen profiteren. Het zou kunnen bijdragen tot hun herstel, zelfs al moeten we rekening blijven houden met de geopolitieke ontwikkelingen en inflatoire tendenzen.

In tijden van monetaire, politieke en sociale turbulentie is methodisch en slim beleggen essentieel. Om de juiste beleggingsbeslissingen te kunnen nemen, blijven wij ons dan ook baseren op onze interne analyse, die wij overigens steeds verder ontwikkelen. De strikte evaluatie van de waarde van de ondernemingen én van de wereldeconomie heeft ons in 2010 in staat gesteld om in te spelen op een aantal opportuniteiten en daardoor gevaren te ontwijken. Hier hebben onze klanten de vruchten van geplukt en ook dat blijft onze belangrijkste doelstelling voor 2011.

U zult in deze publicatie, zoals steeds, de gebruikelijke rubrieken vinden. We gaan in op onze globale vooruitzichten, onze visie op de aandelenmarkt en op het beleid van de centrale banken wereldwijd. Daarnaast doorlichten we één van onze bedrijven, met name Home Depot. Dit nummer van Capital Ideas zou uiteraard niet volledig zijn zonder een analyse van de fiscale nieuwigheden. In deze voor tal van regio's wereldwijd troebele of moeilijke tijden mogen wij natuurlijk ook niet vergeten dat er, vlak bij onze grenzen, een stabiele vluchthaven is die heel wat kwaliteiten te bieden heeft, namelijk Zwitserland. Ik beveel u dan ook het interessante stuk over de voordelen van een verblijfplaats in dit mooie land aan.

Ik wens u veel leesgenot.

**Vincent Decalf - Afgevaardigd Bestuurder CapitalatWork Foyer Group**

# De laatste 4 jaren waren ongetwijfeld zeer bewogen jaren in de financiële geschiedenis

Het jaar 2010 zal waarschijnlijk de geschiedenis ingaan als het jaar waar het comfortabele concept van “de risicovrije belegging”, de hoeksteen van vele financiële theorieën, werd begraven.

In het jaar 2008 verloor het bankdeposito haar risicovrij imago en in het jaar 2010 werden de staatsobligaties aan het wankelen gebracht. Daar ging onze laatste risicovrije illusie. De boodschap is nu duidelijk: Risicovrij beleggen bestaat gewoonweg niet! Trouwens risicovrij niet-beleggen (bv: geld onder het matras) ook niet. Er moeten dus keuzes gemaakt worden, waarbij risico's altijd aanwezig zullen zijn.

## 1. Welke keuzes hebben wij voor u in het jaar 2010 gemaakt en waarom zijn onze beleggingsresultaten zo goed?

Ten eerste valt op te merken dat wij noch via obligaties, noch via aandelen, enige exposure hadden en nog steeds niet hebben met betrekking tot de zwaarste probleemlanden in Europa. Dus ZERO exposure ten aanzien van Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje en andere probleemlanden.

Ten tweede hebben wij onze visie van een Europa in schuldafbouw, en mogelijk in desinflatie, vertaald in langelooptijd obligaties. Deze obligaties hebben het niet alleen schitterend gedaan qua prijsevolutie maar bieden u ook met een redelijke zekerheid interessante toekomstige inkomsten. De “cherry on the cake” is dat wij in de loop van het 4e kwartaal, op het allerbeste moment, deze lange looptijden hebben ingekort. Dit is een mooi voorbeeld van optimale risicobeheersing.

Vervolgens hebben wij, veiligheidshalve, heel specifieke “special cases” in onze portfolio's opgenomen, namelijk Noorse en Australische obligaties, beide “best in class”-landen wat betreft hun schuldgraad en hun rijkdom aan grondstoffen.

Obligaties van opkomende landen, obligaties met hogere coupons en ondergewaardeerde munten hebben eveneens uitmuntend gepresteerd. Wat aandelen betreft, zijn wij zoals steeds zeer gedisciplineerd, gediversifieerd en rustig blijven beleggen. Onze dis-

cipline slaat op een continue focus op doorgedreven analyses en waarderingen, van bedrijf per bedrijf, dag in dag uit. Wij kopen pas aan wanneer onze analyses duiden op een onderwaardering en wij verkopen wanneer ze duiden op een overwaardering.

Dit klinkt eenvoudig en saai maar is in feite complex en tegelijk boeiend. Complex omdat een financiële analyse 100% met de toekomst te maken heeft en de toekomst nog steeds moeilijk te voorspellen is.

Boeiend omdat beleggen eigenlijk betekent dat men voortdurend op zoek gaat naar enerzijds oplossingen (voor wereld's meest significante problemen) en anderzijds naar opportuniteiten die daarmee gepaard gaan. Het is best wel eigenaardig dat de “financiële markten”, die het mogelijk maken in te spelen op deze opportuniteiten, zo'n slecht imago hebben.

Het is in ieder geval een heel interessante vaststelling dat onze bedrijven er klaarblijkelijk goed in slagen deze globale opportuniteiten te benutten. Doorheen de hele crisis hebben deze bedrijven het goed tot uitstekend gedaan qua omzet en qua winstevolutie. “Globalization at Work” is al 10 jaar ons motto.

## 2. Hoe nu verder? Welke keuzes verwachten we voor u in het jaar 2011 te moeten maken?

Het jaar 2011 wordt ongetwijfeld een moeilijker jaar voor vermogensbeheer in zijn algemeenheid omdat extra rendement van extra risico's zal moeten komen, en de hamvraag is bijgevolg of wij bereid zijn deze extra risico's te nemen?

Ons laag-inflatie scenario zal begin 2011 serieus getest worden. Als gevolg van een reeks buitengewone omstandigheden gaat inflatie voor minstens een zestal maanden boven de traditionele 2% norm liggen. Dit ligt vandaag reeds in de verwachtingen en wij beschouwen dit dus meer als een opportuniteit dan als een echt gevaar.

Wij opteren er dus voorlopig voor om onze middellange obligaties aan te houden zoniet eventueel zelfs opportunistisch te verlengen.

Wij denken dat de **schuldenproblematiek van de Europese periferische landen** zoniet opgelost, dan weliswaar **beter ingekaderd zal worden**. Mocht de EU er immers in slagen de Griekse, Portugese en Ierse schuldenberg aan de huidige marktprijzen vast te leggen, door bijvoorbeeld de inkoop of de herstructurering van deze obligaties, of beide, dan zou dit probleem plots heel duidelijk “manageable” worden. Dit ligt heel duidelijk binnen onze verwachtingen maar hierop inspelen is nog wat anders.

Dit betekent wel dat de best presterende beurzen binnen Europa waarschijnlijk die van de periferie landen, zoals Italië of Spanje, zullen zijn. Dit betekent ook dat banken het wel eens heel goed zouden kunnen doen, weliswaar na het opkuisen van zware verliezen op hun Griekse, Portugese en Ierse obligaties. Opgeruimd staat netjes maar volatiliteit is gegarandeerd. Iedereen heeft stilaan wel begrepen dat **groei in de zogenaamde “Emerging Markets”** gebeurt. Dit gaat helaas ook gepaard met hogere inflatieverwachtingen en verstrakkende monetaire politieken. Inflatie en stijgende rentes vormen zelden het beste recept voor heel positieve investeringsreturns, zowel wat obligaties, aandelen en zelfs munten betreft. Pas dus op voor de aantrekkingskracht van economische groei.

De verrassing komt waarschijnlijk van de landen of regio's waar het zwaarst, het snelst en het moeilijkst in de staatsuitgaven gesnoeid gaat worden, Europa op kop! Geschiedenis wijst op redelijke snelle heropleving van de private “animal spirits” als de overheid verplicht wordt op te ruimen.

Zonder de problemen te willen onderschatten, integendeel, zijn wij er toch van overtuigd dat de doemscenario's, qua groei, veel te donker zullen blijken te zijn geweest.

Nadenken en voorzichtig schakelen is en blijft de boodschap.

## Update Japan

De voorbije weken hebben zich een aantal belangrijke en onrustwekkende gebeurtenissen voorgedaan:

1. De aardbeving in Japan,
2. De pogingen van Europa en de VS om tot een leefbaar fiscaal kader te komen,
3. De volksopstanden in het Midden-Oosten,

**Wij pleiten hier in de eerste plaats voor rust en voor duidelijke keuzes. De portefeuille van CapitalatWork is een voorbeeld van evenwicht, sterkte, diversificatie en liquiditeit.**

### 1. De aardbeving in Japan

Onze rechtstreekse blootstelling aan Japan is vrij beperkt, met een aandelenallocatie van amper 15 % in het Asia Fund van CapitalatWork, waarin op haar beurt de allocatie in Japanse bedrijven op zich slechts 20 % bedraagt en waarbij het wisselkoersrisico yen/euro 100 % is ingedekt.

Wij zijn echter onrechtstreeks blootgesteld aan Japan via het merendeel van onze wereldwijd actieve bedrijven. Hoewel het niet eenvoudig is om dit correct in te schatten, zijn wij over het algemeen de mening toegedaan dat er voor geen van onze bedrijven een extreem negatieve blootstelling bestaat.

Er is echter ook een zekere onrechtstreekse blootstelling aan de “nucleaire gevolgen van de ramp die Japan heeft getroffen. Let wel, dit is niet allemaal negatief. Een aantal ondernemingen, zoals EON, zouden hier gevolgen van kunnen ondervinden, namelijk wanneer zou worden beslist om de kerncentrales niet langer open te houden (een idioot idee). Maar, ... een aantal bedrijven, zoals niet-nucleaire elektriciteitsproductie bijvoorbeeld (gas), zou hier wel eens al grote overwinnaar uit kunnen komen.

Wij zijn echter van oordeel dat de ramp die Japan heeft getroffen het herstel van de wereldeconomie niet zal doen stilvallen. Dat is de reden waarom Japan geen reden is om te gaan panikereren.

### 2. De pogingen van Europa en de VS om tot een leefbaar fiscaal kader te komen

Europa worstelt nog steeds met de bijzonder moeilijke fiscale toestand van al zijn lidstaten, en vooral dan van Griekenland, Ierland en Portugal. Het fiscale probleem is mogelijkerwijze echter groter voor de VS en het beleid lijkt, ondanks de grote verschillen, al even complex.

Het goede nieuws is dat de toestand zo extreem slecht is dat politici deze niet langer kunnen negeren en dat de oplossingen eenvoudig zijn. De welvaartsstaat met zijn onhoudbare verplichtingen moet besparen. Een aantal belastingen (op kapitaal) zullen stijgen, de pensioengerechtigde leeftijd wordt opgetrokken en de

kosten voor gezondheidszorgen zullen via een verplichte verzekering in toenemende mate naar de consument (of de patiënt, zo u die term verkiest) worden doorgeschoven.

Hoewel het niet nieuw is, zijn wij van mening dat de landen, die de meeste moed aan de dag hebben gelegd en ingrijpende beslissingen hebben genomen om de tekorten terug te dringen, ook voor positieve verrassingen zullen zorgen. Onze posities op het vlak van overheidsobligaties focussen zich nog steeds op de Europese kernlanden, met een beperkte blootstelling aan Italië en een aanzienlijke blootstelling aan Noorwegen (onze veilige haven voor wat het nucleaire aspect betreft).

Wij hebben vooral belegd in Corporates (60 % van de vastrentende activa) waar de balansen zijn blijven verbeteren.

Onze grootste posities op het vlak van aandelen zijn het op alle fronten beter blijven doen: betere winstgevendheid, sterkere balansen, ... wij blijven rustig en zien lagere koersen als potentiële beleggingsopportuniteiten.

En in tegenstelling tot wat over het algemeen wordt gedacht (niet door CaW dus), is de euro nog steeds een toonbeeld van sterkte en weerspiegelt de munt de lage (core) inflatie, de fiscale beperkingen en de potentiële monetaire beperkingen.

### 3. De volksoptstanden in het Midden-Oosten

Het Midden-Oosten is mogelijkwerwijs de meest delicate toestand. Mogelijkwerwijs, omdat het kernwoord hier Saoedi-Arabië (SA) is.

Ik volg het Huis van Saud nu al ruim 15 jaar (met dank aan The Economist). Dat is inderdaad een lange tijd om zich zorgen te maken over een risico dat tot dusver is uitgebleven. *Maar dat is nu eenmalig het lot van iemand die andermans geld beheert. ;)*

Toen iedereen zich zorgen ging maken over Tunesië, Egypte of Libië, keken wij richting Saoedi-Arabië, en dat niet alleen omdat Saoedi-Arabië over enorme olie- en gasreserves beschikt, maar veeleer omdat Saoedi-Arabië over de grootste capaciteit lijkt te beschikken om zijn productie te verhogen en dus om problemen die zich elders zouden voordoen op te vangen.

Wanneer het Huis van Saud door ontevredenheid en onrust zou gaan wankelen, dan zou de olieprijs wel eens kunnen stijgen tot ruim boven de \$ 150 of \$ 200. En dat zou pas een reële bedreiging zijn voor de economische groei. Saoedi-Arabië is Bahrein binnen-

gevallen om de onrust door de shia te bedwingen, onrust die heel waarschijnlijk door Iran wordt gesponsord. Sunni SAOEDI-ARABIË vs. Shia IRAN! *Begrijpt u waar dit over gaat?*

Het is nu het moment om te vertrouwen op het huiswerk dat onze nuchtere analisten over individuele ondernemingen hebben gemaakt.

Als onze beleggers, onze portefeuillebeheerders of onze klanten niet bestand zijn tegen de Japanse aardbeving, dan houden wij beleggingen aan die wij niet zou mogen aanhouden want één ding is 100 % zeker: Japan zal nog door aardbevingen worden getroffen, net als andere gevoelige regio's overigens, zoals Californië of China.

*Heeft Buffett niet pas 9 miljard USD neergeteld voor Lubrizol?*

**Ivan Nyssen**  
April 2011 - GP nummer 55



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

25 jaar ervaring in vermogensbeheer  
Licentiaat Economie

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

# Beleid van de centrale banken wereldwijd

In amper een decennium heeft de financiële wereld een heuse ommekeer doorgemaakt. In de twintigste eeuw gold nog de spreuk “Don’t fight the Fed” (Ga niet in tegen de FED) en daarmee werd het absolute overwicht van het monetaire beleid van de centrale bank van de Verenigde Staten geïllustreerd. Waarnemers die de FED volgden, genoten in de financiële wereld van gisteren nog heel wat aanzien. De voorbije jaren heeft de job van “FED-watcher” in relatieve termen wat aan belang moeten inboeten, maar het is tegelijkertijd ook een job geworden die helemaal is veranderd.

De job van de professionele FED-watcher blijft dan nog wel belangrijk, maar toch heeft deze in de beleggingswereld van vandaag wat aan betekenis verloren. De bronnen van wereldwijde groei zijn niet langer grotendeels afhankelijk van de consument in de ontwikkelde wereld. Er heeft zich immers een massale verschuiving van de economische groei en de economische macht voorgedaan, namelijk van de ontwikkelde wereld naar de “zich snel” ontwikkelende wereld (de fameuze “emerging markets”). De wereldwijde groei wordt in toenemende mate bepaald door wat er gebeurt in de opkomende markten. Eén van de meest zichtbare bewegingen van deze aardverschuiving zijn de valutareserves (meestal in \$) die groeiemarkten zoals Brazilië, Rusland, China, Korea en andere hebben opgebouwd. Het blijft belangrijk om het beleid van de FED, de ECB, de BOJ en de Bank of England van nabij te volgen, maar beleggers kunnen vandaag niet langer om de analyses van het monetaire beleid van de centrale banken van de groeielanden heen. Dat de Chinese centrale bank haar rentevoeten optrekt, is een belangrijk gegeven. En het is niet zo belangrijk dat een land als Brazilië kapitaalcontroles invoert. De wereldwijde liquiditeit wordt niet langer uitsluitend door de FED bepaald. In een beleggingswereld die door vrije kapitaalstromen wordt gekenmerkt, zijn er steeds meer spelers die bepalen hoe groot de liquiditeit is.

De job van waarnemer van de centrale bank is eveneens grondig gewijzigd. Centrale banken oefenen een grotere invloed dan ooit uit op de reële economie en op de financiële wereld. Vroeger woog de centrale bank op de economie en op de financiële wereld, gewoon door de rentevoeten aan te passen. Het concept was relatief eenvoudig. De centrale bank trok de rente op om de economie te vertragen en liet ze zakken om de economie te stimuleren. De ultieme doelstelling van de professionele centrale bank was het beheersen van de inflatie en, belangrijker nog, van de inflatievooruitzichten. Deze oude wereldorde is fundamenteel veranderd toen de FED, de Bank of England en de ECB hun balansen hebben uitgebreid. Alle drie zijn zij gestart met programma’s voor het aankopen van effecten (zoals het beroemde QE2) en als zodanig zijn zij spelers geworden op de grote wereldwijde obligatiemarkten en bepalen zij er de prijs mee. Deze programma’s vallen onder de noemer “Quantitative Easing”. Dat heeft ertoe geleid dat de taak van waarnemer van de centrale bank en van de belegger wereldwijd wat moeilijker is geworden omdat zij zich vertrouwd moesten maken met dit nieuwe type van beleid en

een inzicht moesten trachten te verwerven in de wijze waarop dit beleid werkt. Laten wij de huidige situatie in de Verenigde Staten, Europa en de groeielanden even van naderbij bekijken.

## Verenigde Staten: de FED

In de nasleep van het faillissement van Lehman Brothers daalde de FED Funds Target Rate (rente waarop de FED mikt in zijn monetaire beleid voor Fed-funds) tot 0,25 %. Deze conventionele monetaire respons volstond echter niet om het financiële stelsel te stabiliseren. In twee rondes van kwantitatieve easing kocht de FED voor \$ 2 biljoen aan financiële activa. Tijdens het eerste programma kocht de FED hypothecaire leningen. De privémarkt voor door een hypotheek gedekt waardepapier is tot op vandaag nog steeds zo goed als dood, en is een probleem dat nog moet worden opgelost. Interessant is echter dat de FED, tijdens het tweede programma, dat in juni afloopt, voor \$ 600 miljard aan US Treasuries zal kopen. Deze \$ 2 biljoen aan aankopen van activa hebben de reserves van het bankstelsel in de VS versterkt. Er blijven nog reserves ter waarde van \$ 1 biljoen die de banken uit de VS bij de centrale bank hebben geplaatst. Dit is wat “high powered money” wordt genoemd omdat het bankstelsel in normale tijden \$ 1 aan reserves via leningen kan omzetten in \$ 8 aan nieuw geld. De reserves van de banken zijn, zo lang zij bij de FED zitten, niet inflatoir aangezien ze niet worden omgezet in nieuwe leningen. En dat is momenteel het geval. De schuldafbouw die wij momenteel in de Verenigde Staten zien, heeft nog steeds de bovenhand. De FED houdt dit alles nauwlettend in de gaten aangezien dit het potentieel heeft om erg inflatoir te worden.

Als FED-watcher en als belegger moet u echter bijzonder op uw hoede zijn. In juni loopt het QE2-programma van de FED af. Dat wordt meteen een stevige test voor de obligatiemarkten wereldwijd, en het potentieel is zeker daar om de rente te zien stijgen. Een aantal interessante vaststellingen:

- \$ staatsobligaties in openbaar bezit: na afloop van QE2 zal 10 % in handen zijn van de FED; 50 % is in handen van buitenlanders en 40 % is in handen van de rest van de VS;
- Recente aankopen van \$ overheidsobligaties: van de nieuwe uitgaven van overheidsobligaties wordt 70 % gekocht door de FED terwijl de resterende 30 % wordt gekocht door buitenlanders!!!

De grote vraag is dan ook: “Wie zal na juni Treasuries kopen EN tegen welke prijs?”

## Europa: de ECB

De ECB heeft al meerdere malen gewezen op het verschil tussen standaard en niet-standaard maatregelen. Het feit dat inflatie in de eurozone recent is uitgekomen boven de doelstelling van 2 % die de ECB naar voor had geschoven, zorgt ervoor dat de Europese centrale bank zich nu in een oncomfortabele positie bevindt.

Enerzijds zorgt de ECB nog steeds voor de liquiditeit die de financiële sector nodig heeft. En heel wat banken in de PIGS-landen hebben die funding nodig. De onzekerheden met betrekking tot de Europese overheidsschuld heeft voor heel wat druk op de financiële markten gezorgd, markten die overigens nog steeds niet normaal functioneren. De ECB zorgt niet alleen voor voldoende liquiditeit voor het Europese bankstelsel, maar heeft ook overheidspapier gekocht van perifere landen. Daarmee treedt de ECB via haar eigen vorm van Kwantitatieve Easing in de voetsporen van de FED. Zij doet dat echter node. De hoeveelheid overheidsobligaties die werden gekocht, blijft relatief bescheiden. De ECB wil duidelijk dat het Europees Fonds voor Financiële Stabiliteit (EFSF – Europese Financial Stability Facility) een veel grotere rol gaat spelen voor het oplossen van de perifere obligatiecrisis.

Anderzijds is er de inflatie die in Europa duidelijk stijgt. Hoewel de kerninflatie (exclusief de volatiele voedselprijzen en grondstoffenprijzen) nog steeds beperkt is, maakt de ECB zich grote zorgen over de mogelijke secundaire gevolgen waarbij de lonen stijgen omwille van de hogere inflatie en waarbij de prijs van producten wordt opgetrokken door de ondernemingen die zo de hogere grondstoffenprijzen willen compenseren. In normale omstandigheden zou de ECB de rente al hebben opgetrokken.

Het is een delicate evenwichtsoefening, maar de ECB heeft de markten recent duidelijk laten verstaan waar haar prioriteiten liggen. De officiële rente op korte termijn zal dit jaar een aantal keer worden opgetrokken. De ECB wil haar standaard monetaire beleid normaliseren door de rente op te trekken tot tenminste 2 %. De ECB wil de obligatiemarkt bovendien duidelijk maken dat zij de inflatiedreiging voor wil blijven.

Conclusie: Er zijn tal van risico's en onzekerheden voor de obligatiemarkten in de Euro-zone. Hoe hoog zal de ECB de rente optrekken? Zal inflatie vanuit de groeiemarkten worden geïmporteerd? Zijn er secundaire gevolgen te verwachten? Zullen de markten tevreden zijn met het nieuwe EFSF dat eind maart door de politici moet worden goedgekeurd? En wat zullen de resultaten zijn van nieuwe stresstests van de 91 grootste Europese instellingen die eind juni bekend moeten zijn?

### Groeiemarkten

De Fundamentals van de groeiemarkten blijven sterk. De economische groei blijft verrassen. En het is niet alleen de export die het goed doet, maar ook de consumentenmarkt wint aan belang. De BRIC-landen (Brazilië, Rusland, India, China) tellen nu bijna evenveel gezinnen met een inkomen van meer dan \$ 10.000 als de VS en Europa samen.

De inflatie is in die groeielanden ondertussen toch tot op zekere hoogte een probleem geworden. De voedselcomponent weegt in de inflatie in opkomende economieën zwaarder door. De inflatie wordt er ook veroorzaakt door de vaak grote instroom van kapitaal. De centrale banken in tal van opkomende markten zijn vandaag echter onafhankelijk en dat is een goede zaak. Zij trachten een evenwicht te vinden tussen het optrekken van de rente om een al te snel stijgende inflatie af te remmen enerzijds, en het niet al te sterk optrekken van de rente anderzijds, want dat laatste zou dan weer te veel buitenlands kapitaal kunnen aantrekken, wat zou kunnen leiden tot een duurdere munt.

Langzaam maar zeker zijn deze opkomende economieën niet langer een bron van desinflatie. Dat maakt de job van de FED en de ECB er zeker niet eenvoudiger op. Zij verliezen de greep op delen van hun eigen inflatiekorf. En het is bijvoorbeeld niet door de rente op te trekken dat de ECB kan vermijden dat de voedselprijzen stijgen.

### CONCLUSIE

Om het met fietstermen te zeggen: wij hebben recent een bocht genomen en moeten nu in de obligatiemarkten opboksen tegen felle tegenwind. Wij zetten de uitdagingen hier even op een rijtje:

- QE2 in de VS loopt af in juni;
- Beslissingen van de Europese politici met betrekking tot de werking van het EFSF;
- De start van een cyclus van renteverhogingen door de ECB;
- De headline-inflatie blijft stijgen (voedselprijzen, energieprijzen, inflatie geïmporteerd vanuit de opkomende markten, secundaire gevolgen);
- Nieuwe stresstests van de Europese financiële instellingen tegen juni;
- Geopolitieke strubbelingen (Midden-Oosten).

Op lange termijn halen de waarderingen het op de economische schommelingen. Aandelen zijn nog steeds redelijk gewaardeerd. De waardering van obligaties daarentegen is echter aan de hoge kant. Dat is dan ook de reden waarom wij de looptijd van onze portefeuilles wezenlijk hebben ingekort.

Erwin Deseyn



**Erwin Deseyn**, Fund Manager Fixed Income Funds

16 jaar ervaring in vermogensbeheer  
Licentiaat Economie

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

Erwin Deseyn is verantwoordelijk voor het obligatiebeleid binnen CapitalatWork.

# “2010”: een voor de actieve belegger meer dan bevredigend beursjaar.

# “2011”: het belang van discipline in een onzekere omgeving.

## 1. Een kort overzicht van het beursjaar 2010

Het voorbije beursjaar werd gekenmerkt door sterk uiteenlopende rendementen, en dit op zowel geografisch als sectoraal vlak; voor de beleggers in de eurozone werd het voorbije beursjaar dan weer gekenmerkt door het feit dat deviezen wezenlijk hebben bijgedragen tot de resultaten die op de internationale markten werden behaald. Zo bedroeg het rendement in euro van de MSCI-index vorig jaar 20,5%, terwijl datzelfde rendement in lokale munt – en dus exclusief de schommelingen van de wisselkoers ten overstaan van de eenheidsmunt, slechts 10,6% bedroeg. Met andere woorden de waardeverhoging van deviezen ten overstaan van de euro is goed voor de helft van het resultaat. De spreiding van de return tussen landen was eveneens aanzienlijk. Op het Europese continent ging de voorkeur van de beleggers duidelijk uit naar die landen die het minst gevoelig waren voor soevereine risico's. Terwijl de resultaten van de landen uit het zuiden, van Ierland, en zelfs van Frankrijk negatief waren, wisten de landen uit het noorden, en vooral dan Duitsland, een positief rendement te behalen (zie tabel hiernaast)<sup>1</sup>. Ook de beurzen in de Verenigde Staten boekten een positief resultaat, en daar waren de aankondiging begin september door de Federal Reserve van een nieuwe kwantitatieve versoepeling, en uiteraard ook de stijging van de winst van de ondernemingen (+44% terwijl die begin 2010 nog werd geraamd op +30%), zeker niet vreemd aan. Hoewel de MSCI Emerging markets index in euro steeg met 27,5%, hebben de nieuwe economieën zich toch geen homogene groep getoond omdat hun winstprofielen duidelijke verschillen vertoonden. De Chinese beurzen ontgoochelden, en dat was een gevolg van de pogingen van de regering in Peking om de als te sterk beoordeelde groei af te remmen en om de vastgoedspeculatie in de grote steden van het oosten tegen te gaan. India en tal van andere ontluikende Aziatische markten hebben ondertussen zeer veel vooruitgang geboekt. In Latijns-Amerika wist de Braziliaanse beurs 2010 nagenoeg onveranderd af te sluiten in vergelijking met het peil van begin 2010, maar het resultaat in euro is dankzij de stijging van zijn munt, de real, sterk positief gebleven.

De geografische allocatie waarvoor CapitalatWork vorig jaar had geopteerd, en waarbij zeer duidelijk internationaal en voor groei-

Resultaten 2010 (koersindexen voor de lokale beurzen)	In lokale munt	In euro
<b>MSCI world total return index</b>	<b>10,6%</b>	<b>20,5%</b>
S&P 500	12,8%	20,9%
Nasdaq composite	16,9%	25,4%
Japon (Nikkei 225)	-3,0%	18,5%
Euro Stoxx 50		-5,8%
Europe Stoxx 600		8,6%
Dax 30 (Duitsland)		16,1%
FTSE 100 (Verenigd Koninkrijk)	9,0%	12,8%
CAC 40		-3,3%
Spanje (IBEX 35)		-17,4%
Italië (MIB)		-13,2%
<b>MSCI emerging market total return</b>	<b>14,1%</b>	<b>27,5%</b>
China (Shanghai SE Composite)	-14,3%	-4,8%
India (BSE SENSEX 30)	16,3%	25,9%
Brazilië (Bovespa)	1,0%	14,5%
Rusland (MICEX)	13,6%	16,0%

aandelen (20% van onze aandelenallocatie eind december via onze fondsen Asian Equities, Best Equities en Contrarian Equities) werd gekozen, maar waarin ook Noord-Amerikaanse waarden zaten, heeft vooral geprofiteerd van de spreiding van de rendementen omdat de resultaten van het luik aandelen in de portefeuilles van onze klanten de resultaten die op de beurzen van de eurozone werden behaald<sup>2</sup> ver achter zich lieten. De geografische diversificatie, de blootstelling aan deviezen die ten overstaan van de euro zijn gestegen en de beperkte blootstelling aan de markten die door de crisis van de soevereine schulden werden getroffen, hebben een aantrekkelijke return mogelijk gemaakt. Maar dat zijn niet de enige redenen. 2010 was ook een jaar voor de stock pickers:

<sup>1</sup> Hierbij dient echter te worden opgemerkt dat in de beursindexen van de landen die in 2010 slecht presteerden de sectoren die door de beleggers werden afgestraft zwaar doorwegen: de financiële waarden, de nutsbedrijven, de energiegroepen. Achter de spreiding van de geografische rendementen gaat ook een sectorale discriminatie schuil. Daarover verder meer.

<sup>2</sup> Resultaat CapitalatWork Tactical Asset Allocation Funds: +19% in 2010 (exclusief wisselkoersdekking).

de spreiding van de rendementen was immers erg groot tussen de sectoren onderling, maar ook binnen de sectoren zelf.

Wat de beleggers in 2010 heeft beloofd, kan heel kort worden samengevat: de stijging van de winst en de visibiliteit van de winst in de toekomst. In tegenstelling tot wat wij in het begin van het jaar nog dachten, woog het thema dividenden in een omgeving met lage rentevoeten niet door. De sectoren die het gulst zijn op het vlak van de uitkering van de winst aan de aandeelhouders, zoals deze van de geïntegreerde petroleumaansluitingen, en zelfs het merendeel van de farmaceutische waarden en de telecomoperatoren, wisten de verwachtingen uiteindelijk niet in te lossen. Over het algemeen kan eveneens worden gesteld dat de sectoren waarvan wordt aangenomen dat ze vooral sterk staan in Europa klappen hebben gekregen<sup>3</sup>. De sectoren en ondernemingen die op het vlak van winststijging wisten te verrassen en soms met een fikse stijging van het dividend uitpakten, deden het beter op de beurs. De blootstelling aan nieuwe markten, het herstel van de cyclische activiteiten zoals de reclamebestedingen of industriële productie in ontwikkelde landen, de herneming van de investeringen in bepaalde sectoren zoals petroleum en halfgeleiders of de consumptie in de luxe- en automobielsector wereldwijd die goed standhield, het zijn even zoveel factoren die maakten dat tal van ondernemingen hun winst hebben zien stijgen. Voorbeeld hiervan binnen onze portefeuilles zijn Apple, Schneider Electric, Siemens, LVMH, WPP of Comcast.

De verschillen tussen de resultaten geven zonder enige twijfel aan dat de risicoappetijt is teruggekeerd: de automobielsector staat momenteel op het hoogste schavot in Europa. Het zijn overigens de meest cyclische segmenten die het in 2010 het best hebben gedaan (zie onderstaande tabel). Ook hier heeft de goede sectorale diversificatie van de portefeuilles en aandelenfondsen die door

Beste sectorale resultaten (prijsindexen)	Beursresultaten 2010	Winstschommeling 2010/2009 (consensus begin januari 2011)
Euro Stoxx Automobiles & Parts	42,8%	Op verlies in 2009, winstgevend in 2010
Euro Stoxx Industrial Goods & Services	26,8%	50,0%
Euro Stoxx Personal & Household Goods	26,7%	172,0%
Euro Stoxx Chemicals	22,3%	89,0%
Euro Stoxx Travel & Leisure	21,9%	Op verlies in 2009, winstgevend in 2010
De minst sectorale resultaten (prijsindexen)	Beursresultaten 2010	Winstschommeling 2010/2009 (consensus begin januari 2011)
Euro Stoxx Construction & Materials	-5,7%	11,6%
Euro Stoxx Insurance	-6,9%	42,1%
Euro Stoxx Telecommunications	-9,8%	34,3%
Euro Stoxx Utilities	-14,7%	-18,9%
Euro Stoxx Banks	-26,9%	14,0%
<b>Euro Stoxx Price Index</b>	<b>-0,1%</b>	<b>45,0%</b>

CapitalatWork worden beheerd, ervoor gezorgd dat van deze trends kon worden geprofiteerd. De quasi afwezigheid in de portefeuille van financiële waarden over het algemeen, en van bankaandelen in het bijzonder – waarden die te lijden hadden onder de striktere regelgeving (Basel III voor de banken en Solvency II voor de verzekeraars) en de grotere soevereine risico's – heeft in 2010 sterk in ons voordeel gespeeld, vooral dan in Europa. Ook hier is onze voorzichtige aanpak met betrekking tot de financiële sectoren in de eerste plaats ingegeven door het feit dat het aarts-moeilijk is om activa te waarderen wanneer het totaal ontbreekt aan visibiliteit met betrekking tot de toekomstige *cashflow*.

## 2. 2011 : bevestiging van de terugkeer van de risicoappetijt ?

### 2.1. Ruime consensus ten voordele van aandelen bij het jaarbegin: een extra reden om te waken over de discipline voor onze beleggingen

De stijging van de beurskoersen in 2010, de terugkeer van het optimisme op de meest dynamische markten en de overvloed aan liquide middelen waarvan de markten profiteren<sup>4</sup>, hebben ons het geweer niet van schouder doen veranderen voor wat onze beleggingsmethodologie betreft. Ons beheer is in de eerste plaats gebaseerd op de waardering van de activa door ons team van financiële analisten, een werk dat vaak moeilijk en complex is, want de toekomst laat zich slechts moeilijk voorspellen. Vorig jaar heeft deze methode ons echter nog in staat gesteld om uitstekende resultaten te behalen. Diezelfde methodologie heeft ons ook in staat gesteld om de uitstapmomenten te bepalen! Gedurende heel 2010 hebben wij immers voortdurend winst genomen op die waarden die op basis van onze criteria op het gebied van free cashflow en ondernemingswaarde niet langer ondergewaardeerd waren. Wanneer sommigen verbaasd opkeken dat wij aandelen verkochten die opnieuw in de gunst van de beleggers lagen, stelden wij dat onze filosofie is toegespitst op het zoeken naar waarde en dat discipline daarbij belangrijker is dan het sentiment. Zo hebben wij gedeeltelijke winst genomen op Siemens en Schneider Electric terwijl tal van grote huizen net de grote verdiensten leken te hebben herontdekt van deze twee ondernemingen die zijn blootgesteld aan groeielanden en korte industriële cycli. Dit was eveneens het geval voor knappe ondernemingen zoals Dassault Systèmes, Eutelsat, Dresser Rand, Technip, LVMH of Apple: wanneer wij van oordeel waren dat de beurskoersen niet langer de pessimistische of voorzichtige scenario's weerspiegelden, maar dat daarvoor vooral werd uitgegaan van in onze ogen veeleisende hypothesen, hebben wij ervoor geopteerd om winst te nemen, ten dele of helemaal. Het feit dat wij verkopen, mag niet worden beschouwd als zijnde een gebrek aan vertrouwen in de directie van de onderneming of in de huidige dynamiek van de sector, maar het geeft aan dat wij ervan overtuigd waren dat deze succesverhalen uiteindelijk correct gewaardeerd zijn. Met andere woorden, het koppel (rendement, risico) is heel wat minder aantrekkelijk dan begin 2010, wat maar weinig ruimte laat voor onaangename verrassingen.

<sup>3</sup> Dit is meer bepaald het geval voor diensten aan openbare instellingen die het sterkst zijn blootgesteld aan overheidsrisico's en aan het risico van een grotere fiscale druk voor die sectoren die niet voor delokalisatie in aanmerking komen. Bij wijze van illustratie kunnen wij hier verwijzen naar de belasting op nucleaire brandstof waardoor de Duitse utilities worden getroffen.

<sup>4</sup> Europese en Amerikaanse aandelen hebben in de loop van het tweede kwartaal van 2010 een record aan kapitaal aangetrokken. De netto instroom in Europese fondsen was in de maand oktober de hoogste sinds april 2006.

In 2011, terwijl het merendeel van de beheerders van activa blijf geeft van optimisme met betrekking tot de vooruitzichten voor de beurzen, willen wij de nadruk leggen op het feit dat discipline nodig blijft en dat wij oordeelkundig moeten omgaan met opinies waarover grote consensus bestaat – en daarbij gaat het niet alleen over aandelen over het algemeen, maar ook over nieuwe beurzen of over grondstoffen, zowel voor de landbouw als de industrie. Alleen door activa voortdurend te waarderen, kunnen wij vermijden dat wij in de val trappen van de speculatieve zeepbellen die worden gevoed door een overvloed aan liquide middelen.

Uiteraard wordt pas achteraf duidelijk welke de zeepbellen waren, namelijk wanneer het uiteenspatten ervan geen twijfel meer laat bestaan dat het een buitensporige waardering betrof op basis van scenario's die niet realistisch bleken te zijn. Maar dat mag ons niet verhinderen om ons werk zo ernstig mogelijk te blijven doen. In het licht daarvan komen wij terug op de factoren die de stijging van de bedrijfswinsten hebben gevoed.

## 2.2. De drivers achter de winstgroei in 2010

### Wij onderscheiden daarbij vier belangrijke drivers:

1. De eerste driver, toch wel voor de hand liggend, is de erg gunstige vergelijkingsbasis waarvan het leeuwendeel van de ondernemingen kon profiteren. Het activiteitenpeil van ondernemingen is in 2010, behalve dan in erg weinig cyclische sectoren zoals de farmasector en telecomoperatoren, terug gestegen tot een vrijwel normaal niveau. Zelfs al blijven hele takken van de economie in de westerse landen kampen met een erg laag activiteitenpeil (bijvoorbeeld de sectoren die actief zijn in de bouw), toch kan men niet ontkennen dat de basiseffecten wel degelijk in het voordeel van de ondernemingen hebben gespeeld. De winst van de ondernemingen uit de Europe Stoxx 600 index, bijvoorbeeld, is in de periode 2008-2009 53% gedaald om dan in 2010 terug 42% te stijgen.

2. De tweede, al even belangrijke en zonder twijfel meer fundamentele driver die een verklaring kan vormen voor de terugkeer naar hoge winsten - winsten die in bepaalde gevallen zelfs hoger zijn dan vóór de crisis - is de reactiviteit van de ondernemingen in de periode 2008-2010. Daarvan getuigen de vele programma's voor herstructurering, kostenbesparing, rationalisering van het industriële apparaat of om de investeringsniveaus wezenlijk te verminderen. De plannen die op het vlak van de industriële organisatie door de meest flexibele ondernemingen werden doorgevoerd, hebben het mogelijk gemaakt om de schok van de sterke daling van de activiteitenvolumes op te vangen en hebben ervoor gezorgd dat er nog free cashflow kon worden gegenereerd. Dat was overigens dé verrassing van de periode 2009-2010: niet-financiële ondernemingen hebben een recordhoeveelheid aan kasoverschotten gegenereerd en de balansen werden sneller dan verwacht versterkt. Niet weinig ondernemingen die in 2009, na de kosten voor herstructurering, nog verliezen moesten publiceren, hadden een positieve free cashflow. Eind 2010 waren die ondernemingen weer financieel gezond, iets dat nog verder wordt versterkt door de bergens aan liquide middelen in de balansen. De financiële toestand van grote ondernemingen is zonder enige twijfel gezonder dan deze van de lidstaten van de OESO. Vergeet niet dat heel wat ondernemingen, vooral dan deze met sterk internationale activa,

de schok van 2008-2009 makkelijk hebben kunnen opvangen, wat ook te danken is aan het voortbestaan, in een context van een hoge werkloosheid, van een groot onevenwicht in de verdeling van de toegevoegde waarde tussen de aandeelhouders en de werknemers van ontwikkelde landen.

3. Het dynamisme van de groeielanden was zonder twijfel een zeer belangrijke driver. Heel wat economische en financiële actoren vreesden eind 2007 dat de nieuwe economieën en de ontwikkelde landen die te lijden hadden onder de subprimecrisis en de recessie die daarop volgde samen de boot zouden ingaan. Vandaag kan men echter alleen verheugd zijn over het dynamisme waarvan het Midden-Oosten, Brazilië, India, China of de rest van Zuidoost-Azië blijf geven. Wij mogen immers niet vergeten dat zowat 20 tot 25% van de winst van de Europese bedrijven uit de Europe Stoxx 600 index in die nieuwe en sterk groeiende economieën wordt gegenereerd en dat zij daar de voorbije jaren volop van hebben geprofiteerd. Op basis van de gegevens voor 2009 wordt 30% van de winst van de ondernemingen die door CapitalatWork worden gevolgd, buiten Europa en de Verenigde Staten gegenereerd. De groeiregio's zijn overigens zeer veel buitenslands kapitaal blijven aantrekken.

Reële groei van het bruto binnenlands product (exclusief inflatie)

Groei bbp in %	2008	2009	2010
Verenigde Staten	0,0%	-2,6%	-2,6%
Japan	-1,2%	-5,2%	2,9%
Eurozone	0,3%	-4,0%	1,5%
Duitsland	0,7%	-4,7%	3,3%
Oost-Europa	4,3%	-6,0%	3,1%
Azië (exclusief Japan)	6,7%	5,7%	8,2%
1. China	9,6%	9,1%	9,8%
Latijns-Amerika	4,3%	-1,9%	5,0%
2. Brazilië	5,1%	-0,2%	7,5%
<b>Wereld</b>	<b>1,8%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>3,6%</b>

Bron: IHS Global Insight

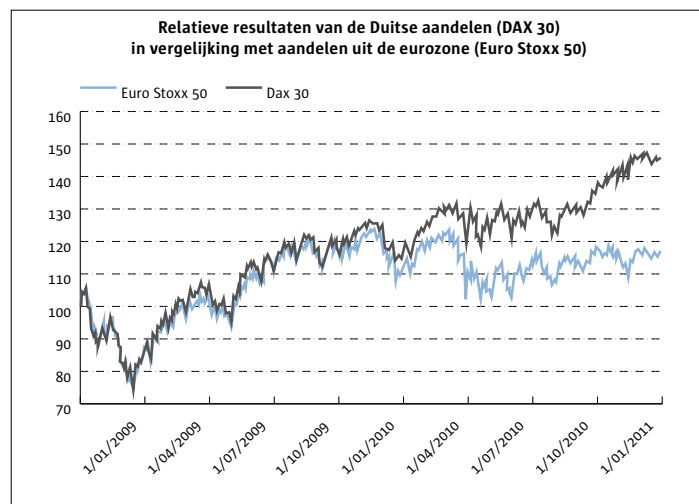
4. De daling van de productiekosten, en meer bepaald van de loonkosten, van de kosten voor grondstoffen en van de energiekosten, heeft zeker een niet te veronachtzame rol gespeeld, zeker tot het eerste halfjaar van 2010 in de ontwikkelde landen. Het is correct dat de grondstoffenprijzen, na een forse correctie in 2008, terug terrein hebben goedgeemaakt. In een aantal gevallen zijn de prijzen zelfs hoger dan vóór de crisis. Hierbij dient eveneens te worden opgemerkt dat de bovenvermelde kostendaling in de allereerste plaats slaat op de activiteiten in ontwikkelde landen waar de energieprijzen nog niet terug op hun recordpeil van 2007<sup>5</sup> zitten en waar de lonen onder druk zijn blijven staan. Het moet echter gezegd dat de evolutie van de productiekosten sterk verschilt wanneer men kijkt naar de activa voor productie in de nieuwe economieën waar de inflatie doorgaans hoger is dan in ontwikkelde landen.

<sup>5</sup> Vooral het aanbod op de gas- en petroleummarkten blijft groot. De prijzen op de markten die werken op basis van spotprijzen zoals deze van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zitten ook vandaag nog op een erg laag peil. De prijzen voor elektriciteit op de groothandelsmarkt op termijn in Europa zijn heel wat lager dan twee jaar geleden. De prijs voor een vat Brent uit de Noordzee in EUR ligt nog steeds 20% onder het record van de zomer van 2008.

### 2.3. Wat mogen wij in 2011 verwachten van deze drivers

Wat mogen wij verwachten van de drivers die de voorbije kwartalen de winstgroei hebben gevoed? Het lijkt vanzelfsprekend dat de basiseffecten geen rol van betekenis meer zullen spelen voor die sectoren die de sterkste herneming van de activiteit hebben gekend. Alleen de economische sectoren die achterop hinken op het economisch herstel kunnen daar nog van genieten. Met andere woorden, de omzet zal daar terug naar een normaal peil klimmen. Zelfs al zijn wij steeds voorzichtig voor wat de economische vooruitzichten van de ontwikkelde landen betreft, toch denken wij niet dat een brutale terugkeer van de recessie in de landen van de OESO het voor de komende kwartalen meest waarschijnlijke scenario is. Wij hebben de voorbije maanden heel wat tijd besteed aan gesprekken met bedrijfsleiders en wij hebben de evolutie van de orderboeken en de resultaten van opinieonderzoeken van het type IFO-index in Duitsland of de PMI-index in de eurozone aandachtig gevolgd. De algemene boodschap wijst veeleer op een terugkeer van het optimisme dan wel op het imminente risico van een "double dip", wat het scenario is dat vorig jaar door de meest pessimistische beleggers werd voorspeld. Het strikte budgettaire beleid dat door heel wat landen werd gevoerd, vooral dan in Europa, naar het voorbeeld van Duitsland, doet velen vrezen voor een brutale terugval van de economie. Wij zijn echter van oordeel dat het principe van de Ricardiaanse neutraliteit voluit in het voordeel heeft gespeeld van de landen met het strikste beleid op het vlak van de overheidsfinanciën. In 2008-2009 hadden de ontwikkelde landen geen andere keuze; zij moesten de financiële sector en de privévrage (Keynesiaans beleid) massaal steunen om een verregaande deflatie te vermijden. Maar de economische actoren en de beleggers weten ook dat de budgettaire tekorten en de geaccumuleerde overheidsschulden vroeg of laat zullen worden vertaald in fors hogere belastingen.

Het principe van de Ricardiaanse neutraliteit houdt eenvoudigweg in dat de economische actoren die van de vrijgevigheid van de staat profiteren, namelijk de huishoudens en de ondernemingen, hun consumptie en investeringen zullen drukken van zodra de overheidsschuld een bepaald peil bereikt, en dat in het licht van de toekomstige fiscale druk. Met andere woorden, de economische actoren verliezen het vertrouwen en gaan meer sparen, waarmee zij de gevolgen van het Keynesiaanse beleid teniet doen, en dat laatste verklaart dan de term neutraliteit<sup>6</sup>. Wanneer men weet dat de kost van de vergrijzing in de OESO-landen, op basis van de voorspellingen van het IMF, zou kunnen oplopen tot tien keer de kost van de crisis van 2007-2009, dan valt te begrijpen dat de landen er belang bij hebben om middels ambitieuze hervormingen in de toekomst te waken over de efficiëntie van het economisch herstelbeleid. Het standpunt dat Duitsland in dit verband inneemt en waarvoor het in 2009 nog veel kritiek te slikken kreeg en waarvoor het land door sommigen werd beschouwd als een "clandestiene passagier"<sup>7</sup>, lijkt in 2010 tal van economische partners zoals Groot-Brittannië en de beleggers te hebben overtuigd (zie grafiek hiernaast). Wij zijn eveneens van mening dat het vertrouwen van de economische actoren, en vooral dan van de ondernemingen, uiteindelijk kan worden versterkt, en dit niet ondanks de besparingsplannen, maar wel dankzij die plannen.



Bron: Datastream

Een andere vraag die de geesten van de beleggers blijft beroeren, is deze van de houdbaarheid van het economisch dynamisme van de groei landen, en vooral dan van China, wanneer er steeds vaker een beleid wordt gevoerd van budgettaire strengheid en een beleid dat oververhitting van de activiteit en speculatie moet tegen gaan. In dat opzicht geloven wij sterker in een normalisatie van de groei in deze regio's dan wel in een reëel risico op een duidelijke ommekeer. De strijd tegen de economische oververhitting en tegen de snelle toename van de inflatoire druk is volgens ons fantastisch nieuws dat de nieuwe economieën in staat moet stellen om gezond en duurzaam te blijven groeien. Het vertrouwen van ondernemingen, huishoudens en beleggers kan er alleen maar goed bij varen.

Afgezien van de vragen met betrekking tot de impact van het beleid op het gebied van besparing en normalisering van de groei in de groei landen, zijn wij van mening dat de ondernemingen zelf wel eens voor een onverwachte bijdrage tot de economische groei zouden kunnen zorgen. Wij geloven immers dat de investeringen<sup>8</sup> tekenen van herstel vertonen en dat herstel zou zich in de loop van het kwartaal wel eens kunnen doorzetten. Er zijn meerdere elementen die ons daarin steunen:

1. In de sector van de informatietechnologie moeten ondernemingen hun verouderde uitrusting vervangen. De investeringen zitten in zowel Europa als in de Verenigde Staten op hun laagste peil sinds tien jaar en in 2010 is er daar een begin van beterschap in gekomen.
2. De sterke herneming van de industriële productie in ontwikkelde landen heeft investeringen in het onderhoud en in modernisering van de uitrusting noodzakelijk gemaakt.
3. De groei landen blijven investeren in uitrusting. Ook vandaag

<sup>6</sup> Economische theorie die werd ontwikkeld door David Ricardo, een Engelse economist van het begin van de XIXe eeuw. Men spreekt eveneens van Ricardiaanse equivalentie.

<sup>7</sup> Wat betekent dat Duitsland ervan werd beschuldigd te profiteren van de herstelplannen van zijn handelspartners terwijl het zelf de steun aan de binnenlandse vraag verminderde.

<sup>8</sup> Of capex, wat staat voor capital expenditures.

beschouwen de specialisten van werktuigmachines en industriële automatisering zoals Siemens en Schneider Electric de industrialisering van China nog als een fantastische kans.

4. De balansen zijn gezond; er zijn massa's aan liquide middelen beschikbaar; er komen steeds meer mogelijkheden om te investeren in de sterkste sectoren en de nieuwe economieën.
5. Ondernemingen met een gezonde balans zijn sinds 2010 veel actiever op het overnamepad. De tendens zal in 2011 nog versterken. Fusies en acquisities zijn niet meer dan snelle manieren om de productiecapaciteit te vergroten of om de blootstelling aan sterk groeiende sectoren en aan nieuwe economieën te vergroten.
6. Tenslotte blijkt uit onze recente contacten met bedrijfsleiders in zeer uiteenlopende sectoren zoals reclame, software, petroleumnijverheid, uitrustingsgoederen, hernieuwbare energie, ... dat steeds meer ondernemingen klaar zijn om uit te pakken met ontwikkelingsprojecten. De toename van investeringen in groeielanden is eveneens een steeds terugkerend thema.

Een toename van de capex houdt een stijging van de economische groei in, en uiteindelijk dus ook betere vooruitzichten op het vlak van tewerkstelling en koopkracht van de huishoudens<sup>9</sup>. Hier dient te worden opgemerkt dat Duitsland één van de westerse landen is die het goed doen. Er is echter een minpuntje: een herstel van de investeringen zal in een eerste tijd onvermijdelijk leiden tot druk op de kosten en dus ook op de marges. Deze inflatie als gevolg van de productiekosten die ook door een dynamische investeringscyclus in de hand wordt gewerkt, is het zichtbaarst in de groeielanden. Diezelfde inflatie zien wij eveneens opduiken in ontwikkelde landen, en wel in sectoren die een sterke groei kennen en waar de lonen sneller stijgen dan verwacht. Dat is, bijvoorbeeld, het geval met digitale reclame waarvan de markt ook tijdens de terugval van de reclamebestedingen in 2008-2009 bleef groeien. Het chronische tekort aan talent zorgt eveneens voor een terugkeer van de inflatie van de lonen. In Duitsland heeft het sterke herstel van de export van werktuigmachines geleid tot een grote vraag naar gekwalificeerde arbeidskrachten en tot druk "à la hausse" op de lonen in de industrie. Het gaat hier uiteraard over zeer specifieke gevallen die wij in dit stadium niet mogen veralgemenen. Maar wij mogen niet vergeten dat de neerwaartse druk op de productiekosten waarvan de ondernemingen in de periode 2008-2009, en soms nog tot het eerste halfjaar van 2010 hebben geprofiteerd, wel degelijk tot het verleden behoort. Zelfs al zitten de energieprijzen nog niet terug op hun hoogtepunt van 2008, toch laat de vrijwel veralgemeende stijging van de grondstoffenprijzen vermoeden dat de kosten en dus ook de marges onder druk zullen komen te staan. Wij moeten dan ook uitermate voorzichtig blijven met onze hypothesen op het gebied van winstgevendheid voor 2011, vooral wanneer ondernemingen beslissen om hun capex te verhogen. Wij mogen evenmin vergeten dat een herneming van de activiteit doorgaans gepaard gaat met een stijging van de exploitatiekosten (vooral als gevolg van de versterking van de commerciële teams of het optrekken van de uitgaven voor marketing) en van de behoefte aan werkkapitaal voor het opnieuw aanleggen van voorraden. Na de brutale industriële aanpassing die zich tussen 2008 en 2010 heeft voor-

gedaan, mag men de kosten die nodig zijn om te kunnen profiteren van een terugkeer naar groei niet onderschatten en de operationele hefboom niet overschatten.

### 3. De groeielanden: een bedreiging of een opportuniteit voor beleggers?

Beleggers kunnen voor de aandelenallocatie van de portefeuilles niet langer om het thema van de groeielanden heen. De nieuwe economieën zijn een fantastische opportuniteit, maar vormen, in een aantal gevallen, ook een bedreiging voor de ondernemingen uit het westen. In die zin trachten wij in de hypothesen waar onze waarderingsmodellen vanuit gaan, op langere termijn, rekening te houden met de enorme uitdaging die het sterker wordende productieapparaat van deze groeielanden inhoudt voor de westerse groepen. Tijdens de crisis hebben de nieuwe economieën blij gegeven van een weerstand waar maar weinig economisten op durfden in te zetten. De ont koppeling heeft zich wel degelijk doorgezet, en dat is een feit dat vandaag niet langer te ontkennen valt. De ontwikkelingslanden zijn tijdens de crisis alles behalve afgegleden naar een diepe recessie, afgezien dan van enkele landen uit Centraal-Europa met een te hoge schuldgraad en van de korte periode waarin de Latijns-Amerikaanse motor ten gevolge van zijn blootstelling aan de grondstoffenmarkten en aan zijn Amerikaanse buur, de VS, is afgeslagen. Het dynamisme van de bloeiende intraregionale handel, vooral dan in Azië, was opmerkelijk. De stroom tussen de grondstoffenproducerende landen en de grote verbruikers zoals China is niet gestopt. De binnenlandse activiteit van de groeielanden is op een behoorlijk peil gebleven, wat ook blijkt uit de resultaten van westerse ondernemingen met een grote blootstelling aan deze regio's, zoals Carlsberg, Adidas, Siemens, Schneider Electric of LVMH. Sterker nog, China heeft een nieuwe hervorming ingezet waarop maar weinig waarnemers zijn ingegaan. China is niet langer alleen maar de fabriek van de wereld! Om zich daarvan te vergewissen volstaat het om te kijken naar het hoge technologische niveau dat in amper enkele jaren tijd werd behaald in hightechsectoren zoals uitrusting voor mobiele telecommunicatie, hogesnelheidstreinen of uitrusting voor elektriciteitsproductie, om nog niet te spreken over hernieuwbare energie of lucht- en ruimtevaart. Eerst was er de transfer van westerse technologie waarmee onze ondernemingen hebben ingestemd om toegang te krijgen tot de Chinese binnenlandse markt, gevolgd door een enorme inspanning op het vlak van vorming en opleiding waardoor vandaag ieder jaar opnieuw honderdduizenden wetenschappers en ingenieurs van hoog niveau afstuderen. Wordt China binnenkort het onderzoeks- en ontwikkelingscentrum van de wereld? Dit is overigens een stelling waarop een beperkt aantal verstandige waarnemers vandaag al bevestigend antwoorden en dat zou op kortere

<sup>9</sup> Een stijging van de capex mag dan al totaal absurd lijken in de zin dat de crisis ertoe heeft geleid dat er op wereldniveau in tal van sectoren heel wat overcapaciteit is, terwijl diezelfde sectoren ook nog eens werden getroffen door de verdere industrialisering van de nieuwe economieën. Maar de cycli met betrekking tot de herneming van de investeringen hangen minder samen met de bezettingsgraad van de productiecapaciteit dan wel met de veranderingen van deze bezettingsgraad (herstel van de industriële productie en vooral met de capaciteit op het gebied van autofinanciering van de ondernemingen). Het voorbeeld van de luchtvaartnijverheid is in dit verband veelzeggend. De crises in deze sector dwingen de luchtvaartmaatschappijen ertoe om vliegtuigen te stallen in de woestijn. Van zodra het luchtverkeer weer aantrekt, kopen de luchtvaartmaatschappijen nieuwe toestellen en schrijven zij de oude toestellen waarvan de technologie is verouderd af. Luchtvaartmaatschappijen geven er veruit de voorkeur aan om te investeren in nieuwe toestellen waarvan de motoren heel wat minder kerosine verbruiken.

termijn wel eens werkelijkheid kunnen worden<sup>10</sup>. Terwijl heel wat beleggers er vandaag nog steeds vanuit gaan dat de productie van de groeilanden ten overstaan van de productie in het Westen maar weinig toegevoegde waarde biedt, stijgt de kwaliteit zienderogen en dan hebben wij het niet alleen over China. Het gebrek aan visie en politieke moed vanwege ons beslissingnemers, vooral dan op het vlak van het hoger onderwijs en op het vlak van fundamenteel onderzoek, zou wel eens cash moeten worden betaald en dreigt onze ontwikkelde economieën gedurende langere tijd kwetsbaar te maken voor groeilanden die over de financiële en menselijke middelen beschikken om hun ambities waar te maken<sup>11</sup>.

Of het nu gaat over aandelen, overheidsobligaties of bedrijfsobligaties, bij de allocatie van een evenwichtige portefeuille kan men niet langer om de nieuwe economieën heen. Zij wegen steeds zwaarder door in het mondiale BBP en dat gaat gepaard met een sterke ontwikkeling van hun financiële markten. Voor CapitalatWork is de aantrekkingskracht van de groeilanden overigens niets nieuws. Voor onze beoordeling en onze beleggingskeuzes hebben wij de voorbije tien jaar steeds rekening gehouden met het thema van de globalisering. Onze aandelenportefeuilles hebben vandaag een erg grote blootstelling aan deze landen, en dit zowel bij de directe als bij de indirecte beleggingen, of, met andere woorden, via westerse ondernemingen die erg actief zijn in deze sterk groeiende regio's.

#### 4. Onze mening over aandelen in 2011

Wij zien niet meteen een reden om ons ongerust te maken over een consensus die uitgaat van een stijging van de winst in zowel Europa als de Verenigde Staten van rond de 15%, zelfs al vinden wij het op basis van wat wij hierboven al hebben aangegeven gevaarlijk om te speculeren op erg hoge percentages. Welke ook de waarderingmethode is die wordt gehanteerd, wij zijn van mening dat aandelen vandaag niet erg duur zijn, ook de groeiaandelen niet. De risicopremie in Europa, bijvoorbeeld, blijft erg hoog, rond 6,5 à 7%. De voor 2011 verwachte koers/winstverhouding blijft onder 11, wat historisch laag is. Wij verwachten geen daling van de risicopremie voor aandelen en gaan voor de komende twaalf maanden dan ook uit van een beursresultaat tussen 10 en 15%, wat in lijn is met de stijging van de winst en wat zeker al niet slecht is. Onze aandelenportefeuilles gaan uit van een verwacht rendement dat heel wat hoger ligt dan het rendement op de markt: rond 12 à 13%, wat in een omgeving met lage rentevoeten erg aantrekkelijk blijft. Deze rendementen "van het huis" zijn gebaseerd op voorzichtige hypothesen die de hierboven besproken hypothesen weerspiegelen, maar ook de voortdurende economische onzekerheid in ontwikkelde landen en de overheidsrisico's in Europa in rekening nemen.

**Dominique Marchese**

<sup>10</sup> Hierover vindt de lezer meer in het werk dat werd geschreven door economist Patrick Artus en journaliste Marie-Paule Virard, met als titel "Pourquoi il faut partager les revenus", uitgegeven bij La Découverte, Parijs, 2010.

<sup>11</sup> Ook hier geeft Duitsland het voorbeeld aan zijn Europese partners door de doelstelling van het Verdrag van Lissabon die in 2000 werd vastgelegd te respecteren; dit houdt in dat in 2010 3% van het bruto binnenlands product naar onderzoek en ontwikkeling moet gaan. De Europese landen uit het zuiden komen nog lang niet toe aan die norm. Globaal genomen doet de Europese Unie het amper beter dan in 2000, van 1,82% van het bbp in 2000 naar 1,9% van het bbp in 2008 (Bron: Special Eurobarometer 340, juni 2010).



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

17 jaar ervaring in vermogensbeheer  
Master Wiskunde  
Bachelor Actuariaal

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

# Home Depot of hoe een distributeur waarde kan creëren zonder daarom meer winkels te moeten openen?

Home Depot is de grootste distributeur wereldwijd voor renovatie, onderhoud en werken in huis. Home Depot, met vestigingen in de Verenigde Staten, Canada, Mexico, Puerto Rico en China, is goed voor een totaal van 2240 winkels waarvan 1975 in de Ver-

enigde Staten en 9 in China. Iedere winkel biedt een ruime keuze uit 40.000 à 50.000 producten voor de doe-het-zelver of voor professionals uit de bouwsector. De onderneming, die in 1979 in Atlanta werd opgericht door Bernie Marcus en Arthur Blank, heeft



geleidelijk een significant marktaandeel in Noord-Amerika verworven. Slechts één concurrent (Lowe's) lijkt, vandaag de dag, in staat te zijn de strijd met Home Depot aan te gaan.

Tot 2006 heeft Home Depot "meegesurft" op de golf van de Amerikaanse huizenmarkt, een markt die op haar beurt werd gepusht door een veeleer inschikkelijke en genereuze markt voor hypothecaire kredieten. In een dergelijke omgeving was het voor de onderneming een koud kunstje om het aantal winkels in de Verenigde Staten te vermenigvuldigen om zo tegemoet te kunnen komen aan de vraag die zowel oneindig als onuitputtelijk leek. De opeenvolgende CEO's deelden allen dezelfde doelstelling; het verhogen van de omzet, zonder zich vragen te stellen bij de houdbaarheid van deze vraag op langetermijn. Meer nog, aangezien alle ogen gericht waren op de verhoging van de omzet, leek de onderneming zelfs minder aandacht te hebben voor de kwaliteit van de dienstverlening aan de klant, voor de rentabiliteit van de investeringen en voor de efficiëntie van haar netwerk.

### De crisis

Maar toen kwam er de "subprime"-crisis, de kredietkrimp en de spectaculaire daling van de vastgoedmarkt! Dit in tegenstelling tot wat het management van Home Depot dacht; "*the Sky is not the limit*"... en in alle eerlijkheid, zij waren lang niet de enigen die zo dachten! De vraag daalde vrijwel onmiddellijk en Home Depot zag haar omzet bij gelijke perimeter tijdens het vierde kwartaal van 2005 voor het eerst dalen. Binnen deze context begonnen de nieuwe winkels de bestaande winkels te "kannibaliseren" waardoor die laatste met hun investeringen niet langer de vooropgestelde rentabiliteit haalden. In 2005 openden nog 152 winkels hun deuren, maar dat aantal viel al snel terug tot 87 nieuwe winkels in 2007 en in 2009 kwam men zelfs uit op netto 30 sluitingen. Vandaag de dag gaat Home Depot, onder leiding van een nieuw management, uit van een tiental nieuwe winkels per jaar.

Waar aanvankelijk het paradigma gold dat waardecreatie vooral afkomstig was of leek te zijn van de stijging van de omzet, is Home Depot snel overgeschakeld op een nieuw doel. In de nieuwe variant wordt vooral de nadruk gelegd op de rentabiliteit van de activa, de dienstverlening aan de klant, de efficiëntie van de logistiek en op de vergoeding van de aandeelhouders. Zoals in heel wat andere sectoren (autosector, banken, enz.) heeft de financiële crisis ervoor gezorgd dat ondernemingen de nodige structurele aanpassingen doorvoerden. Deze veranderingen moesten hen in staat stellen om te overleven in een nieuwe omgeving waarin de consumptie niet langer aan het "kredietinfuus" ligt.

### Hogere rentabiliteit

Het is verbazingwekkend om te zien hoe snel en hoe ingrijpend privéondernemingen zich tijdens de crisis wisten te herstructureren en hun productiekosten wisten te drukken. Die flexibiliteit (die vaak wordt verondersteld eigen te zijn aan Amerikaanse ondernemingen) heeft Home Depot in staat gesteld om haar verkoop- en administratieve kosten tijdens de crisis met meer dan 8 miljard dollar te verminderen. Tevens heeft de onderneming zich tot doel gesteld om deze kosten te laten stijgen met 30% van de omzetgroei. De toekomstige rentabiliteit zal dus voluit de vruchten kunnen plukken van deze operationele hefboom waarvoor de herstructurering van deze onderneming heeft gezorgd. De doelstelling bestaat erin om op middellange termijn een operationele marge van 10% te halen.

### China: verwachtingen niet ingelost!

China wordt over het algemeen gezien als het nieuwe "Eldorado"

voor westerse ondernemingen, maar in het geval van Home Depot gaat de perceptie nu lijnrecht in op deze collectieve overtuiging. In 2006 telde Home Depot 12 winkels in China. Deze onderneming koesterde grote ambities voor deze regio, maar het Chinese "Eldorado" werd geleidelijk aan het "Gele gevaar" voor deze onderneming. Home Depot houdt vandaag nog slechts 9 winkels over in China, in tegenstelling tot vroeger, waar dergelijke projecten niet langer "mochten ontbreken". De toch wel grondig verschillende markt en de niet echt mature Chinese consumptie hebben de ambities van de distributeur al snel onderuit gehaald. Zo heeft ook Ikea recent zijn expansieplannen voor de Chinese en Russische markt op een lager pitje gezet. China heeft, overigens al meermaals, bewezen een onmisbare speler te zijn in het productieproces en als afzetmarkt van onze industriële ondernemingen, maar tegelijkertijd telt de Chinese markt nog steeds geen massa potentiële consumenten voor de producten die er door westerse ondernemingen worden aangeboden.

### Betere dienstverlening

Wie van ons heeft nooit problemen ondervonden met het kiezen van de juiste schroef of nagel voor een eenvoudige klus in huis? In een dergelijk geval moet de klant kunnen terugvallen op gekwalificeerd personeel dat hem kan helpen bij de oplossing van dit dilemma. Nu is Home Depot blijkbaar geleidelijk minder aandacht gaan besteden aan dit soort van dienstverlening (in tegenstelling tot zijn concurrent Lowe's) terwijl zijn personeel volledig in beslag werd genomen door zware en lange administratieve taken. Deze weinig doeltreffende allocatie van het "menselijk kapitaal" heeft ertoe geleid dat Home Depot snel marktaandeel verloor aan Lowe's. Gelukkig heeft het nieuwe management deze fout ingezien en werd de lat opnieuw hoger gelegd door meer mensen in te zetten ter bevordering van de dienstverlening aan de klant. En als bij toverslag is Home Depot erin geslaagd om terug marktaandeel te winnen op haar concurrent.

### Modernisering van de logistiek

Tijdens één van zijn eerste bezoeken, in januari 2007, zag de nieuwe CEO, Frank Blake, in een winkel in Scottsdale (Arizona), een groot aantal zitmaaiers staan. Dat verbaasde hem toch enigzins en vroeg de zaakvoerder hoeveel zitmaaiers er gemiddeld per jaar in deze woestijnstreek werden verkocht. Het antwoord was minder verrassend; de zaakvoerder bekende dat hij er slechts één per jaar verkocht. Verder onderzoek wees eveneens uit dat er in Florida sneeuwschoppen en in Kansas strandstoelen werden verkocht. Deze eenvoudige voorbeelden waren een overduidelijk bewijs van het gebrek aan efficiëntie van de goederenstromen in het winkelnet. Sindsdien is dit type van problemen resoluut verholpen door de invoering van logistieke centra die, vanaf dit jaar, het hele Amerikaanse grondgebied bestrijken. De efficiëntie van de leveringen is duidelijk verbeterd, de voorraden worden sneller omgezet in daadwerkelijke verkopen waardoor er dus ook minder werkkapitaal nodig is. De liquide middelen, die niet langer nodig zijn om de behoefte aan werkkapitaal te financieren, kunnen nu voor andere posten worden aangewend.

### Aandeelhouders die in de watten worden gelegd

Het is evident dat een daling van het aantal nieuwe winkels, hogere marges en een daling van de behoefte aan werkkapitaal ertoe hebben geleid dat er binnen de onderneming meer cash kan worden gegenereerd. Deze nieuwe liquide middelen kunnen worden gebruikt om andere doelstellingen te behalen, zoals, het afbouwen van de schulden, het uitkeren van hogere dividenden of het inkopen van eigen aandelen. Op dat vlak voert Home Depot een duidelijk en precies beleid: de doelstelling op langetermijn is

om 40% van de winst onder de vorm van dividenden uit te keren aan haar aandeelhouders. In de loop van 2010 en voor het eerst sinds 2006 werd het dividend opgetrokken waardoor het huidige rendement in de buurt van 2,8% uitkomt. Het jaarlijkse cashoverschot gaat dan op zijn beurt naar programma's voor de inkoop van eigen aandelen.

### De excessen uit het verleden liggen achter ons

Hoewel sommigen het met lede ogen aanzien dat de omzet heel wat minder snel stijgt dan in het verleden, is dit iets waarmee ik, op persoonlijk vlak dan, erg gelukkig ben! De redenen daarvoor zijn even eenvoudig als logisch: ik beleg liever in een onderneming die bezig is met haar rentabiliteit, met de efficiëntie van haar distributienet, met haar financiële gezondheid en met de vergoeding van haar aandeelhouders, dan in een onderneming die uitsluitend oog heeft voor expansie en vergroting van haar afzetmarkt, vooral dan wanneer de rentabiliteit van de nieuwe projecten onzeker is. Bovendien kan ik de reële waarde van een onderneming makkelijker ramen wanneer deze niet voortdurend met nieuwe projecten komt aandraven en wanneer ze niet jaar na jaar nieuwe regio's aanboort. De nieuwe strategie van Home Depot maakt de taak van de financieel analist er dan ook makkelijker op.

### De bronnen van waarde

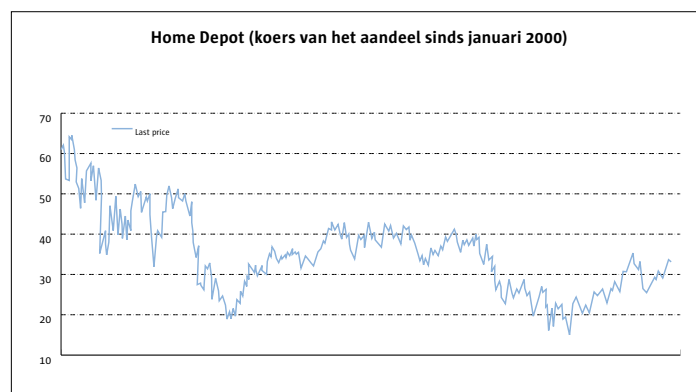
Onze redenering is zoals steeds onveranderd gebleven: de enige bron van waarde binnen een onderneming is het genereren van toekomstige free cashflow. Of, met andere woorden, de cash die door de activiteit van de onderneming wordt gegenereerd en die beschikbaar is voor zowel schuldeisers als aandeelhouders. Home Depot is de perfecte weerspiegeling daarvan. De capaciteit van de onderneming om free cashflow te genereren is en blijft groter dan tijdens de fase van geografische expansie. Het werk dat werd geleverd op het vlak van de marges, op het vlak van de behoefte aan werkkapitaal, maar ook op het vlak van de lagere investeringsuitgaven maakt dat er meer free cashflow kan worden gegenereerd en, uiteindelijk, ook dat de aandeelhouders beter kunnen worden vergoed. Conclusie: China en een oneindig groot aantal winkels zijn niet altijd een synoniem voor waardecreatie voor de onderneming.

### En nu...

De markt waarop Home Depot actief is, wist zich in een aantal segmenten te herstellen (bijvoorbeeld de uitgaven voor onderhoud en reparaties). Daartegenover staat dat de grote aankopen of ellenlange kassabons nog steeds ruim onder hun historische niveaus blijven. Deze hangen momenteel af van de investeringen in de huizenmarkt in de VS (in % van het BBP) die op hun laagste peil in 60 jaar zitten. De stabilisering en daarna het herstel van de Amerikaanse huizenmarkt, en de grote uitgaven voor bouw en renovatie die daarmee gepaard gaan, moeten de omzet van de on-

derneming ten goede komen. Vanuit structureel standpunt kan worden gesteld dat Home Depot door zijn marktaandeel een concurrerend voordeel heeft ten overstaan van de kleinere spelers, en wel omwille van de grotere schaal economieën die daardoor mogelijk zijn. Wanneer wij al deze elementen in ons waarderingmodel inbrengen, dan zien we dat Home Depot vandaag op de beurs ondergewaardeerd is. De toekomstige groei die door de markt wordt geraamd en die door de koers van het aandeel wordt weerspiegeld, lijkt geen rekening te houden met het potentieel dat de stijgende omzet en de betere rentabiliteit waardoor Home Depot vandaag wordt gekenmerkt, vertegenwoordigen. Dit aandeel is dan ook één van onze favoriete ondernemingen en staat momenteel op de eerste plaats in ons 'American Equities at Work' fonds.

Home Depot	12/05/2011
Koers	37,23 Usd
Beurskapitalisatie (in mil)	Usd 61 727
Ondernemingswaarde (in mil)	Usd 71 909
Fin schulden (in mil)	Usd 10 749
Omzet (2010) (in mil)	Usd 67 997
Op marge (2010)	8,59%
Geraamde FCF (2011) (in mil)	Usd 4 500
Dividend	2,68%



### Christophe Pirson, CFA



#### Christophe Pirson, CFA, Fund Manager American Equities at Work

11 ervaring  
Licentiaat Toegepaste Economische Wetenschappen aan UCL  
Master in Financiële economie  
Certificaat CFA

Christophe Pirson startte zijn carrière bij CapitalatWork in 1999 als Private Portfolio Manager – Financial Analyst. Sinds 2007 beheert Christophe Pirson het American Equities at Work fonds.

# Fiscale nieuwtjes voor 2011

## 1. Notionele intrestaftrek

De notionele intrestaftrek, of de aftrek voor risicokapitaal, is een fiscale steunmaatregel die reeds van toepassing is sinds 2006. Hierdoor kunnen bedrijven een fictieve rente aftrekken van hun winst naar analogie met de aftrek van rente op leningen. Die rente wordt berekend op basis van het eigen vermogen van de vennootschap. Daaronder verstaat men het kapitaal en de reserves, na toepassing van enkele correcties.

Zo wordt de waarde van een onroerend goed dat aangewend wordt voor bewoning door de bedrijfsleiders, afgetrokken van het eigen vermogen. Vervolgens worden eigen aandelen en deelnemingen in dochterondernemingen eveneens uitgesloten voor de intrestaftrek. Een laatste belangrijke correctie betreft de waarde van de goederen die geen belastbaar inkomen genereren. Zo is het voor een vennootschap van groot belang dat er gekozen wordt voor beleggingen die intrest genereren (distributiebeleggingen) en niet voor kapitaliserende beleggingen.

Voor het aanslagjaar 2012 (inkomstenjaar 2011) bedraagt het tarief voor de aftrek maximaal 3,425%. Voor kleine en middelgrote ondernemingen wordt het tarief verhoogd tot 3,925%.

Bij de lopende regeringsonderhandelingen ligt een voorstel op tafel om de notionele intrestaftrek te koppelen aan (het behoud van) de werkgelegenheid. Dit zou een extra voorwaarde betekenen om dit fiscaal voordeel te verkrijgen.

Wanneer en of deze bijkomende voorwaarde er komt, is momenteel nog onzeker. Maar het is duidelijk dat de notionele intrestaftrek nog steeds een niet te verwaarlozen fiscaal voordeel biedt, waar men beter ten volle gebruik van maakt zolang de mogelijkheid bestaat.

### Optimalisatie?

De aftrek voor risicokapitaal stimuleert de Belgische vennootschappen om **een groot eigen vermogen** op te bouwen. Wij geven u graag enkele technieken voor optimalisatie mee.

Zo zou men dit fiscaal voordeel kunnen optimaliseren door een gezonde mix te vinden tussen eigen kapitaal en rekening courant. Veel vennootschappen financieren een deel van hun activiteiten via een geldlening door de zaakvoerder aan de vennootschap. In dat geval zou een relatief eenvoudige notariële procedure er toe

kunnen leiden dat dergelijke **rekening courant** ingebracht wordt in het kapitaal. Men spreekt dan van incorporatie in het kapitaal.

Vervolgens is het van groot belang dat de belegging van liquiditeiten binnen de vennootschap de nodige fiscale aandacht krijgt. Het is aan te raden om enkel te beleggen in producten die **intrest genereren** zoals distributiebevaks, individuele obligaties of verzekeringen van het type tak 26. Ook investeringen in individuele aandelen vallen onder het toepassingsgebied, zolang ze niet gecatalogeerd worden onder financiële vaste activa. Een bijkomend voordeel van een portefeuille samengesteld door individuele aandelen is dat de eventuele meerwaarden in principe onbelast zijn binnen de vennootschap.

Iets agressiever, maar onlangs nog aanvaard door de fiscus bij wijze van een ruling (Nr. 600.472 d.d. 19.12.2006) en bij monde van de Minister van Financiën, is de zogenaamde **'double dip'**. Vennootschappen met een bovenliggende holding kunnen tweemaal genieten van een fiscaal voordeel. De holding gaat een geldlening aan bij haar financiële instelling en wendt deze fondsen aan om een kapitaalverhoging te doen bij de onderliggende dochtermaatschappij. De geldlening is fiscaal aftrekbaar op holdingniveau en de notionele intrestaftrek is op het niveau van de dochtervennootschap toepasselijk op het volledig eigen vermogen, inclusief de kapitaalverhoging.

Het vergt aldus de moeite om uw investeringen binnen uw vennootschap te laten bekijken door een gespecialiseerd adviseur.

## 2. Meerwaardebelasting

Sedert 1 januari 2008 kennen we in België eveneens een soort **belasting op gerealiseerde meerwaarden**. Het betreft de meerwaarde die behaald wordt op bepaalde beleggingsfondsen.

Welke beleggingsfondsen worden geïsoleerd?

Eerst en vooral betreft het fondsen, aangekocht door natuurlijke personen die Belgisch inwoner zijn, die belegd zijn in vastrentende producten en die uitgegeven zijn na 1 maart 2001 (grootvaderclausule).

Bovendien moeten die fondsen beschikken over een 'Europees paspoort'. Dat wil zeggen dat het beleggingsfonds een vergunning heeft om in de hele Europese Unie vrij te worden aangeboden.

Voorts zijn niet enkel de **kapitalisatiefondsen**, maar ook de beleggingsfondsen die periodiek een coupon uitbetalen (**distributiefondsen**) aan deze wetgeving onderhevig.

Concreet betekent het dat **kapitalisatiefondsen** bij verkoop belast worden aan 15% roerende voorheffing op de totale meerwaarde van het obligatiegedeelte. Het begrip "meerwaarde" wordt gedefinieerd als: 'het intrestgedeelte + de stijging van de koers van de onderliggende obligaties vanaf 1 juli 2005 of latere datum van aankoop'.

Fondsen van het **distributietype** betalen enerzijds 15% roerende voorheffing op het jaarlijks uitgekeerd dividend en daarbovenop nog eens 15% roerende voorheffing op de totale meerwaarde van het obligatiegedeelte. Het begrip "meerwaarde" wordt gedefinieerd als: 'het verlopen intrestgedeelte sinds het laatst uitgekeerd dividend + de stijging van de koers van de onderliggende obligaties vanaf 1 juli 2005 of later datum van aankoop'.

De fondsbeheerder kan die meerwaardebelasting vermijden door effectief alle netto-opbrengsten uit te keren onder de vorm van een coupon/dividend.

Indien een belegger te maken heeft met een '**gemengd fonds**', dat slechts gedeeltelijk belegt in rentedragende producten, dan worden die beleggingen onder de hierna genoemde voorwaarde eveneens belast.

Zodra beleggingsfondsen voor 40% of meer belegd zijn in rentedragende producten worden de meerwaarden op dat vastrentende gedeelte bij verkoop belast aan 15%. Sedert 1 januari 2011 worden de Belgische paying agents, wanneer zij geen informatie hebben over het werkelijke percentage, verplicht om de fondsen die de drempel van 25% overschrijden, onder toepassing van artikel 19bis WIB te brengen, ook al ligt het werkelijke percentage tussen 25% en 40%. Dit in het kielzog van de gewijzigde Europese Spaarrichtlijn.<sup>1</sup>

Men kan eruit besluiten dat (het vermijden van) de meerwaardebelasting zal leiden tot het nemen van meer risico, namelijk door meer te beleggen in aandelen.

### 3. Transport van verhandelbare instrumenten aan toonder en contant geld van en naar Luxemburg

Er bestaan reeds enige tijd strikte regels in verband met het transport van verhandelbare instrumenten aan toonder of contant geld. Sedert de Luxemburgse wet van 27 oktober 2010 zijn de reeds bestaande **regels** inzake het overbrengen van minimum 10.000 EUR langs de Luxemburgse grens **nog strenger geworden**.

Voortaan moet op eenvoudige vraag van de agenten van douane en accijnzen het overbrengen van dergelijk bedrag kunnen worden gemotiveerd met een verklaring.

Deze **verklaring** dient ondermeer de persoonsgegevens van de eigenaar en de bestemming van het geld te bevatten, het bedrag en de aard van de middelen, de herkomst daarvan en het voorzien gebruik.

**Bij gebrek** aan dergelijke verklaring of in geval van vermoeden van witwas kunnen de middelen **tijdelijk geblokkeerd** worden door de agenten van douane en accijnzen.

Inbreuken worden beboet met een **boete tot 25.000 EUR** en een eventuele confiscatie.

Door deze verscherpte wetgeving en bijgaande controles is het nog meer dan vroeger uit den boze om contant geld en effecten aan toonder materieel over de grens te brengen, en heeft de repatriëring van fondsen via de procedure van de Wettelijke Regularisatie nog aan belang gewonnen.

**Vincent Lambrecht**

<sup>1</sup> "in de praktijk is echter de kans groot dat bij verkoop gewoon het verschil tussen aan-en verkoop-prijs gehanteerd wordt, waardoor niet alleen de meerwaarde op obligatiegedeelte zou worden belast maar desgevallend ook op de meerwaarde m.b.t. andere activa (o.a. aandelen)"



**Vincent Lambrecht**, Legal Advisor - Estate Planner

Licentiaat Rechten  
Fiscale Wetenschappen  
Personal Financial Planner (BVB)

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



**Kaat Lauwers**, Legal Advisor - Estate Planner

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

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

# Fiscale voordelen voor buitenlandse ingezetenen in Zwitserland

## Leven in Zwitserland

Zwitserland staat al vele generaties bekend als een land met een hoge levensstandaard. Al jaren staat Genève op de derde plaats op de wereldranglijst van aantrekkelijkste steden, vlak na Zürich. En daar lijkt geen einde aan te komen.

Genève is één van de meest leefbare steden ter wereld, mede door haar centrale ligging, haar perfecte bereikbaarheid en mondiale communicatielijnen. Een perfecte infrastructuur, zeer vooraanstaande educatieve faciliteiten, gecombineerd met een excellente medische en juridische infrastructuur, het plezierig klimaat en geografische ligging laten niets te wensen over. Door ondertekening van de Schengen akkoorden, in 2008, naast andere gunstige bilaterale verdragen die onder andere het vrije verkeer van mensen en goederen regelen, is een vestiging in Zwitserland tegenwoordig eenvoudiger dan ooit geworden.

Het internationale karakter van Genève wordt geaccentueerd door de aanwezigheid van vooraanstaande organisaties zoals de United Nations, de World Trade Organisation en het Internationale Rode Kruis. Daarnaast is Genève het op twee na belangrijkste financiële centrum van Europa en bekleedt het de achtste positie wereldwijd. Nagenoeg alle grote banken en de belangrijkste vermogensbeheerders hebben er een vestiging en dragen er toe bij dat Genève een zeer belangrijke positie inneemt in de financiële wereld.

Mede door deze belangrijke positie in de financiële wereld, stabiele politieke historie en neutraliteit, heeft Zwitserland zich verheven tot één van de meest attractieve vestigingsplaatsen voor zowel bedrijven als personen. Vele gefortuneerde families met tegenwoordig vaak hun 'Family Offices' hebben zich in Zwitserland gevestigd. De liberale en tolerante houding van de lokale bevolking draagt daar veel aan bij.

## Het Zwitsers fiscaal systeem

Het Zwitsers fiscaal systeem bestaat uit twee belangrijke onderdelen: een standaardsysteem, waarin de fiscaliteit voor Zwitsers en lokaal werkende buitenlanders is vastgelegd en daarnaast een systeem voor gefortuneerde buitenlanders die zich in Zwitserland vestigen maar er niet werken, het zogenaamde 'forfaitaire

systeem' waarbij de te betalen belasting gebaseerd wordt op uitgaven (en dus niet op inkomsten of vermogen).

Zoals al haar omringende landen, heft ook Zwitserland belastingen op inkomsten, kapitaalwinsten, successie en giften. Een groot verschil met andere landen is dat Zwitserland belastingheffing kent op drie verschillende niveaus; met name op federaal, op kantonaal en op gemeentelijk niveau.

Onderstaand verhaal richt zich voornamelijk op de belasting voor gefortuneerde buitenlanders die zich in Zwitserland vestigen, het **forfaitaire belastingstelsel** oftewel het systeem dat zich baseert op de uitgaven van de belastingplichtige. Om dit systeem helder te duiden, is het van belang enig uitleg te geven over het standaardsysteem. Het grote verschil zit hem in het te belasten bedrag, dat is op de inkomsten bij het standaardsysteem en op de uitgaven bij het forfaitaire systeem.

## Het standaard belastingstelsel in Zwitserland

De verschillende overheden heffen ieder belasting op Zwitserse ingezetenen. **De kantonale belastingen** verschillen per kanton omdat de 26 kantons een grote fiscale onafhankelijkheid genieten ten opzichte van de Confederatie en daardoor hun eigen fiscale verantwoordelijkheden dragen. **De communale belastingen** verschillen van gemeente tot gemeente maar dienen zich te conformeren aan kantonale voorschriften.

Deze fiscale onafhankelijkheid van de kantons en gemeenten leidt er toe dat sommige kantons en gemeenten fiscaal aantrekkelijker zijn dan anderen.

Dit memorandum gaat niet uitgebreid in op de verschillende belastingen waaraan Zwitserse belastingplichtigen onderworpen zijn, maar geeft slechts een aantal belangrijke hoofdpunten aan, omdat die ook min of meer de forfaitaire belastingplichtige treffen:

**Successie belasting bestaat niet** tussen echtgenoten en hun afstammelingen met enkele uitzonderingen (zonder dat er ooit meer dan 9% geheven wordt). In het kanton Vaud, is bijvoorbeeld het maximale percentage tussen ouders en kinderen 7%. Wel dient rekening gehouden te worden met het feit dat sommige landen ook na emigratie van een ingezetene nog successierech-

ten heffen, zoals bijvoorbeeld Nederland met een 10 jaar durende successieplicht.

**Schenkingsrecht** is grotendeels gelijk aan het successierecht en wordt tussen eerste lijn familieleden niet geheven.

**Vermogenswinstbelasting** wordt niet geheven op winst op roerende goederen maar kan geheven worden op de winst op onroerend goed waarbij het percentage afhangt van de duur van het bezit van het onroerend goed.

### Het forfaitaire belastingstelsel in Zwitserland

Het systeem van belasting op uitgaven houdt in dat **de belastingplichtige geen belasting betaalt op inkomsten of wereldwijd vermogen maar over een bedrag dat, na onderhandeling, bepaald wordt op basis van de jaarlijkse uitgaven van de belastingplichtige.**

Wat betreft successierecht maakt het kanton Genève een uitzondering waar erfgenamen van 'forfaitaires' in directe lijn wel een succesiebelasting betalen van 6%, wat niet geldt in het standaardstelsel.

**Het forfaitaire systeem houdt dus niet in dat er een verschillend tarief geheven wordt ten opzichte van het standaardsysteem. Het grote verschil is dat het (onderhandelde) bedrag waarover belasting geheven wordt niet op het vermogen of de inkomsten daaruit wordt geheven, maar op basis van de uitgaven van de belastingplichtige.**

Om voor deze regeling in aanmerking te komen, dient de belastingplichtige aan de volgende voorwaarden te voldoen:

1. de belastingplichtige moet een buitenlandse nationaliteit bezitten en beschikken over een Zwitserse verblijfsvergunning en niet in de laatste 10 jaar in Zwitserland gewoond of gewerkt hebben. Indien de echtgeno(o)t(e) wel de Zwitserse nationaliteit bezit, wordt deze persoon wel volgens het standaardsysteem belast.
2. De belastingplichtige mag geen lucratieve activiteit ontplooiën in Zwitserland. Daarentegen is dergelijke activiteit buiten Zwitserland wel toegestaan.
3. Echtgeno(o)t(e) en kinderen onder de 21 jaar jaar kunnen ook in Zwitserland resident worden onder een wet die familiale hereniging regelt.

**Het recht op het betalen van belasting onder het forfaitaire systeem is ongelimiteerd in tijd.**

De grondslag om het forfaitair belastbare bedrag te bepalen, bestaat uit de jaarlijkse uitgave aan kosten van levensonderhoud. Aangezien dit moeilijk is vast te stellen, leidt dit tot een onderhandeling tussen de belastingplichtige (of zijn advocaat) en de fiscale autoriteiten.

Als minimum wordt een bedrag begroot op 5 maal de huurwaarde van het huis waarin de belastingplichtige gaat wonen. Op dat

bedrag valt niet af te dingen. Tussen die huurwaarde en de reële kosten van levensonderhoud wordt het hoogste van deze twee bedragen als basis gebruikt.

In de meeste gevallen komt dit uit op een minimaal belastbaar bedrag dat ligt tussen de CHF 250.000,- en CHF 400.000,- (Euro 200.000,- en Euro 320.000,-).

Momenteel bedraagt het jaarlijks bedrag dat een 'forfaitaire' belastingplichtige betaalt in de meeste gevallen tussen CHF 60.000,- en CHF 250.000,-.

Een voorbeeld kan dit verduidelijken: een belastingplichtige die zich wenst te vestigen in het kanton Valais, onder de forfaitaire regeling en een totaal vermogen heeft van bijvoorbeeld 12.000.000 CHF heeft een belastbare basis van 69.530 CHF, hetgeen neerkomt op een belastingdruk van 0,58%!

Het vermogen van dit individu **kan bovendien een veelvoud zijn zonder enige wijziging aan belastingdruk.**

### De toekomst van het forfaitaire systeem

Het valt niet te verwachten dat het forfaitaire systeem zal verdwijnen, ondanks een aanhoudende druk van verschillende partijen in Zwitserland en zelfs daarbuiten.

De grote fiscale autonomie van de Zwitserse kantons en de traditie van het forfaitaire systeem (het eerste forfait werd uitgegeven in 1862) verzekert dat het systeem niet plotseling zal worden afgeschaft.

Het kanton Zurich schafte het forfaitaire systeem wel af na een referendum in 2009, terwijl het pas in 2002 in het kanton werd ingesteld. Dit feit resulteerde in een fors debat op federaal niveau over deze vorm van belastingheffing, mede omdat het te belasten bedrag in vele gevallen als te laag werd beschouwd, zeker in verhouding tot het 'normale' belastingstelsel waaronder de Zwitsers zelf vallen. Recentelijk heeft de 'Conférence des Directeurs Cantonaux des Finances (CDF) aangegeven dat een wijziging in het systeem aan te bevelen is. Er is een suggestie gedaan dat de 5 jaarslimiet van de huurwaarde van het huis wordt opgetrokken naar 7 jaar, met een minimum van CHF 400 000,- als belastbare basis, wat ook de federale overheid zou voorstaan.

Duidelijk mag zijn dat een dergelijk minimum geen obstakel zal vormen voor de grote meerderheid van bestaande en toekomstige forfaitaires.

## CONCLUSIE

Het forfaitaire belastingstelsel in Zwitserland is en blijft uiterst attractief voor personen met een aanzienlijk vermogen en levert substantiële langetermijn belastingvoordelen op voor buitenlanders die zich in Zwitserland vestigen.

De Europese regelgeving die onder andere het vrije verkeer van mensen regelt, is ook door Zwitserland ondertekend waardoor het voor iedere inwoner van de EU mogelijk is zich in Zwitserland te vestigen. Een eventuele toename van de belastingdruk in omringende Europese landen, op zoek naar additionele inkomsten, zal de aantrekkelijkheid van emigratie naar Zwitserland doen toenemen.

Echter elke casus is verschillend en dient op zich beschouwd en onderzocht te worden.

Het kantoor van CapitalatWork in Genève is inmiddels een aantal malen in de gelegenheid geweest buitenlanders bij te staan in de overlegfase over hun komst naar Zwitserland en begeleidt de klanten bij hun komst naar Zwitserland.

CapitalatWork Genève handelt in dergelijke gevallen als intermediair tussen de verschillende partijen, daarbij gebruik makend van een uitgebreid netwerk van specialisten op fiscaal en juridisch gebied, die lokaal bekend zijn om hun competentie 'forfaitaire onderhandelingen' succesvol te voltooien.

Ook bestaan er nauwe banden met een aantal vooraanstaande makelaars, die lokaal goed geïntegreerd zijn in de voor een buitenlandse ondoorzichtige woningmarkt.

Een vermoedelijk groter wordende belastingdruk in omringende Europese landen en de toenemende hechte banden tussen Zwitserland en de EU zijn slechts een paar aspecten die een vestiging in Zwitserland attractief maken. Naast de algemeen bekende aantrekkelijkheid van Zwitserland, vormt ook het zeer gunstig fiscaal klimaat genoeg aanleiding voor mensen met een groter vermogen om een vestiging in Zwitserland te overwegen, voor zichzelf als voor hun nageslacht.

**Boudewijn de Hoop Scheffer**



**Boudewijn de Hoop Scheffer**, *Managing Director kantoor Genève*

Sinds 2003 is Boudewijn de Hoop Scheffer werkzaam bij CapitalatWork (Suisse) S.A. Gebruik makend van zijn jarenlange internationale ervaring adviseert Boudewijn de Hoop Scheffer vooral die cliënten die een multinationale aanpak verlangen en vaak in meer dan één land leven en werken. Daarnaast is 'Vestiging in Zwitserland' zijn specialiteit.

## 20 jaar CapitalatWork

Op 10 februari 2011 vierde CapitalatWork Foyer Group, samen met haar klanten en relaties, haar 20ste verjaardag in het Koninklijke Musea voor Schone Kunsten te Brussel. Dit feestelijk gebeuren stond in teken van onze klanten en hun jarenlange vertrouwen in onze organisatie en medewerkers en uiteraard in onze beleggingscompetenties.

Na het welkomstwoord van de heer François Tesch, Chief Executive Officer Foyer Group SA en de korte inleiding van departementshoofd (ad interim) van het museum volgde er voor alle geïnteresseerden een rondleiding in de tentoonstellingsruimtes van René Magritte. Deze tentoonstelling, waar alle belangrijkste werken van deze surrealistische kunstenaar tentoongesteld worden, bracht iedereen in vervoering. Na afloop van deze rondleiding volgde er een uitgebreide receptie die ons in de gelegenheid stelde om met al ons genodigden uitvoerig bij te praten.

Dankzij de talrijke opkomst, de gezellige en buitengewoon ontspannen sfeer en de lekkere hapjes konden we met een tevreden en voldaan gevoel onze feestelijke avond afronden. We danken daarom ook graag iedereen die hierop aanwezig was! En hopen dit in de toekomst zeker met hetzelfde enthousiasme te kunnen herhalen.

## CapitalatWork breidt uit!

Zoals u weet, investeert CapitalatWork voortdurend in het aanwerven van nieuwe, professionele krachten om onze continuïteit te waarborgen. We verwelkomen dan ook graag in deze eerste helft van 2011 drie nieuwe collega's, die met hun ervaring en enthousiasme, onze bestaande teams in onze kantoren Antwerpen, Breda en Luxemburg hebben verveegd.



**Xavier Van Elderen** (27) vervoegde ons team in Antwerpen op 15 februari jl. als junior portfolio manager. Hij zal de senior vermogensbeheerders bijstaan in het dagelijks portfeuillebeheer van onze klanten. Xavier was voorheen werkzaam bij KPMG als financieel adviseur en bij SD Worx als business analyst financiële projecten.



Per 1 maart jl. vervoegde **Alain Kremer** (59) als Senior Manager ons kantoor te Luxemburg. Hij heeft reeds meer dan 35 jaar ervaring in private banking, waaronder meer dan 25 jaar bij de BNP Group Luxemburg en SZL S.A. Luxemburg.



Per 1 april jl. startte **Jean Paul van Bavel** (46) als Directeur Vermogensbeheer Nederland op ons kantoor te Breda. Jean-Paul zal zich vooral richten op de implementatie van het beleggingsbeleid in onze cliëntportefeuilles en het uitbouwen van onze contacten op de Nederlandse markt. Jean-Paul heeft meer dan twintig jaar ervaring in de financiële sector als vermogensbe-

heerder en beleggingsanalist. Voorheen was Jean-Paul ondermeer werkzaam als vermogensbeheerder bij Van Lanschot Bankiers.

## CapitalatWork lanceert het Dividends at Work Fund

Per 1 april jl. lanceerde CapitalatWork een nieuw fonds, het Dividends at Work Fund.

Dit fonds heeft als hoofddoel te beleggen in effecten van ondernemingen die, dankzij een sterke balans en de overvloedige generatie van vrije cashflows, mooie dividenden kunnen uitkeren aan aandeelhouders. De desbetreffende aandelen worden rendementswaarden genoemd. De nadruk wordt gelegd op de mogelijkheid van deze ondernemingen om op duurzame wijze hoge dividenden uit te keren. De eventuele risico's worden onderzocht aan de hand van de balansen, cashflows en de soliditeit van de activiteiten.

De beleggingen zullen voornamelijk gebeuren in aandelen van Europese ondernemingen.

Het Dividends at Work fonds wordt samengesteld op basis van een kwantitatieve screening die tot doel heeft het beleggingsuniversum te beperken. Dit universum wordt vervolgens opgedeeld in sectoren en op elke sector wordt een scoring toegepast. De selectie van de waarden gebeurt uiteindelijk op basis van de aanbevelingen van ons eigen team van analisten. De belangrijkste selectiecriteria zijn de generatie van vrije cashflow, een sterke balans en de duurzaamheid van het dividend.

Het fonds wordt onafhankelijk van de referentie-indexen beheerd en mikt op een hogere absolute return. De diversificatie in dit fonds wordt bereikt door het aanhouden van ongeveer 55 aandelen die minstens 7 sectoren vertegenwoordigen.

Verkopen van callopties op portfeuilleposities waarvan de waarde dicht aanleunt bij de intrinsieke waarde kunnen beperkt geïmplementeerd worden, om te profiteren van perioden van hoge volatiliteit. Daarenboven wordt het valutarisico actief beheerd.

## Migratie

Eind 2010 werd een nieuw informaticaplatform ingevoerd waar heden nog de laatste hand aangelegd. Dit platform is een belangrijk tool en zal een degelijke basis vormen voor onze verdere ontwikkeling. We hopen dat deze operatie ook in uw ogen volledig transparant verloopt en verontschuldigen ons voor de mogelijke ongemakken die hiermee gepaard gaan. We streven ernaar deze zo snel mogelijk te verhelpen.

