

Capital Ideas

Insights about strategic investments



Deuxième semestre 2007

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

Dans cette édition

edito	p. 3
Bienvenue à la seconde édition de notre bulletin 'Capital Ideas'	
global perspective	p. 4
Perspectives mondiales deuxième semestre 2007	
investment philosophy	p. 6
Processus d'investissement: de l'allocation d'actifs à la sélection de valeurs	
capital mindset	p. 8
Fundamental indexing	
zoom in on	p. 10
ArcelorMittal, il s'agit sans doute d'une des histoires industrielles les plus passionnantes dans le secteur de l'acier	
external experts	p. 12
La Belgique devient un pays d'établissement optimal pour les fonds de pension et les structures d'asset pooling	
focus	p. 15
Planning successoral: back to basics !	
internal affairs	p. 18
CapitalatWork continue de grandir !	
CapitalatWork Groupe	
CapitalatWork compagnon de route pour la Fondation néerlandaise du rein	
Premier 'bike event' de CapitalatWork absolument à refaire	

Colophon

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

Fin de rédaction

Août 2007

Comité de rédaction

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

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

Marketing et Communication

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

Mise en pages

Communication Matters

© Photos p. 11: ArcelorMittal

Disclaimer

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

L'information ne constitue pas une sollicitation, une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre les instruments financiers mentionnés. Elle ne constitue pas non plus une invitation à s'engager dans tout autre type de transaction. Elle ne peut être regardée comme un conseil en investissement. Cette publication est purement informative.

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

Les performances passées ne constituent pas une garantie pour l'avenir. La valeur des investissements peut chuter autant que croître. En règle générale, les chiffres de performance accessibles sont nets de commissions de gestion.

© CapitalatWork SA. Tous droits réservés.

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



Les marchés financiers ont traversé au cours des 6 à 18 derniers mois des périodes à la fois très intéressantes et exigeantes étant donné les changements marquants intervenus sur la scène internationale des placements.

1. Dans nos 'Perspectives mondiales', nous examinerons de plus près le fait que l'attrait relatif des différentes catégories d'actif (liquidités, obligations et actions) est devenu plus mitigé en raison des taux d'intérêt plus élevés dans toutes les parties du monde. Nous aborderons également de manière succincte la sérieuse crise de liquidité sévissant sur les marchés du crédit, de l'importance de l'impact (du faible impact en fait) qui nous touche et la façon dont nous avons protégé nos fonds et nos portefeuilles.

2. Dans notre première édition, nous décrivions notre philosophie de placement fondée sur la valeur alors que dans la seconde édition, nous développerons plus en détail notre 'méthodologie d'investissement'. Les mots clés sont ici priorité, discipline et cohérence.

3. CapitalatWork est persuadée que le 'fonds commun de placement' est l'une des plus grandes inventions dans le domaine de la gestion des placements.

Le fonds commun de placement est un moyen efficace, économique et transparent mis à la disposition non seulement des investisseurs mais des gestionnaires de portefeuille également. Afin de gérer les portefeuilles de ses clients individuels de manière efficace, CapitalatWork a mis au point une famille concentrée mais néanmoins complète de fonds (moins de 15) présentant des antécédents remarquables.

Au mois de mai de cette année, nous avons lancé trois nouveaux fonds. Nous vous fournirons de plus amples informations sur l'un d'eux que nous avons dénommé 'Fundamental Eurostocks Index Fund'.

4. Dans chaque édition de notre bulletin d'information Capital Ideas, nous mettrons l'accent sur une société spécifique que nous 'possédons' dans nos portefeuilles et nos fonds. Après Vinci, nous vous présentons maintenant notre dossier d'investissement consacré à ArcelorMittal.

5. En plus des divers sujets financiers que nous vous présentons, nous entendons également vous renseigner sur certains sujets juridiques et fiscaux.

Pour notre rubrique 'experts externes', nous avons demandé à PricewaterhouseCoopers de nous éclaircir sur le nouveau régime fiscal belge des fonds de pension.

Ensuite, notre équipe de structuration de patrimoine vous expliquera les règles de base concernant le planification successorale (page 15).

Enfin, quelques mots à présent sur notre organisation CapitalatWork.

- Ce fut jusqu'ici une bonne année pour nous, nos portefeuilles et nos fonds se portent bien en valeur absolue et relative (par rapport aux indices de référence et nos concurrents).
- En conséquence, nos actifs sous gestion ont augmenté de manière significative (+15 %) depuis le début de cette année pour atteindre plus de 2,6 milliards d'euros.
- Nous avons engagé des collaborateurs de premier ordre qui vont contribuer à renforcer encore davantage notre société.

M. Benoit de Hulst, précédemment à la Banque de Rothschild, a rejoint notre groupe en tant que membre de la direction.

Stefaan Joseph et Vincent Lambrecht, tous deux issus d'ING, ont rejoint notre bureau gantois avec la mission de développer dans une large mesure notre présence en Flandre.

Nicolas Drouhin, provenant d'ArcelorMittal, devient notre nouveau réviseur interne pour le groupe (Group Internal Auditor), en remplacement d'Arnaud Jouanneau qui s'est vu confié la tâche de surveillance au sein du groupe (conformité et gestion prudentielle).

Stéphane Timmermans, venant de PuilaetcoDewaay, nous rejoint en tant que Senior Portfolio Manager à Anvers.

Après avoir accompli un travail de courte durée à Lombard Odier, Jurgen Fransen nous revient, en tant que Directeur de la gestion à La Haye.

Sébastien Van Passel, Bart Lacante, venant tous deux de BNP Paribas, et Pierre Bricart venant de RBC Dexia, nous ont rejoint afin de poursuivre le développement des activités commerciales en Belgique et à Luxembourg.

- Nous sommes en train de mettre en place notre nouveau système informatique centralisé et les résultats sont jusqu'ici très positifs.

En conclusion, nous estimons que notre société est très bien positionnée pour réaliser la mission qu'elle s'est fixée et qui consiste à être les 'partenaires d'investissement' de nos clients présents et futurs.

Nous vous souhaitons beaucoup de plaisir à la lecture de cette brochure et n'hésitez pas à nous appeler si vous avez des questions à poser ou des suggestions à faire.

Ivan Nyssen, Chief Executive Officer

Perspectives mondiales deuxième semestre 2007

2007 s'avère être une année très intéressante, car l'environnement boursier mondial a fort évolué par rapport à l'année dernière.

A cause des taux d'intérêts plus élevés partout dans le monde, l'attrait relatif des différentes classes d'actifs (cash, obligations, actions) s'est équilibrée.

Depuis 3 ans, nous voyons beaucoup de valeur dans les actions et peu ou moins de valeur dans le cash et les obligations. Aujourd'hui, à cause de taux d'intérêts réels plus élevés, de la valeur substantielle peut être trouvée dans le domaine obligataire.

Bien sur, la récente crise de liquidité dans le marché des crédits a certainement le potentiel de perturber la croissance économique, même dans les régions qui ont connu une forte croissance ces dernières décennies.

L'économie et les bénéfices des entreprises:

Ne tenant pas compte de l'état du résidentiel américain qui se trouve dans une mauvaise passe, et de la crise de liquidité qui s'en suit, l'économie mondiale (inclus les USA) continue de croître grâce aux bénéfices des sociétés.

Le thème "Globalization at Work", sur lequel est basé notre stratégie d'investissement depuis maintenant 3-4 ans, est toujours valable aujourd'hui.

En ce qui concerne la récente crise de liquidité dans le marché des crédits, nous savons d'où viennent les problèmes, mais nous n'avons aucune idée de l'ampleur et la longueur des dégâts.

Ce qui est clair la valorisation actuelle des actions, c'est que les marchés anticipent lentement mais sûrement un ralentissement de la croissance économique pour la fin de l'année 2007 et l'année 2008.

Inflation et taux d'intérêts:

Sur les six premiers mois de l'année, les taux d'intérêts ont grimpé, à la suite d'un changement complet de perception sur

l'état de l'économie américaine, qui était plus résistante qu'attendue et sur le fait que la FED ne baisserait pas ses taux.

Depuis le déclenchement de la crise de liquidité en juillet, ces perceptions ont à nouveau totalement changées. Nous nous attendons à ce que la FED réduise les taux pour stabiliser le système monétaire. Nous pensons que la FED ne devrait pas baisser ses taux directeurs. Dans le cas contraire, cela devrait être une baisse symbolique de 0,25%.

Les spreads de crédit se sont élargis, ce qui a réintroduit de la valeur dans le marché des crédits d'entreprises.

La stabilité des attentes d'inflation a été remarquable, 2% pour l'Europe et 2,5% pour les US, à l'encontre des rapports prévoyant le contraire. Les taux nominaux ont augmenté parce que les taux réels ont augmenté, ce qui rend à nouveau intéressant les instruments liés à l'inflation.

Sentiment des investisseurs et rendements requis:

Nous ne pensons pas que les investisseurs aient atteint un niveau d'exubérance irrationnel durant le premier semestre ni même un état de panique générale durant l'été.

Les investisseurs privés sont restés remarquablement calmes (être sur la plage aide probablement) en contraste avec les conditions extrêmes auxquelles ont du faire face les apporteurs de crédit à fort effet de levier.

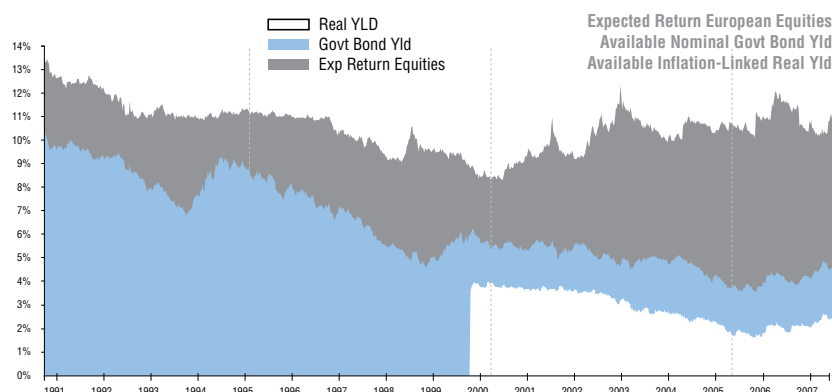
Après la crise, nous serons probablement tranquille pour au moins 5 ans, grâce à la prudence accrue des prêteurs et des emprunteurs.

Valorisation d'actifs et rendements attendus:

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

Nous pensons qu'il y a de la valeur dans le cash, les obligations et les actions, mais nous recommandons la sélectivité.

Cash Euro	4% to 4,5%
Taux réel d'une obligation d'Etat lié à l'inflation Euro	2% to 2,5%
Taux nominal d'une obligation d'Etat Euro	4% to 4,5%
Taux de société avec un rating A Euro	5% to 7%
Actions Euro-zone	10% to 12%



Votre CapitalatWork:

Cette année, nos performances sont solides tant en termes absolus qu'en termes relatifs, même si la tempête boursière de l'été a significativement réduit les rendements qui étaient disponibles à la fin du mois de juin.

Veillez noter que nous avons préalablement protégé nos portefeuilles et fonds contre une potentielle nouvelle chute des marchés puisque nous n'avons aucun doute que la situation est sérieuse. Nous préférons être conservateurs dans nos ac-

tions, le seul coût étant un regret potentiel dans un an dans le cas d'un redressement des marchés meilleur qu'attendu.

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

Pour plus d'information: www.capitalatwork.com

Ivan Nyssen, Chief Executive Officer
31 août 2007 - GP numéro 44

ASSET VALUATION AND EXPECTED RETURNS

Fixed Income Funds	2007 YTD 31st of August	Morningstar Peer Groups Average YTD	YTD Outperformance
Bonds at Work	1,22%	-0,10%	1,32%
Inflation at Work	1,52%	-0,10%	1,62%
Equity Funds			
American Equities at Work (in Usd !)	0,85%	3,81%	-2,96%
European Equities at Work	8,33%	3,62%	4,71%
Asian Equities at Work	6,04%	7,32%	-1,28%
Contrarian Equities at Work	2,70%	3,32%	-0,62%
Contrarian Euro Equities at Work	9,58%	3,62%	5,96%
Asset Allocation Funds			
Global Markets	4,21%	1,12%	3,09%
Global Opportunities*	4,76%	1,12%	3,64%

* Le fonds Global Opportunities est enregistré au Luxembourg uniquement. Pour la Belgique, il faut un investissement minimum de 250.000 euros. Pour les autres pays, les réglementations locales sont applicables.



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

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

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

Processus d'investissement: de l'allocation d'actifs à la sélection de valeurs

Allocation d'actifs

Le taux d'intérêt sans risque est souvent utilisé comme le point de départ du processus d'allocation d'actifs. Toutes les autres classes d'actifs comportent plus de risques mais compensent par un rendement attendu plus élevé. Ce rendement attendu au delà du taux sans risque est appelé la prime de risque.

Les taux sans risque généralement utilisés sont les taux gouvernementaux. Au lieu d'utiliser des taux à court terme, il est considéré comme plus approprié d'utiliser des taux gouvernementaux à long terme. Cela correspond mieux à l'horizon d'investissement requis en investissant dans des actions et des obligations.

Afin de déterminer l'allocation entre les actions et les obligations, nous analysons systématiquement la prime de risque des actions (PRA) La PRA est la différence entre le rendement attendu des actions et le taux sans risque.

Afin de déterminer l'allocation au sein des obligations d'entreprises, nous analysons les spreads de crédit. Les spreads de crédit sont la prime de risque des obligations d'entreprises. Le spread de crédit est la différence entre le 'Yield to Maturity' d'une obligation d'entreprise et du taux sans risque.

Ces classes d'actifs (actions, obligations gouvernementales, et obligations d'entreprise) sont segmentées selon plusieurs sous

catégories. Les primes de risque sont calculées pour l'Europe, les Etats Unis et le Japon. Le marché des crédits peut être segmenté selon les ratings émis par les agences de notation. Les deux principales catégories sont les 'Investment Grade' (BBB et au dessus) et les 'non-Investment Grade' (en dessous de BBB). Finalement, même dans le cadre des taux gouvernementaux, nous analysons l'importante différence entre les taux nominaux et les taux réels.

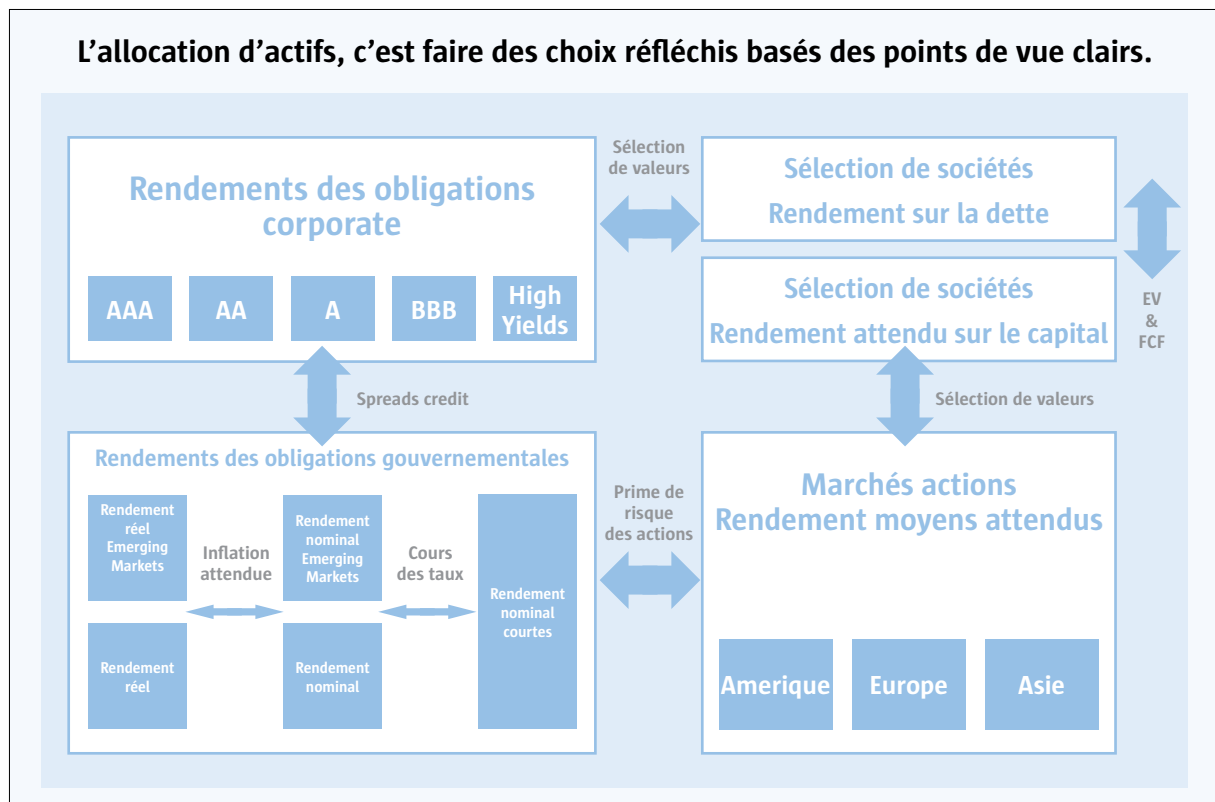
Notre méthodologie d'investissement commence par l'allocation d'actifs jusqu'à la sélection de titres. Cette importante étape est expliquée dans la section suivante.

Sélection de titres

Notre sélection de titres est fondée sur deux étapes importantes; premièrement, avant d'aller en détail dans les fondamentaux de la société, nos analystes veulent s'assurer que la société est une ESD (entreprise supérieure et durable). Une ESD compte quelques caractéristiques qualitatives. La gestion, les produits, la technologie et d'autres aspects qualitatifs, peuvent tous définir une entreprise comme étant une ESD. Un aspect important est la qualité et la stabilité des cash flows libres (FCF) générés par la société. Ceux ci dépendent en grande partie des aspects qualitatifs mentionnés plus haut.

Intéressons nous maintenant aux fondamentaux d'une société, à travers le regard de nos analystes. Pour rendre les choses

L'allocation d'actifs, c'est faire des choix réfléchis basés des points de vue clairs.



simples, le bilan d'une entreprise est composé du capital et de la dette. Les marchés des actions donnent une valeur au capital de la société. Les marchés obligataires donnent une valeur à la dette de la société. Ces valeurs de marché nous permettent de calculer la valeur d'entreprise, qui représente la valeur de marché du capital employé. L'objectif ultime du capital employé, qui est investi dans les employés, les machines, de la technologie, etc., est de générer des cash flows libres. Le cash flow libre n'est pas la même chose que le bénéfice comptable. Une société peut générer un bénéfice comptable mais cela ne signifie pas nécessairement qu'elle génère des cash flow libres. Pour continuer simplement, les cash flows libres sont les montants disponibles pour générer un rendement aux actionnaires. En première ligne se trouvent les émetteurs de dette, qui prennent une partie des cash flows libres de la société sous forme d'intérêts. Le cash flow libre restant peut être défini comme le rendement du capital. Le rendement du capital est le rendement réalisé par les actionnaires. Il est intéressant de noter que c'est un rendement qui peut prendre plusieurs formes. Il peut être représenté par plus de cash dans le bilan, par un rachat d'actions propres, un remboursement de la dette, ou un versement de dividende. Il peut également être

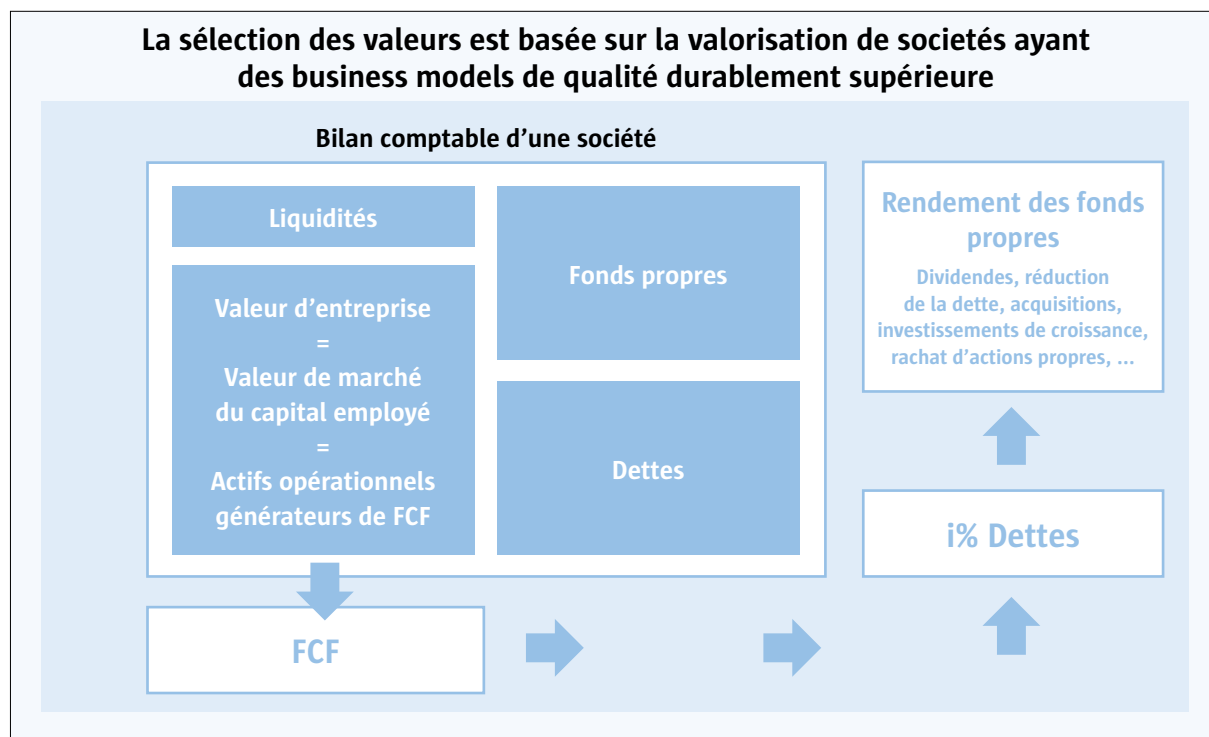
utilisé pour des acquisitions ou des dépenses en capital dans des projets de croissance, qui doivent être considérés comme un rendement pour les actionnaires. Ces caractéristiques des ESD sont le fruit d'un solide travail de nos analystes et forment la base de notre procédé de sélection de titres.

“Le travail de notre équipe d'analystes se ventile en deux niveaux”

Premièrement, ils utilisent tous le même langage et la même méthodologie. Chaque société, dans chaque secteur, dans chaque pays, est analysée avec la même méthodologie. Deuxièmement, ils analysent les entreprises et non les actions ou les obligations. Pour conclure, sur le schéma de l'allocation d'actifs, vous constaterez que notre méthodologie de valorisation d'actifs est utilisée comme input pour la construction de nos portefeuilles d'actions et d'obligations d'entreprises.

Pour plus d'information: www.capitalatwork.com

Erwin Deseyn



Erwin Deseyn, gestionnaire des fonds Fixed Income

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

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

Fundamental indexing

Le débat continu entre les défenseurs de la gestion active et ceux qui suivent une gestion passive ou 'benchmarkée' est loin d'être arrivé à son terme. Bon nombre d'arguments donnent raison à l'un et l'autre. L'approche 'Fundamental Index' offre une alternative qui peut être un compromis intelligent pour beaucoup d'investisseurs.

Gestion active contre gestion passive

Si nous faisons l'hypothèse que de bons gestionnaires existent, il n'est pas simple pour l'investisseur moyen de trouver ces gestionnaires et d'avoir accès à leurs fonds. Pour eux, il est souvent difficile de distinguer le facteur 'compétence' du facteur 'chance'. Il n'y a malheureusement pas de réponse facile à la question de savoir si un gestionnaire qui génère de bonnes performances est un bon gestionnaire. Par conséquent, beaucoup d'investisseurs optent pour une gestion passive.

Avec la gestion passive, une chose est certaine: le fonds ne battra jamais l'indice. Les coûts de transaction et de gestion y veillent. De plus, le fait que le gestionnaire ne puisse pas investir jusqu'au dernier cent et répliquer les poids exacts des actions; cela peut entraîner des déviations positives ou négatives.

Cependant, une question plus fondamentale est de savoir si un indice traditionnel est un bon 'benchmark' ou une bonne base de comparaison pour la gestion (passive) d'un portefeuille. Après tout, un indice pondéré sur base de la capitalisation boursière des sociétés a la fâcheuse caractéristique de systématiquement sur-pondérer les actions sur-évaluées (actions qui cotent au-dessus de leur valeur intrinsèque) et de sous-pondérer les actions sous-évaluées. Quand les actions tendent vers leur valeur intrinsèque, ces indices génèrent une 'entrave à la performance'; l'indice est sur-pondéré en actions qui chutent vers leur valeur intrinsèque et sous-pondéré en actions qui progressent vers leur valeur théorique.

Tout ceci implique que les investisseurs passifs participent au développement de l'irrationalité des prix et aux bulles spéculatives. (Figure 1)

Pour les investisseurs qui ne sont pas convaincus des avantages de la gestion active ou qui sont incapables de trouver avec certitude un gestionnaire actif capable de générer de l'alpha, le 'fundamental indexing' est une approche qui compense les principaux désavantages d'un indice traditionnel.

Qu'est ce que le 'Fundamental indexing'?

A la place de la capitalisation boursière, d'autres indicateurs ou fondamentaux sont utilisés dans la composition d'un indice fondamental. Les facteurs retenus pour la construction d'un tel indice doivent être une mesure objective de la taille de la société. Partant de là, les erreurs deviennent aléatoires et indépendantes du prix du marché, supprimant l' 'entrave à la performance'. Les facteurs utilisés peuvent être par exemple: le chiffre d'affaire, l'excédent brut d'exploitation, la valeur comptable, les dividendes, les dépenses d'investissement, le cash flow libre, le nombre de personnes employées, etc..

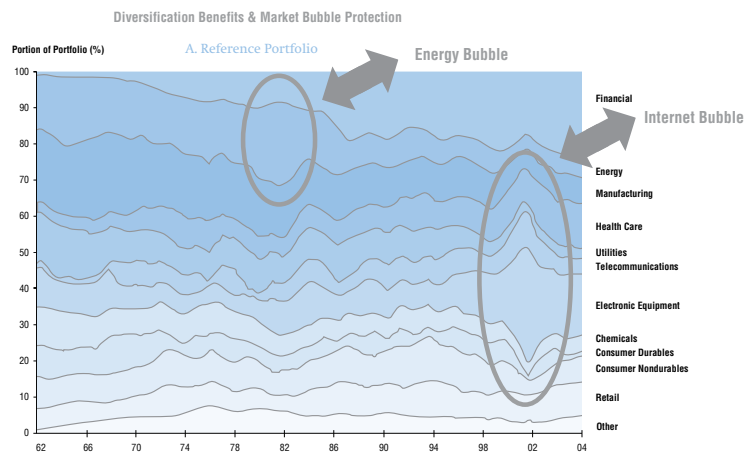


Figure 1: Market capitalisation-weighted allocation leads to participation in bubbles.

CapitalatWork étudie l'univers européen.

CapitalatWork a étudié la possibilité de créer un indice stable basé sur une méthode de calcul solide, qui garderait les avantages de la gestion passive tout en éliminant l'effet prix/capitalisation boursière (Figure 2). De plus, un tel indice performe mieux que les inefficients indices traditionnels. Autrement dit: le rendement supérieur n'est pas généré par un risque plus élevé (volatilité) ou le rendement par unité de risque est plus élevé.

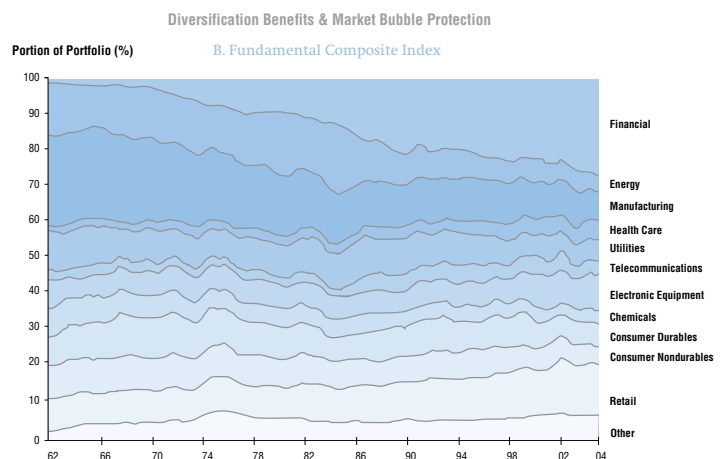


Figure 2: Fundamental weighting leads to more robust sector allocation

Notre approche

1. Caractéristiques de l'indice fondamental

Etant donné que nous voulons préserver les avantages d'un indice passif, il est important de sélectionner le bon univers. Les avantages que nous souhaitons garder sont:

- Diversification: tous les secteurs doivent être représentés.
- Large participation au marché: l'indice doit être représentatif comparé aux indices larges.
- Liquidité: la présence d'un marché profond, liquide pour chaque action de l'indice.
- Volumes de transaction faibles: une allocation stable et solide garantissent des volumes de transaction et des coûts faibles.

De plus, l'indice devrait générer des rendements supérieurs avec un risque plus faible et devrait éviter de participer aux bulles spéculatives et aux tendances temporaires.

2. Sélectionner l'univers

Nous avons choisi le Dow Jones Eurostoxx Index pour sa représentativité et sa liquidité. Il contient environ 320 actions.

3. Choisir les facteurs fondamentaux

Nous avons étudié 8 facteurs fondamentaux. Pour chaque facteur, nous avons calculé un indice mondial depuis l'entrée en vigueur de l'euro. Notre analyse nous a fait remarqué l'importance des 'Free Cash Flows'. Cet indicateur joue également un rôle important dans la gestion active de CapitalatWork. Ensuite, nous avons étudié quels autres facteurs pouvaient apporter une contribution positive aux rendements et à la volatilité. Nous avons sélectionné

4 facteurs: le chiffre d'affaire, le bénéfice d'exploitation, le free cash flow et les dividendes. Ces facteurs représentent les points importants du cheminement des cash flows en partant du sommet du compte de résultat pour arriver au paiement final à l'actionnaire. Additionner d'autres facteurs n'ajoute pas d'informations supplémentaires (et donc pas de rendements supplémentaires) et ne fait qu'introduire plus de risques dans le processus.

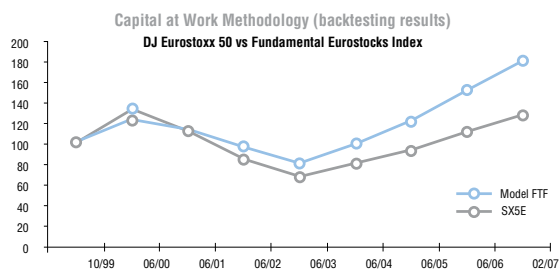
4. Processus de classification

Nos analystes extraient, adaptent et standardisent les données provenant de plusieurs sources. Ensuite un indice est calculé pour chaque facteur. De ces 4 indices, un indice composite mondial est calculé. Les cents plus grandes sociétés par leurs fondamentaux de l'indice composite sont conservées pour former l'indice fondamental et sont pondérées en fonction de leur score.

Dans le but d'éviter de fortes fluctuations dans la composition de l'indice d'une année à l'autre, et pour étouffer les phénomènes extraordinaires, une moyenne des trois dernières années est utilisée dans le processus d'attribution des poids.

5. Repondération

Le fonds est repondéré une fois par an au mois de juillet. Ceci garantit de faibles frais de transaction. La plupart des sociétés (92%) publient leurs résultats le 31 décembre, ce qui correspond à une année calendrier. Les sociétés ont entre 3 et 6 mois (dépendant de la législation en vigueur) pour publier leurs résultats. Nous capturons dès lors un maximum de nouvelles informations. L'utilisation de données semi-annuelles ne donnant pas de meilleurs résultats (probablement dû à la moins bonne qualité des données), nous avons utilisé des données annuelles.



Résultats

Les résultats de notre analyse confirment ceux obtenus aux Etats Unis. Le 'Fundamental Eurostocks Index' a sur-performé le DJ Eurostoxx 50 d'environ 4,57% par an sur les 7 dernières

années. Il faut noter que cette 'sur-performance' a été réalisée avec une moindre volatilité (Information ratio de 0,72).

Le 'Fundamental Eurostocks Index' a sous-performé le DJ Eurostoxx 50 une année seulement, en 2000, car le fonds n'a pas participé à la bulle internet. Moins d'un an plus tard, le terrain perdu était plus que rattrapé. (Figure 3)

Conclusion

Le 'Fundamental Indexing' est une alternative valable pour la gestion indicielle passive. Les déficiences structurelles de l'indexation classique sont surpassées, et l'aspect discrétionnaire du management actif a été substitué en faveur d'un système rigoureux d'investissement qui est exclusivement dirigé par des facteurs fondamentaux.



Ludwig Caluwé, Institutional Business Development Manager

16 années d'expérience
Licencié en Economie financière

Ludwig Caluwé a débuté sa carrière en 1991 comme trader en obligations et produits dérivés, et comme gestionnaire d'un portefeuille bancaire. Il a également été CEO pour les opérations Belgo-luxembourgeoises d'un grand investisseur institutionnel. Avant de rejoindre CapitalatWork en début d'année, il a également été responsable des activités de gestion pour une société de consultation dans laquelle il était partenaire.

ArcelorMittal | il s'agit sans doute d'une des histoires industrielles les plus passionnantes dans le secteur de l'acier

L'intérêt de CapitalatWork pour le secteur de l'acier en général, et ArcelorMittal en particulier, ne date pas d'hier. Déjà investis en 2005 dans le leader européen Arcelor, nos portefeuilles ont pu tirer pleinement profit de l'offre de Mittal Steel et de la joute épique qui opposa la direction des deux groupes.

Plus d'un an s'est écoulé depuis que Mittal Steel et Arcelor ont trouvé un accord définitif et amical sur les termes de la fusion. L'heure du bilan a sonné. Nous nous proposons dans cet article de faire le point sur la stratégie du nouveau groupe ArcelorMittal et d'expliquer les raisons qui justifient notre confiance dans le nouveau géant mondial de l'acier.

Pour commencer, il est indéniable que la famille Mittal s'est montrée beaucoup plus professionnelle et bien meilleur stratège que ce que de nombreux observateurs européens pressentaient. Sur les douze derniers mois, le cours de l'action a plus que doublé, reflétant la confiance accrue des marchés financiers dans un management qui jusqu'à présent a réalisé un parcours sans faute, tant au niveau de ses décisions stratégiques que de sa communication financière à l'égard des investisseurs.

ArcelorMittal est le leader incontesté du secteur avec une part de marché de l'ordre de 10% de la production mondiale d'acier. Présent dans plus de 60 pays, et producteur de tous les types d'acier utilisés dans la construction, l'automobile, les appareils électroménagers, ou encore dans le packaging, ArcelorMittal est le véritable consolidateur d'un secteur encore trop souvent fragmenté. Il s'agit d'une tendance de fond dans un secteur qui doit faire face au rapprochement entre ses principaux clients (dans l'automobile notamment), à la volatilité des prix de matières premières (minerai de fer) et la hausse des coûts de l'énergie. La consolidation s'accompagne d'une plus grande discipline en terme de production et à une baisse progressive de la volatilité des prix des aciers et des bénéfices des producteurs. C'est un changement fondamental par rapport à la situation qui prévalait il y a quelques années: les principaux producteurs d'acier ont pour priorité la création de valeur pour les actionnaires, et non la course à la production et aux parts de marché. ArcelorMittal personnalise parfaitement cette recherche de la rentabilité au travers des cycles économiques: alors que l'économie des États-Unis entamait son ralentissement dans le second semestre 2006, le leader mondial de l'acier annonçait des réductions de sa production pour éviter un gonflement des stocks face au ralentissement de la demande. Suivie par les principaux producteurs américains, cette initiative a permis au marché de l'acier de se stabiliser aux États-Unis, sans forte correction des prix! La forte génération de cash flow libre (cash flow après investissements) au 1er trimestre a rassuré les investisseurs et prouvé que le secteur de l'acier pouvait être considéré comme une vache à lait, du moins chez les groupes qui jouissent d'une forte discipline financière et d'une vision industrielle pertinente.

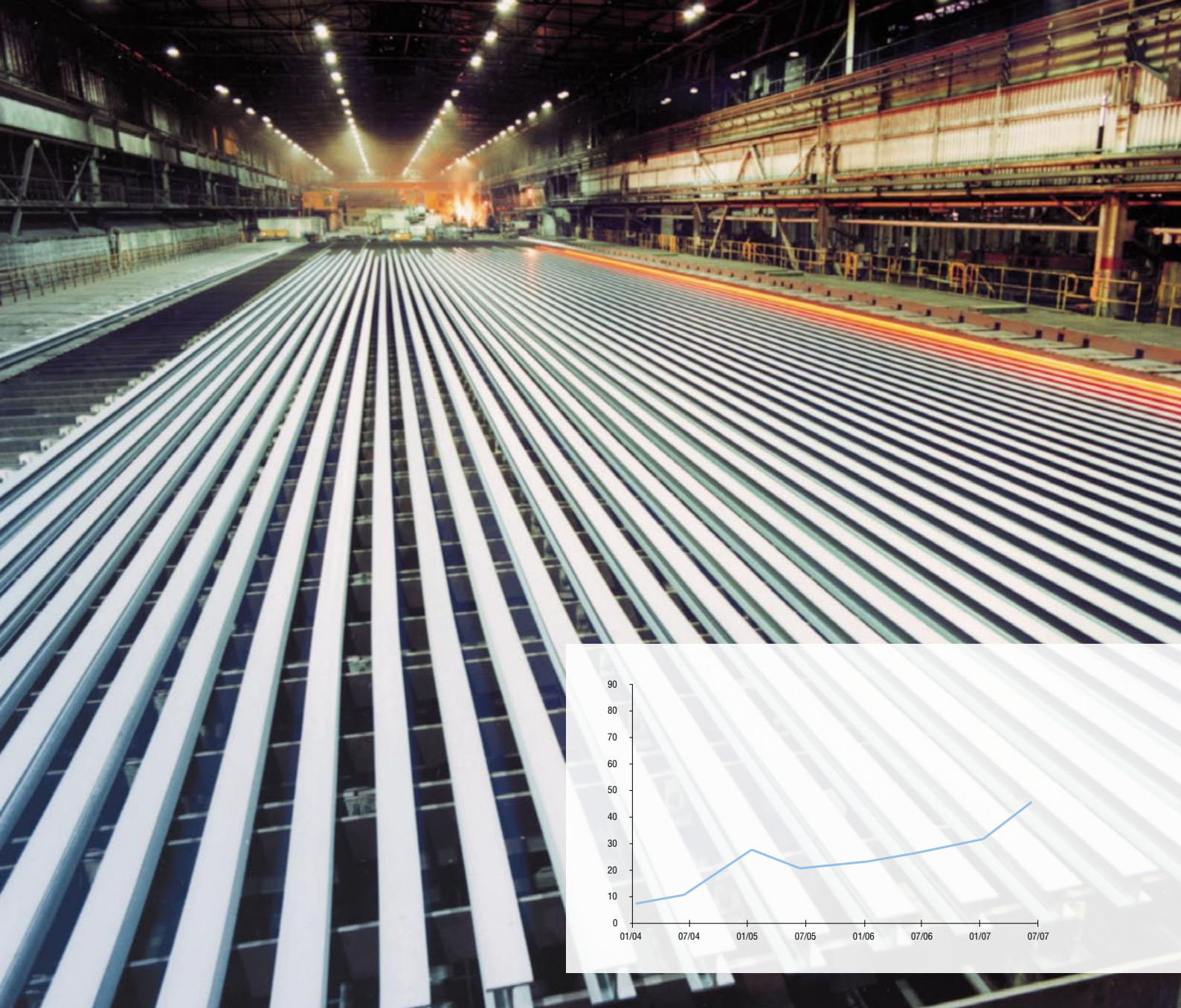
L'intégration industrielle d'Arcelor s'est déroulée en avance sur les plans. Les synergies de USD 1,6 milliards annoncées lors de la

fusion, seront selon toute vraisemblance supérieures aux attentes du management. Le groupe a comme priorité de renforcer son intégration verticale créatrice de valeur. En amont, il s'agit d'accroître les réserves de minerai de fer du groupe qui vise un taux de couverture de ses besoins de 75%, un avantage stratégique majeur par rapport à de nombreux concurrents dans un environnement de pénurie des matières premières. Dans l'aval, il s'agit de développer le réseau de distribution propre qui devra écouler 65% à 70% de la production d'ici 2008. Les activités de trading/distribution permettent à ArcelorMittal de mieux cerner les tendances de marché, de mieux piloter sa production en fonction des stocks et de l'évolution de la demande par catégorie de produit. Le management insiste sur le leadership d'ArcelorMittal en terme de coûts de production, parmi les plus bas du secteur, le développement des produits à forte valeur ajoutée (60% de la production) ainsi que sur sa forte diversification géographique et son exposition à la croissance des pays émergents qui permettent de lisser la volatilité des résultats.

Les résultats du 1er trimestre 2007 sont très encourageants et confirment la pertinence de la stratégie d'ArcelorMittal. Comparé au 1er trimestre 2006, l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) enregistré par le groupe est en hausse de 32% , en données pro forma. Faut-il rappeler que les premiers mois de l'année étaient attendus très difficiles avec des prix spot en baisse aux États-Unis sous l'effet d'un affaiblissement de la demande, et d'une poursuite des exportations d'aciers chinois aux quatre coins du monde. La génération de cash flow libre fut impressionnante, atteignant USD 1,814 milliards.

Il est indéniable que la famille Mittal s'est montrée beaucoup plus professionnelle et bien meilleur stratège que ce que de nombreux observateurs européens pressentaient

Lors de la présentation des résultats et notre dernière réunion avec Lakshmi Mittal, CEO, l'environnement du secteur de l'acier fut dépeint comme très robuste, et bien meilleur qu'attendu par les investisseurs il y a quelques mois. Les craintes liées aux exportations d'aciers en provenance de Chine se sont estompées, alors que les autorités chinoises ont affirmé leur volonté de restructurer le secteur domestique: les usines obsolettes et polluantes doivent fermer pour favoriser les acteurs locaux les plus performants. Contrainte d'importer le fer dont elle a besoin pour sa propre production d'acier, la Chine semble avoir compris qu'elle ne jouit pas d'avantages compétitifs déterminants dans ce secteur. En outre, elle désire que sa production soit réorientée vers la demande domestique tirée par les énormes besoins en infrastructures. Les autorités chinoises ont ainsi décidé d'imposer des licences d'exportation et de réduire les incitants fiscaux à l'export pour plusieurs catégories d'acier. Évidemment, on ne peut nier que le niveau record des prix du fret maritime joue un rôle non négligeable dans l'atténuation des pressions chinoises sur les marchés internationaux de l'acier.



Alors qu'aux États-Unis, ArcelorMittal note que les stocks sont revenus à des niveaux plus en ligne avec la demande affaiblie, grâce à la bonne discipline sectorielle - les prix spot sont attendus en hausse dans les prochains mois - l'Europe connaît une demande solide d'aciers plats et longs au carbone. Malgré un haut niveau de la production, l'équilibre offre/demande est maintenu.

Nous pensons que le dossier ArcelorMittal continue d'offrir un excellent thème d'investissement, grâce à sa forte génération de cash flow libre, son histoire réussie d'intégration/restructuration (Arcelor, Dofasco, Sicarta), sa stratégie pertinente d'intégration verticale et son mix géographique attrayant. Il s'agit sans doute d'une des histoires industrielles les plus pas-

sionnantes, tant dans le secteur de l'acier qu'au sens large. La valorisation actuelle n'intègre pas les changements structurels dont bénéficient le secteur de l'acier en général et ArcelorMittal en particulier. Nous pensons qu'elle devrait bénéficier d'un re-rating important de la part des investisseurs, tout comme celui dont les producteurs de matériaux de construction (ciment) ont bénéficié ces dernières années, grâce à la consolidation et au pricing power renforcé.

Dominique Marchese
Co-head Asset Management Department



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

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

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

La Belgique devient un pays d'établissement optimal pour les fonds de pension et les structures d'asset pooling

Création, pour les fonds de pension, d'un nouveau véhicule juridique fiscalement neutre, l'OFP – Organisme de Financement de Pensions – et mise en place d'un nouveau cadre fiscal et juridique pour les fonds d'investissement réservés aux investisseurs institutionnels.



A partir de 2007, la Belgique applique un nouveau régime fiscal aux IRP (Institutions de retraite professionnelle), ayant adopté le statut d'OFP (nouvelle forme juridique des fonds de pension belges).

Par l'adoption de cette nouvelle réglementation, l'Etat belge s'est donné pour objectif de favoriser le développement économique du secteur en Belgique en positionnant la Belgique comme lieu d'expertise en matière de fonds de pension. En outre, en plus d'un régime fiscal attractif, la Belgique a transposé la directive européenne du 3 juin 2003 (2003/41/EC) et a mis en place un cadre juridique et réglementaire permettant aux fonds de pensions d'exercer des activités transfrontalières sous la surveillance des autorités prudentielles du secteur.

Le gouvernement belge a également profité de cette occasion pour présenter un projet d'arrêté fixant un nouveau cadre fiscalement avantageux et juridiquement flexible pour les fonds d'investissement institutionnels, lesquels (dôtés ou non d'une personnalité juridique) pourront être aisément utilisés comme des véhicules d'asset pooling.

La directive sur les fonds de pension

La directive du 3 juin 2003 sur les fonds de pension a été promulguée afin de créer un cadre communautaire cohérent permettant aux fonds de pension européens de profiter pleinement du marché intérieur. Les motivations étaient nombreuses, allant de l'optimisation des conditions dans lesquelles les fonds opèrent, à la protection des affiliés et des bénéficiaires des plans de pension, en passant par l'augmentation des retours sur investissements.

Car il va sans dire que, dans un contexte de pression croissante sur les systèmes de sécurité sociale, les fonds de pension sont amenés à jouer un rôle complémentaire de plus en plus important. Actuellement, les fonds de pension représentent quelque 3.200 milliards d'euros sur l'ensemble de l'Union Européenne, une somme qui devrait doubler au cours des cinq prochaines années. La législation en question est donc destinée à créer un marché intérieur des plans de retraite professionnelle en simplifiant leur activité transfrontalière, tout en s'appuyant sur des objectifs d'intégration, d'efficacité et de liquidité.

L'application belge

La directive sur les fonds de pension a été transposée en droit belge par la loi du 27 octobre 2006 relative au contrôle des Institutions de retraite professionnelle (publiée dans le Moniteur Belge du 10 novembre 2006 et complétée par l'Arrêté Royal du 12 janvier 2007, publié dans le Moniteur Belge du 23 janvier 2007, err. 20 février 2007).

La loi belge s'avère plus souple que la plupart des transpositions effectuées par les autres Etats membres et assure aux institutions de retraite professionnelle un cadre réglementaire complet et approprié pour mener leurs activités.

En soi, la Belgique a créé un nouveau véhicule juridique, appelé 'OFP' (Organisme de Financement de Pensions), doté de ses propres organes sociaux (une assemblée générale et un conseil d'administration, lesquels assurent une gestion professionnelle de l'OFP).

Ces nouvelles institutions sont soumises à l'agrément de la Commission bancaire, financière et des Assurances (CBFA), qui assume des responsabilités prudentielles dans le cadre de la nouvelle réglementation. Moyennant notification à la CBFA et le respect de certaines conditions (notamment des obligations relatives à la couverture des provisions techniques pour les plans de retraite concernés), un OFP peut valablement s'engager dans des activités transfrontalières (dans et hors l'Espace économique européen).

Placements admis pour les OFP

Des règles en matière de politique d'investissement sont d'application, de manière à préserver la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité du portefeuille dans son ensemble et d'assurer sa diversification.

Le régime mis en place en matière de politique d'investissement se veut donc essentiellement qualitatif, les OFP n'étant soumis dans ce cadre qu'à deux restrictions de nature quantitative, à savoir: les placements en instruments émis par une société liée ne peuvent pas dépasser 5% de l'ensemble du portefeuille et, lorsque la société liée fait partie d'un groupe, les placements en instruments financiers émis par des sociétés liées appartenant au même groupe ne peuvent pas dépasser 10% du portefeuille.

Au regard de ces objectifs de qualité, les OFP peuvent faire des placements en instruments financiers (actions, obligations, etc.), prêts assortis de garanties suffisantes, immobilier, certificats immobiliers, etc. Les placements en instruments dérivés sont également autorisés sous certaines conditions.

Neutralité fiscale dans le chef des OFP

Dans la foulée de cette réorganisation du cadre réglementaire, le législateur a également mis en place un régime fiscal spécifique aux OFP en vue de leur assurer, dans une très large mesure, la neutralité fiscale.

Taxation des OFP

En matière d'impôt sur les revenus, les OFP sont traités de la même manière que les SICAV belges. Ils ne sont dès lors soumis à l'impôt belge des sociétés que sur (i) les avantages anormaux ou bénévoles reçus (par ex. lorsqu'un employeur aide gratuitement à gérer l'institution) et (ii) les dépenses et charges non admises autres que les réductions de valeur et moins-values sur actions (par ex. frais de voiture, frais de restaurant). Par conséquent, les OFP n'auront pas (ou peu) de base d'imposition dans la pratique.

Taxation des placements belges

Les OFP ne paieront pas d'impôt sur les plus-values réalisées sur leurs placements. Ils pourront imputer, voire récupérer, le précompte mobilier (retenu à la source) sur les revenus de source belge.

Taxation des placements en dehors de la Belgique

La taxation des placements en titres étrangers suit un schéma analogue. La seule charge fiscale directe sera la retenue étran-

gère. Mais, dans la mesure où les OFP ont accès à un vaste réseau de conventions fiscales conclues par la Belgique, ils peuvent bénéficier de taux réduit de retenue à la source pour les revenus de nature mobilière (intérêts, dividendes, royalties) ainsi que de l'exonération, dans l'Etat de la source, des plus-values réalisées sur les instruments financiers (ces plus-values étant par ailleurs non imposées en Belgique).

Par exemple, le nouveau traité conclu entre la Belgique et les Etats-Unis (qui entrera en principe en vigueur le 1er janvier 2008) stipule expressément que les dividendes de source américaine distribués à des fonds de pension belges ne seront pas imposés aux Etats-Unis. Abstraction faite d'un nombre limité d'exceptions, le traité prévoit aussi une exonération pour les intérêts de source américaine payés à des résidents belges (y compris des fonds de pension belges).

Neutralité TVA largement assurée

Depuis le 1er janvier 2007, la gestion d'OFP est totalement exonérée de TVA en Belgique, ce qui réduit considérablement le coût TVA pour ce type de véhicule au cas où la gestion serait confiée à des tiers.

Au vu de la jurisprudence européenne (en particulier la décision de la CJE dans l'affaire Abbey National, C-169/04), ces services de gestion couvrent essentiellement la gestion intellectuelle du fonds de pension (par ex. établissement de la politique d'investissement) et sa gestion administrative (par ex. tenue des archives, services juridiques et services comptables de gestion du fonds, etc.) « s'ils forment un ensemble distinct, apprécié de façon globale et sont spécifiques et essentiels pour la gestion ». Ceci implique que de simples apports matériels ou techniques et de simples services de dépôt / surveillance n'entreront en principe pas en ligne de compte pour l'exonération de TVA.

Suppression de la taxe compensatoire des droits de succession

Dans l'ancien système, les fonds de pension payaient un impôt annuel au lieu de droits de succession, lequel s'élevait à 0,17% de leurs actifs nets. Les OFP sont désormais expressément exemptés de cette taxe spécifique.

Inapplication de la taxe annuelle sur les organismes de placement collectif

Les OFP ne sont pas assujettis à l'impôt annuel sur les organismes de placement collectif (0,08% depuis le 01-01-2007) calculé sur les montants nets placés en Belgique au 31 décembre de l'année précédente.

Exonération de la taxe sur les opérations de bourse

De plus, les OFP sont exonérés de la taxe sur les opérations de bourse.

Fonds institutionnels de placement

Comme mentionné dans l'introduction, la Belgique a également saisi cette occasion pour rédiger un projet réglementaire fixant un nouveau cadre juridique et fiscal pour les fonds d'investissement institutionnels dotés de la personnalité juridique ou non.

D'un point de vue légal et réglementaire, le nouveau cadre sera nettement plus flexible que le régime applicable aux fonds d'investissement publics. D'un point de vue fiscal, par rapport aux fonds publics de placement, ces fonds auront comme principal avantage d'être uniquement soumis à un impôt de 0,01% sur leurs actifs nets (au lieu de 0,08% pour les fonds publics de placement).

Quant aux fonds d'investissement institutionnels de type SICAV, leur régime d'imposition directe reflétera en général celui des SICAV publiques, ce qui veut dire que, nonobstant leur assiette imposable considérablement réduite, ils pourront prétendre aux avantages des conventions préventives de la double imposition.

Contrairement au régime des OFP, qui est déjà pleinement opérationnel, la réglementation sur les fonds d'investissement institutionnels n'a pas encore été publiée officiellement au Moniteur Belge. Vu l'accord qui a été conclu à ce sujet au Conseil des ministres, on peut s'attendre à ce que la législation en question soit publiée dans un avenir proche.



Stijn Vanoppen & Patrick Van Haudt



Stijn Vanoppen, *Senior Tax Manager, PricewaterhouseCoopers*

Stijn Vanoppen est Senior Corporate Tax Manager dans le département Financial Services dirigé par Olivier Hermand (Associé, FS Country Leader). Stijn Vanoppen a mis ses compétences en matière de droit fiscal national, international et européen au service de plusieurs acteurs (inter)nationaux du secteur des banques, des assurances et de la gestion de fortune. Il est chargé du cours sur les instruments financiers et les entités hybrides au European Tax College (KULeuven et Tilburg University) et donnera le cours sur les traités sur la double imposition à la Fiscale Hogeschool de Bruxelles.



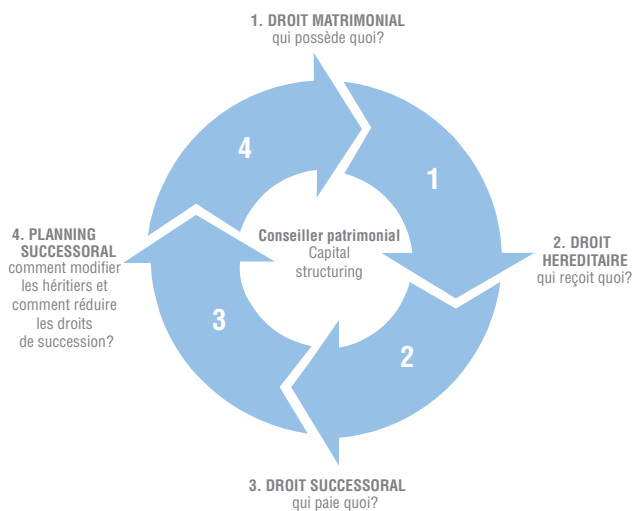
Patrick Van Haudt, *Director Tax Services, PricewaterhouseCoopers*

Patrick Van Haudt est Director au sein du département Corporate Tax de PricewaterhouseCoopers. A ce titre, Patrick Van Haudt est responsable de la gestion quotidienne de dossiers fiscaux de sociétés: support transactionnel, questions de conformité et conseils opérationnels. Il assiste également les sociétés dans la détermination et la mise en place des fonctions fiscales adéquates à leurs activités. Compte tenu de ses responsabilités internes en matière de risque et de qualité, Patrick a développé des compétences spécifiques en matière de gestion des risques fiscaux.

Planning successoral: back to basics !

« A qui reviendra ma fortune et comment puis-je avoir mon mot à dire à ce propos ? Combien de droits de succession faudra-t-il payer, et comment les éviter ? » Toute personne qui, à force de travail et d'épargne, a réussi à se constituer un certain patrimoine se pose tôt ou tard ces questions.

Pour y apporter une réponse, il faut examiner la corrélation entre le droit matrimonial, le droit héréditaire et les droits de succession. Tel est l'objectif de ce court article : dresser un plan de l'organisation juridique du patrimoine.



Un bon planning successoral s'appuie sur le droit matrimonial, souvent formalisé dans un contrat de mariage qui a habituellement disparu au fond du coffre depuis la date du mariage. Le droit matrimonial établit les droits de propriété respectifs des deux partenaires (qui possède quoi?).

Par conséquent, le droit matrimonial a un impact décisif sur le droit héréditaire et donc sur l'héritage (qui hérite de quoi ?) du partenaire prédécédé. Enfin, les articles de loi du droit successoral régissent l'ordre de grandeur de la taxation finale (qui paie quoi ?).

L'expert en planning patrimonial conseille le client fortuné en passant en revue chacun de ces sous-domaines, en faisant l'inventaire du patrimoine, en détectant les problèmes et les besoins, en les évaluant et en élaborant si nécessaire une structuration du patrimoine sur mesure pour la famille.

1. Droit matrimonial – qui possède quoi ?

Les (futurs) époux disposent du libre choix du régime matrimonial et peuvent choisir de fixer celui-ci dans un contrat de mariage. Dans un tel contrat, on définit soi-même ce qui fait partie du patrimoine personnel et du patrimoine commun, et on détermine la liberté de mouvement et de disposition de chaque conjoint.

Si l'on ne fait pas usage de la liberté de choix susmentionnée, le régime matrimonial est alors régi par la loi et nous parlons du régime légal ou régime de séparation de biens avec communauté des acquêts.

Ce régime se compose du patrimoine personnel de chaque conjoint et du patrimoine commun. A noter que, dans ce régime, un compte, même s'il est inscrit au nom d'un seul conjoint, est fiscalement et juridiquement réputé commun.

Une variante particulière de ce régime est le contrat avec clause de survie, parfois appelé « tout au survivant », où, en cas de décès d'un des conjoints, l'ensemble du patrimoine commun appartient au conjoint survivant, et ce en pleine propriété.

Un régime qui n'est plus appliqué que rarement parce qu'il est lourd de conséquences est le régime de la communauté universelle. Ce régime signifie que les futurs époux mettent tous leurs biens présents et futurs en commun.

Hormis certaines exceptions spécifiques, tous les revenus professionnels, donations et héritages sont communs. Sous l'effet de ce régime, le partenaire le moins nanti peut devenir riche, voilà pourquoi on surnomme parfois ce régime « le contrat du grand amour ».

Dans les cas où l'on souhaite protéger un patrimoine familial contre la future belle-famille ou le mettre à l'abri d'éventuels créanciers du partenaire, on optera de préférence pour un contrat de séparation de biens pure et simple.

Dans ce régime, il n'existe pas de patrimoine commun. Un compte/portefeuille de titres au nom d'un des conjoints est réputé faire partie du patrimoine personnel de ce conjoint.

Il est encore possible d'adapter chacun des régimes susmentionnés en fonction de la situation de la famille, notamment avec l'aide de clauses de compensation, de préciputs et d'institutions contractuelles d'héritier, etcetera.

Nous nous limiterons provisoirement aux grandes lignes dans ce chapitre, et reviendrons plus en détail sur cette matière dans nos prochaines publications.

2. Droit héréditaire – qui reçoit quoi ?

Lorsque quelqu'un vient à décéder, les biens qu'il/elle possédait continuent d'exister. Le droit héréditaire répond à la question de la transmission de la propriété de ces biens, autrement dit «qui hérite de quoi ?».

En règle générale, nous pouvons dire que c'est l'héritier le plus proche qui hérite, et ce à parts égales s'il y a plusieurs héritiers. Dans certaines limites fixées par la loi, il est possible d'amender cette succession légale au moyen de testaments, donations et contrats de mariage.

La façon dont l'héritage est partagé dépend au demeurant dans une large mesure du contrat de mariage. La mesure dans laquelle les biens des deux conjoints font partie du patrimoine personnel de chacun ou du patrimoine commun détermine l'ampleur de l'héritage qui revient au conjoint survivant.

Si les époux étaient mariés sous le régime de la séparation de biens, l'héritage se résume au patrimoine personnel du conjoint prédécédé. Si, en revanche, il y a un patrimoine commun, il est partagé à parts égales entre les conjoints, sauf conventions contraires dans le contrat de mariage (par ex. tout au conjoint survivant).

Plus le patrimoine commun est grand, plus donc est grande la part d'héritage du conjoint survivant.

Si le couple a par-dessus le marché des enfants, le droit héréditaire du conjoint survivant est limité à l'usufruit, et ce tant pour ce qui est du patrimoine personnel du défunt que du patrimoine commun.

S'il n'y a pas de descendants mais bien des collatéraux ou des ascendants, le conjoint survivant a droit à l'entière du patrimoine commun en pleine propriété, et à l'usufruit sur le patrimoine personnel du défunt.

Si le prémourant ne laisse aucun des héritiers susmentionnés, le conjoint survivant hérite de la totalité de l'héritage (patrimoine commun et patrimoine personnel du défunt) en pleine propriété.

Plus tard, nous approfondirons aussi volontiers ce chapitre.

3. Droit successoral – qui paie quoi ?

Une fois que le notaire a procédé à l'exercice du droit héréditaire susmentionné en partant du droit matrimonial, la même répartition est appliquée pour calculer l'imposition effective de la succession.

En d'autres termes, si les époux étaient mariés sous le régime de la séparation de biens, les droits de succession sont uniquement applicables sur le patrimoine personnel du conjoint prédécédé. S'il y avait communauté de biens, la base imposable est composée du patrimoine personnel du défunt et de 50% du patrimoine commun.

Le taux applicable est fonction du dernier domicile du défunt. Nous connaissons en effet des taux différents dans les trois Régions (Voir les tables sur p. 17). La seule similitude entre

les Régions est que les droits de succession sont les plus bas pour les parents les plus proches du défunt, et augmentent à mesure que le degré de parenté est plus lointain et le montant de l'héritage plus important.

4. Planning successoral – comment pouvons-nous réduire les droits de succession ?

Le planning successoral est devenu un concept très en vogue, mais nous tenons à signaler qu'il ne se limite pas – loin s'en faut ! - à éviter les droits de succession. Un bon expert en planning successoral - ou, mieux encore, en planning patrimonial - guide son client fortuné grâce à une expertise juridico-fiscale, de manière à ce que celui-ci puisse réaliser ses objectifs à court et long terme d'une manière optimale sur le plan fiscal.

L'expert en planning patrimonial évalue les différents éléments constitutifs de la fortune (immobilier, mobilier, parts d'une entreprise familiale, société de patrimoine, art, etc.) et s'efforce de trouver le parfait équilibre entre les souhaits familiaux, financiers, émotionnels et fiscaux du particulier fortuné.

Notre législation actuelle prévoit diverses techniques fiscalement avantageuses pour réduire la pression successorale. Si l'on veut faire des économies sur les droits de succession, on a intérêt à veiller à ce qu'au moment du décès, le patrimoine soit déjà partiellement au nom du partenaire ou de la/des génération(s) suivante(s).

De plus, un spécialiste du planning patrimonial expérimenté est capable d'intégrer quelques « airbags » dans le système, de manière à vous garantir un haut degré de tranquillité d'esprit. Nous songeons ici à un mix parfait entre économie sur les droits de succession, d'une part, et maintien du contrôle et des revenus dans le chef du donateur/preneur d'initiative, d'autre part.

Dans le cadre d'un tel planning successoral (donation, legs...) ou pour toute autre forme de disposition, il est primordial que l'expert en planning patrimonial se réfère au droit matrimonial pour connaître exactement le propriétaire des biens en question. Seul le propriétaire peut en effet effectuer valablement une donation ou toute autre disposition.

La possibilité de cession patrimoniale aisée et peu coûteuse en Belgique, combinée à l'absence d'impôt sur la fortune, fait que notre pays est devenu un pôle d'attraction fiscal pour les étrangers fortunés. Dans cette optique, nous pouvons dire sans risque de nous tromper que la Belgique est un paradis fiscal pour les résidents peu dépendants de revenus professionnels (lourdement taxés), en d'autres termes les rentiers.

L'équipe Capital Structuring de CapitalatWork peut vous aider et vous conseiller en la matière.

Pour plus d'information: www.capitalatwork.com

Vincent Lambrecht

1. La Flandre

Tranches d'imposition	Entre époux – cohabitants (en ligne directe) *	
0,01 – 50.000	3 %	
50.000 – 250.000	9 %	
> 250.000	27 %	
Inheritance parts in €	Entre frères et soeurs**	Entre toutes autres personnes***
0,01 – 75.000	30 %	45 %
75.000 – 125.000	55 %	55 %
> 125.000	65 %	65 %

2. Bruxelles

Tranches d'imposition	Entre époux – cohabitants (en ligne directe)
0,01 – 50.000	3%
50.000 – 100.000	8%
100.000 – 175.000	9%
175.000 – 250.000	18%
250.000 – 500.000	24%
> 500.000	30%

Tranches d'imposition	Entre frères et soeurs
0,01 – 12.500	20%
12.500 – 25.000	25%
25.000 – 50.000	30%
50.000 – 100.000	40%
100.000 – 175.000	55%
175.000 – 250.000	60%
> 250.000	65%

Tranches d'imposition	Entre oncles ou tantes et neveux ou nièces
0,01 – 50.000	35%
50.000 – 100.000	50%
100.000 – 175.000	60%
> 175.000	70%

Tranches d'imposition	Entre toutes autres personnes
0,01 – 50.000	40%
50.000 – 75.000	55%
75.000 – 175.000	65%
> 175.000	80%

3. La Wallonie

Tranches d'imposition	Entre époux – cohabitants (en ligne directe)
0,01 – 12.500,00	3%
12.500,01 – 25.000,00	4%
25.000,01 – 50.000,00	5%
50.000,01 – 100.000,00	5%
100.000,01 – 150.000,00	10%
150.000,01 – 200.000,00	14%
200.000,01 – 250.000,00	18%
250.000,01 – 500.000,00	24%
> 500.000,00	30%

Tranches d'imposition	Entre frères et soeurs
0,01 – 12.500,00	20%
12.500,01 – 25.000,00	25%
25.000,01 – 75.000,00	35%
75.000,01 – 175.000,00	50%
> 175.000,00	65%

Tranches d'imposition	Entre oncles ou tantes et neveux ou nièces
0,01 – 12.500,00	25%
12.500,01 – 25.000,00	30%
25.000,01 – 75.000,00	40%
75.000,01 – 175.000,00	55%
> 175.000,00	70%

Tranches d'imposition	Entre toutes autres personnes
0,01 – 12.500,00	30%
12.500,01 – 25.000,00	35%
25.000,01 – 75.000,00	60%
75.000,01 – 175.000,00	80%
> 175.000,00	90%

* ce tarif est appliqué par ayant droit sur la part nette dans les biens immeubles d'une part, et sur la part nette dans les biens meubles d'autre part.

** ce tarif s'applique à la tranche correspondante de la part nette de chacun des ayant droit.

*** tarif applicable à la tranche correspondante de la somme des parts nettes acquises par les ayant droit de ce groupe.



Vincent Lambrecht, Legal Advisor - Estate Planner

Licencié en droit
Sciences fiscales
Personal Financial Planner (ABB)

Vincent Lambrecht a commencé sa carrière en 1999 à la Banque Bruxelles Lambert sa en tant que directeur d'agence adjoint et account manager. Depuis 2002, Vincent Lambrecht conseille les particuliers fortunés dans le cadre de leur planning successoral et patrimonial pour leurs avoirs dans le monde entier. Vincent est également co-fondateur et professeur responsable de la formation en planning patrimonial et successoral chez Syntra West. En juin 2007 il rejoint CapitalatWork en fonction de Legal Advisor - Estate Planner.



Kaat Lauwers, Legal Advisor - Estate Planner

7 années d'expérience dans la planification successorale
Licenciée en droit - Licenciée en notariat

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

Your CapitalatWork



CapitalatWork continue de grandir !

Au cours du premier semestre, CapitalatWork a encore renforcé ses divers bureaux – et donc sa position sur le marché – en engageant plusieurs collaborateurs à haut potentiel.

Avec l'arrivée de Benoît de Hulsts, ancien directeur Rotschild, au poste de managing director Luxembourg, CapitalatWork se propose d'étendre encore sa position sur le marché luxembour-

geois. Benoît de Hulsts se consacrera donc, d'une part, à la politique courante du bureau. D'autre part, il entre dans le management du groupe. Le compliance team de notre groupe a lui aussi été renforcé. En sa qualité de chef de l'audit interne, Nicolas Drouhin contrôlera, avec le concours de l'équipe existante, toute la réglementation bancaire imposée par les instances officielles internationales et continuera de la développer au besoin.

Après avoir accompli un travail de courte durée à Lombard Odier, Jurgen Fransen nous revient, en tant que Directeur de la gestion à La Haye.

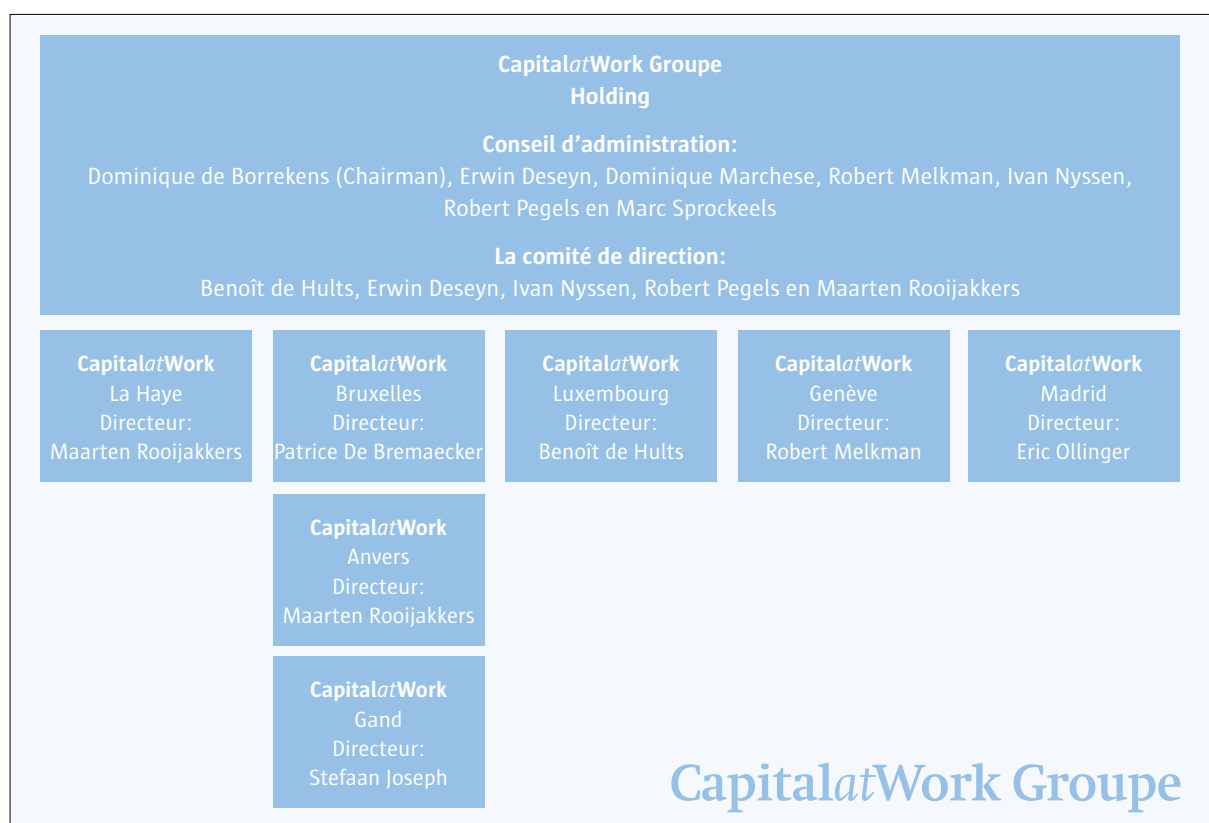
En sa qualité de senior portfolio manager, Stephane Timmermans a rejoint l'équipe de gestion du bureau d'Anvers pour développer encore la gestion de portefeuille.

Stefaan Joseph et Vincent Lambrecht, tous deux ex-collègues d'ING, ont décidé de rejoindre les rangs du bureau de Gand pour se concentrer sur la poursuite du développement de CapitalatWork dans les régions de Flandre-Orientale et Flandre-Occidentale.

Sébastien Van Passel, Bart Lacante, venant tous deux de BNP Paribas, et Pierre Bricart venant de RBC Dexia, nous ont rejoint afin de poursuivre le développement des activités commerciales en Belgique et à Luxembourg.

Nous souhaitons bonne chance à tous ces nouveaux collègues pour relever brillamment le nouveau défi qui les attend !

Si le développement de nos ressources humaines vous intéresse, consultez régulièrement notre site internet.



CapitalatWork Groupe

CapitalatWork compagnon de route pour la Fondation néerlandaise du rein

CapitalatWork lie son nom à une bonne oeuvre en sponsorisant le 6e rallye annuel d'ancêtres automobiles au profit de la Fondation néerlandaise du rein.



La Fondation néerlandaise du rein s'est fait connaître en se concentrant sur une seule mission : offrir un avenir meilleur aux personnes souffrant d'un dysfonctionnement rénal.

Le 6e rallye annuel a eu lieu le 23 juin 2007. Les éditions précédentes se déroulaient uniquement sur les routes des Pays-Bas, mais cette année, avec CapitalatWork comme sponsor principal, le rallye est devenu plus international. Le parcours de 200 km a ainsi fait voyager les participants de la province néerlandaise du Brabant au village belge de Kalmthout.

Quatre-vingts superbes voitures de collection – Alfa d'avant-guerre, Bentley, Lagonda et une Bugatti 1929, sans oublier une série de Jaguar XK et de types E, Austin Healey, Maserati, Lancia et Ferrari et bien d'autres oldtimers d'avant 1970 – sont parties du musée national néerlandais de l'automobile à Raamsdonksveer pour se rendre à midi à la base aérienne de Gilze Rijen.

Les premiers arrivés à Gilze ont eu le privilège d'assister au décollage d'un Spitfire de la Deuxième Guerre mondiale. Dans la base aérienne néerlandaise, évidemment fermée au grand public, un test de vitesse et d'agilité a ensuite été organisé. Après le repas de midi, les participants ont poursuivi le rallye en parcourant les splendides routes de campagne, malheureusement plutôt humides, des Pays-Bas et de Belgique. L'arrivée a eu lieu au domaine du 'Putse Moer', superbe propriété d'un des associés de CapitalatWork.

Au total, les fonds récoltés par les participants et les sponsors - en plus de la vente d'une montre généreusement offerte par Frederique Constant - se sont élevés à plus de 30.000 €.

La Fondation du rein mettra cet argent à disposition pour lancer un nouveau projet baptisé « Camp COOL », où de jeunes malades ayant entre 16 et 18 ans apprendront à surmonter le passage difficile du stade de l'enfance au stade adulte de leur traitement. Camp Cool leur donnera la possibilité de passer ce cap dans une ambiance décontractée.

Premier 'bike event' de CapitalatWork absolument à refaire

Tout a commencé, le 24 juin 2007, au petit matin d'un dimanche frisquet, par un temps légèrement couvert, au point de ralliement du Putse Moer.

Au départ, tout le monde a reçu une nouvelle tenue cycliste de CapitalatWork, que chacun a enfilée avec grand plaisir. Le ton était donné pour un événement de groupe sympa et sportif. Après la remise d'une série d'outils pratiques et un court briefing à propos des deux itinéraires à vélo, tout le monde s'est élancé avec bonne humeur et entrain à l'heure prévue. Même si deux parcours – de respectivement +/- 85 km et +/- 50 km – étaient prévus, la plupart des 'hommes' ne se sont pas dégonflés et ont bien sûr choisi le trajet le plus long.

Un camion-balai était prévu pour en cas où, mais n'a heureusement dû intervenir que deux fois (pneu crevé, quelques égratignures, ...). Une heure et demie après le départ, les premiers cyclistes arrivaient au compte-gouttes, contents de leur performance et impressionnés par la beauté de la nature et du cadre. Une heure et demie plus tard encore, les 'coureurs amateurs chevronnés' débarquaient en groupe, heureux et satisfaits... Après une douche bien méritée, certains d'entre eux ont même fait un saut dans la piscine, avant de savourer une bonne bière. Entre-temps, le reste de la famille les avait rejoints et tout le monde a profité d'un délicieux barbecue qui s'est prolongé jusque tard dans l'après-midi.



Grâce à la venue en masse de nos clients et amis sportifs ainsi qu'au superbe cadre du Putse Moer et à l'excellente organisation, nous avons passé une formidable journée CapitalatWork, familiale et sportive à souhait. A refaire absolument l'année prochaine, de l'avis de nombreux participants !!

