

COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIEWEEZEN

Toezicht op de financiële informatie
en de markten voor financiële instrumenten

Studies en documenten : nr. 7
Januari 1999

Transparantie met betrekking tot de effectenportefeuille

65 % van de onderzochte vennootschappen publiceren de samenstelling van hun effectenportefeuille

41 % van de onderzochte vennootschappen publiceren hun geschatte waarde of de geschatte waarde van hun effectenportefeuille in hun jaarverslag

48 % van de onderzochte vennootschappen publiceren hun actuele waarde of de actuele waarde van hun effectenportefeuille in hun halfjaarlijks communiqué

I. Inleiding

A. Onderwerp van de studie

In het kader van de vergelijkende studies die de Commissie voor het Bank- en Financiewezen publiceert, leek het interessant te onderzoeken hoe genoteerde vennootschappen hun effectenportefeuille voorstellen en toelichten in hun jaarverslag en hun periodieke rapportering.

Belangrijk om weten is dat in deze studie met “effectenportefeuille” alle aandelen en effecten worden bedoeld die een vennootschap of een groep bezit en die noch worden geconsolideerd, noch worden verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode.

B. Onderzochte groep

De studie heeft betrekking op de op 30 juni 1998 op de eerste markt genoteerde vennootschappen met een aanzienlijke effectenportefeuille.

Het significantieniveau van de effectenportefeuille werd vastgesteld op 10 % van het balanstotaal. Bijgevolg werden die vennootschappen in aanmerking genomen waarvan de post “Financiële vaste activa - Overige ondernemingen - Deelnemingen en aandelen” - op het geconsolideerde niveau - 10 % of meer van het balanstotaal vertegenwoordigde. Voor de vennootschappen die geen geconsolideerde jaarrekening openbaar maken, moet het geheel van de bij de financiële vaste activa geboekte deelnemingen en aandelen ten minste 10 % van het balanstotaal vertegenwoordigen.

C. Waarom de effectenportefeuille en deze onderzochte groep ?

Deze studie probeert de kwaliteit te beoordelen van de informatie die wordt gepubliceerd over de effectenportefeuille. Eerst moet natuurlijk die effectenportefeuille worden gedefinieerd.

Bij tal van genoteerde vennootschappen bestaan de financiële vaste activa uit, enerzijds, de deelnemingen in dochters en geassocieerde ondernemingen die worden geconsolideerd dan wel verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode, en, anderzijds, de deelnemingen of aandelen in ondernemingen die geen verbonden of geassocieerde ondernemingen zijn. Het zijn net de laatstgenoemde deelnemingen of aandelen die in deze studie worden onderzocht en worden geacht de effectenportefeuille te vormen.

Wat de verbonden en geassocieerde ondernemingen betreft, is het zo dat - door hun boekhoudkundige verwerking - hun waarde nauwkeuriger wordt bepaald, precies omdat ze worden geconsolideerd of verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode. Bovendien wordt in de toelichting hun naam vermeld, alsook het percentage van de deelneming die de groep in hen bezit. De consolidatie van de verbonden ondernemingen heeft tot gevolg dat - in de jaarrekening van de groep en in de toelichting daarbij - alle belangrijke informatie wordt vermeld omtrent hun boekhoudkundige en financiële evolutie (resultaten, voorzieningen, investeringen, verbintenissen, ...). Ook de geconsolideerde-financieringstabel van de groep zal worden beïnvloed door de kasstromen van de opgenomen dochters. Bovendien zijn het precies de verbonden en geassocieerde ondernemingen waarvan de ontwikkeling over het algemeen uitgebreid wordt toegelicht in het verslag van de raad van bestuur.

De overige deelnemingen en effecten in portefeuille worden daarentegen gewoon tegen historische waarde geboekt in de jaarrekening. Daarvan worden in voorkomend geval de waardeverminderingen afgetrokken die overeenstemmen met duurzame minderwaarden of ontwaardingen. Bovendien moeten - conform de reglementering - in de toelichting enkel de posten worden vermeld die 10 % vertegenwoordigen van het kapitaal van de betrokken vennootschappen¹. Bijgevolg worden de naam en de boekhoudkundige en financiële positie van de ondernemingen waarin de groep heeft belegd, niet in de geconsolideerde jaarrekening vermeld en kan de boekhoudwaarde van die deelnemingen sterk afwijken van hun reële waarde. Enkel hun bekommernis om hun aandeelhouders te informeren, zal de vennootschappen ertoe aanzetten in hun jaarverslag bijkomende informatie te vermelden over hun effectenportefeuille. Zo zullen de lezers zich een idee kunnen vormen over de waarde en de evolutie van die portefeuille.

Gelet op het objectieve verschil tussen de te verstrekken informatie over de deelnemingen die integraal worden geconsolideerd dan wel worden verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode, enerzijds, en de overige deelnemingen en aandelen, anderzijds, is het interessant na te gaan welke andere dan de door de

¹ Koninklijk besluit van 6 maart 1990 op de geconsolideerde jaarrekening van de ondernemingen, artikel 69.

boekhoudwetgeving vereiste informatie de vennootschappen verstrekken over hun effectenportefeuille en dus te onderzoeken welke informatie terzake de vennootschappen met een aanzienlijke effectenportefeuille verstrekken (rekening houdend met het feit dat het significantieniveau is vastgesteld op 10 % van het balanstotaal).

Wat de vennootschappen betreft die geen geconsolideerde jaarrekening openbaar maken, leek het logisch te kijken naar alle deelnemingen en aandelen die zij bij de financiële vaste activa boeken. Immers, omdat geen geconsolideerde jaarrekening wordt opgesteld, wordt ook minder verplichte informatie verstrekt : voor rechtstreekse deelnemingen die meer dan 10 % vertegenwoordigen van het kapitaal van de betrokken vennootschappen, gaat het enkel om de historische waarde en een vermelding in de toelichting¹.

D. Samenstelling van de onderzochte groep

Conform de voornoemde voorwaarden bestaat de onderzochte groep uit 34 vennootschappen die op de eerste markt zijn genoteerd. De lijst van die vennootschappen gaat als bijlage 1 bij deze studie.

Op 31 december 1997 vertegenwoordigden zij een beurskapitalisatie van EUR 18,4 miljard (BEF 744 miljard) of 15 % van de totale beurskapitalisatie op dat moment.

De effectenportefeuilles die per definitie meer dan 10 % van het balanstotaal vertegenwoordigen, kunnen tot 80 % van het actief van de betrokken vennootschappen vormen. Hun totale boekhoudwaarde bedraagt EUR 8,3 miljard (BEF 333 miljard).

In totaal zijn 26 van de onderzochte vennootschappen ingeschreven op de lijst van de portefeuillemaatschappijen.

De onderzochte groep omvat 25 % van de op 31 december 1997 genoteerde vennootschappen. Die vennootschappen hebben natuurlijk een meer uitgesproken financieel bedrijf dan de niet opgenomen vennootschappen, wat verklaart waarom een hele reeks vennootschappen met een grote kapitalisatie hier ontbreken : omdat hun bedrijf overwegend industrieel gericht is dan wel zich toespitst op beleggingen in dochters of geassocieerde vennootschappen, beantwoorden zij niet aan het criterium om in de onderzochte groep te worden opgenomen.

E. Onderzochte gegevens

Het vergelijkend onderzoek is gebaseerd op de volgende vragen² :

- Wordt de samenstelling van de effectenportefeuille vermeld (buiten de wettelijke toelichtingen) ?
- Wordt het aantal effecten vermeld per post ?

¹ Bijlage bij het koninklijk besluit van 8 oktober 1976 met betrekking tot de jaarrekening van de ondernemingen, Hoofdstuk I, afdeling 3.

² Met uitzondering van de vragen die specifiek betrekking hebben op de communiqués, betreffen de volgende vragen het jaarverslag.

- Wordt de kapitaaldeelname vermeld per deelneming ?
- Is er sprake van een specifieke waardebeoordeling van de effectenportefeuille ?
- Wordt de boekhoudwaarde vermeld per post ?
- Wordt de geschatte actuele waarde vermeld per post ?
- Wordt de totale waarde van de vennootschap bepaald of kan die worden gereconstrueerd ?
- Wordt de methodologie beschreven waarmee de waarde van de portefeuille of de vennootschap werd bepaald ?
- Heeft de commissaris-revisor een specifieke opinie gegeven in verband met de waardebeoordeling ?
- Wordt de geschatte waarde van de effectenportefeuille of van de vennootschap vermeld in het halfjaarlijkse communiqué ?
- Wordt de geschatte waarde van de effectenportefeuille of van de vennootschap vermeld in het jaarlijkse communiqué ?
- Wordt de geschatte waarde van de effectenportefeuille of van de vennootschap periodiek verspreid via andere kanalen dan het jaarverslag en het jaarlijkse en halfjaarlijkse communiqué ?

Als informatiebronnen werden de jaarverslagen, de halfjaarlijkse en de jaarlijkse communiqués gebruikt die de betrokken vennootschappen hebben verspreid in 1998. Het gaat dus in hoofdzaak om verslagen die handelen over de boekjaren afgesloten op 31 december 1997, wat de jaargegevens betreft, en over het eerste halfjaar van 1998, wat de halfjaarlijkse communiqués betreft.

II. Vaststellingen en commentaar

A. Samenstelling van de effectenportefeuille

De volgende tabel toont hoeveel vennootschappen - in hun jaarbrochure en naast de minimale informatie die zij in de reglementaire toelichtingen moeten opnemen - de samenstelling van hun effectenportefeuille vermelden :

Tabel 1 : Samenstelling van de effectenportefeuille

	Aantal	%
Samenstelling van de effectenportefeuille die buiten de toelichtingen wordt vermeld	22	65 %

Er wordt nogmaals aan herinnerd dat het hier gaat om de aandelen in ondernemingen die noch worden geconsolideerd, noch worden verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode. Bepaalde vennootschappen geven vrij veel informatie over hun dochters en andere geassocieerde ondernemingen, maar vermelden niets over hun andere financiële vaste activa.

Zoals reeds werd aangegeven, moeten in de reglementaire toelichtingen slechts die aandelen worden vermeld die meer dan 10 % van het kapitaal van de betrokken vennootschappen vertegenwoordigen. Daarom zou het aangewezen zijn dat ondernemingen met een effectenportefeuille die aanzienlijk is wanneer men naar de waarde kijkt, maar niet wanneer men naar het deelnemingspercentage kijkt, de samenstelling van hun portefeuille toelichten om de lezer van hun financiële informatie een correcte beschrijving te geven van hun belangrijke activa en toe te laten dat hun waarde wordt bepaald.

Uit het onderzoek blijkt dat - van de onderzochte vennootschappen (met andere woorden, de vennootschappen met een effectenportefeuille die ten minste 10 % vertegenwoordigt van hun activa) - twee vennootschappen op drie de samenstelling van hun effectenportefeuille vermelden.

B. Aantal effecten of percentage van de kapitaaldeelname

Daarnaast leek het interessant om na te gaan hoe de voornoemde 22 vennootschappen de samenstelling van hun effectenportefeuille voorstelden.

Tabel 2 : Voorstelling per post

	Aantal	%
Aantal effecten per post	16	73 %
Percentage van de kapitaaldeelname	14	64 %
Aantal effecten per post en percentage	8	36 %

Beide elementen zijn belangrijk voor de aandeelhouders. Immers, via het aantal aandelen kan de lezer - voor op een openbare markt verhandelde aandelen - de waarde bepalen van de onderdelen van de portefeuille, terwijl hij via het deelnemingspercentage kan bepalen hoe groot de deelneming is in het kapitaal van elke opgenomen vennootschap.

Slechts weinig vennootschappen blijken beide elementen te vermelden. Als de samenstelling van de effectenportefeuille wordt vermeld, is het belangrijk dat de lezer beschikt over exhaustieve informatie om de evolutie van de samenstelling van die effectenportefeuille eventueel op dynamische wijze te kunnen volgen. Het is duidelijk dat dit enkel mogelijk is als de samenstelling van de effectenportefeuille weinig evolueert tussen de opeenvolgende publicaties van jaarinformatie. Er wordt evenwel aan herinnerd dat het onderzoek betrekking heeft op aandelen die als financiële vaste activa worden beschouwd, met andere woorden, met de bedoeling een duurzame en specifieke band te creëren met de betrokken vennootschappen¹. Het gaat hier dus niet om aandelen die de ondernemingen uitsluitend houden om ze te verhandelen, en die bij de geldbeleggingen moeten worden geboekt. Zo zou het publiek ook moeten worden geïnformeerd over substantiële wijzigingen in de

¹ Bijlage bij het koninklijk besluit van 8 oktober 1976 met betrekking tot de jaarrekening van de ondernemingen, Hoofdstuk III.

samenstelling van de effectenportefeuille als die een aanzienlijke invloed zouden kunnen hebben op de beurskoers van de vennootschap die dergelijke aandelen bezit¹.

C. Waardebepaling van de effectenportefeuille, de onderdelen ervan en de vennootschap zelf

Vervolgens werd een inventaris opgesteld van de vennootschappen die de geschatte waarde van hun effectenportefeuille vermelden, alsook van de vennootschappen die hun eigen totale geschatte waarde op de afsluitingsdatum van het boekjaar geven.

Het is geenszins de bedoeling om hier een waardeoordeel uit te spreken over de gebruikte waarderingsmethodes. Er moet ook worden opgemerkt dat bepaalde vennootschappen een geschatte waarde van hun effectenportefeuille publiceren waarin ook vennootschappen worden opgenomen die worden geconsolideerd of verwerkt volgens de vermogensmutatiemethode. Die vennootschappen zijn opgenomen bij de vennootschappen die de waarde van hun effectenportefeuille vermelden.

Tabel 3 : Waardebepalingen

	Aantal	%
Waardebepaling van de effectenportefeuille en/of van de vennootschap	14	41 %
waardebepaling van de effectenportefeuille én de vennootschap	9	26 %
enkel waardebepaling van de effectenportefeuille	2	6 %
enkel waardebepaling van de vennootschap	3	9 %

Vier vennootschappen op tien beschouwen hun geschatte waarde of de geschatte van hun effectenportefeuille als informatie die moet worden gepubliceerd. Belangrijk is dat voor bepaalde vennootschappen die een effectenportefeuille als belangrijkste actief hebben, de totale waarde van de vennootschap gemakkelijk ingeschat kan worden op basis van de actuele waarde van hun effectenportefeuille. Toch lijkt het ons interessant dat de waardebepaling van de effectenportefeuille de vennootschap ertoe brengt haar totale geschatte waarde te publiceren.

Jammer genoeg acht zo'n 60 % van de vennootschappen met een effectenportefeuille die ten minste 10 % van het balanstotaal vertegenwoordigt, het niet nuttig om de waarde daarvan op de een of andere manier te bepalen. De effectenportefeuille kan natuurlijk ook door een derde worden gewaardeerd wanneer de gedetailleerde samenstelling ervan wordt vermeld en het gaat om

¹ Artikel 5 van het koninklijk besluit van 3 juli 1996 betreffende de verplichtingen inzake occasionele informatie van emittenten waarvan de financiële instrumenten zijn opgenomen in de eerste markt van een effectenbeurs.

deelnemingen in genoteerde vennootschappen. In verband met de overige deelnemingen is het voor de belegger echter nog veel interessanter dat de vennootschap zich uitspreekt over de waarde van de betrokken activa. Aan de hand van een volledige beschrijving van de gebruikte methodologie en de basishypothesen zal de belegger zich een oordeel kunnen vormen over die waardebepaling.

Vervolgens werd nagegaan welke vennootschappen de boekhoudwaarde en de geschatte waarde van de aandelen in hun effectenportefeuille per post individualiseren.

Tabel 4 : Waardebepaling per post

	Aantal	%
Boekhoudwaarde per post	4	12 %
Geschatte waarde per post	6	18 %

Weinig vennootschappen vermelden de boekhoudwaarde of de geschatte waarde van de effectenportefeuille per post. Het spreekt voor zich dat de boekhoudwaarde op zich niet volstaat als pertinente methode om de waarde van de effectenportefeuille te bepalen. Toch maakt ze het mogelijk om - voor de genoteerde aandelen - de latente meerwaarden op de portefeuille te reconstrueren.

De geschatte waarde per post is dan weer een interessant detail inzake de waarde van de effectenportefeuille : zij maakt het mogelijk de weging van elke post in het geheel te beoordelen. Door de combinatie van de geschatte waarde en de boekhoudwaarde per post kunnen de latente meerwaarden worden beoordeeld die, wanneer zij worden gerealiseerd, een resultaat zullen opleveren voor de vennootschap.

De totale waardebepalingen en de geïndividualiseerde waardebepalingen per post vullen elkaar aan. Samen stellen ze de belegger in staat zich een oordeel te vormen over de evolutie van de waarde van de effectenportefeuille en dus ook van de vennootschap.

D. Methodologie van de waardebepaling

Er werd ook onderzocht of de vennootschappen die een waardebepaling publiceerden van zichzelf of hun effectenportefeuille, beschreven welke methode ze hadden gebruikt.

In dit verband werd gekeken naar de 14 vennootschappen die een waardebepaling publiceerden van zichzelf of hun effectenportefeuille (cf. tabel 3).

Tabel 5 : Methodologie

	Aantal	%
Beschrijving van de gebruikte methodologie	8	57 %

Het heeft niet veel zin de waarde van een vennootschap of een effectenportefeuille te publiceren, als ook niet de gebruikte methode wordt toegelicht. 57 % van de 14 vennootschappen gaf een beschrijving van de door hen gebruikte methode. Dit is veel te weinig omdat de gebruikte methode doorslaggevend is voor het resultaat dat wordt verkregen.

In dit verband moet inzonderheid worden onderstreept dat, voor de niet-genoteerde vennootschappen, de methode en de eventuele hypothesen essentiële elementen zijn om de waardebepaling te beoordelen.

In verband met de waardebepaling van vennootschappen die genoteerde dochters bezitten, is het belangrijk te weten of die dochters worden gewaardeerd tegen beurskoers dan wel of de waardering wordt geconsolideerd en dus - zonder disagio - de beurswaarde omvat van de eventueel door hen gehouden deelnemingen. In geconsolideerde waarderingen is het ook belangrijk te verduidelijken of de waardebepalingen al dan niet uitsluitend betrekking hebben op aandelen of activa in vennootschappen waarover men de exclusieve controle bezit.

Zonder buiten de context van deze studie te treden, moet worden onderstreept dat die waardebepalingen over het algemeen vermogenswaarden opleveren. De rendementswaarde van een effectenportefeuille is echter ook een belangrijk begrip voor een vennootschap, te meer daar de betrokken portefeuilles financiële vaste activa zijn die een duurzame en specifieke band creëren met de betrokken vennootschappen.

E. Opinie van de commissaris-revisor

Bij de vennootschappen die een waardebepaling publiceren van zichzelf of hun effectenportefeuille, werd ook nagegaan in welke gevallen de commissaris-revisor een opinie had geformuleerd of een verslag had opgesteld.

Hier moet worden onderstreept dat enkel de vennootschappen in aanmerking werden genomen in verband waarmee een specifieke opinie werd geformuleerd. Het algemene verslag ter certificering van de jaarrekening - met daarbij de aanvullende attestatie dat het verslag van de raad van bestuur de door de wet vereiste gegevens omvat en overeenstemt met de geconsolideerde jaarrekening - wordt niet als een specifieke opinie beschouwd.

Opnieuw bestond de onderzochte groep uit de 14 vennootschappen die een waardebepaling van zichzelf of van hun effectenportefeuille hebben gepubliceerd.

Tabel 6 : Commissaris-revisor

	Aantal	%
Opinie van de commissaris-revisor over de waardebepaling	8	57 %

Wat de opinie van de commissaris-revisor over de waardebeoordeling betreft, moet worden opgemerkt dat dit geen courante praktijk is, maar eerder een waarborg vormt voor de kwaliteit van de waardebeoordeling.

F. Jaarlijkse en halfjaarlijkse communiqués en andere kanalen

Ter afsluiting van het onderzoek werden de vennootschappen geïnventariseerd die de geschatte waarde van hun portefeuille dan wel een algemene waardebeoordeling publiceren in het kader van hun jaarlijkse en halfjaarlijkse communiqués of via andere kanalen.

Aangezien dat in 1998 niet verplicht was, hebben slechts 26 onderzochte vennootschappen een jaarlijks communiqué gepubliceerd. Voor de berekening van het percentage werd dus gekeken naar een groep van 26 vennootschappen. Bovendien werd één vennootschap uit de onderzochte groep tijdens het tweede halfjaar van 1998 geschrapt en heeft ze geen halfjaarlijks communiqué gepubliceerd, waardoor de onderzochte groep voor de halfjaarlijkse communiqués uiteindelijk uit 33 vennootschappen bestond.

In verband met de waardebeoordeling via andere kanalen, is er één vennootschap die haar geschatte waarde wekelijks publiceert in de financiële pers. Er werd geen rekening gehouden met vennootschappen die hun geschatte waarde vermelden in occasionele publicaties.

Tabel 7 : Periodieke waardebeoordelingen

	Aantal	%
Waardebeoordeling in het halfjaarlijkse communiqué	16	48 %
Waardebeoordeling in het jaarlijkse communiqué	12	46 %
Periodieke waardebeoordeling via andere kanalen	1	3 %

Wanneer een vennootschap bij de publicatie van haar jaarverslag een aanwijzing geeft over haar waarde of de waarde van haar effectenportefeuille, is dit duidelijk een belangrijke bron van informatie. De meeste vennootschappen die een waardebeoordeling publiceren, gingen nog verder en vermelden die informatie in hun halfjaarlijkse publicatie of zelfs in hun halfjaarlijks communiqué. Omdat bepaalde vennootschappen pas zijn gestart met dergelijke publicaties in hun periodieke communiqués, kan zelfs een vooruitgang worden vastgesteld ten opzichte van de jaarverslagen over 1997. Er is zelfs een vennootschap die wekelijks een geschatte waarde verspreidt.

Conclusies

Als conclusie onderstrepen wij hoe belangrijk het is dat de aandeelhouder en de lezer van de financiële informatie beschikt over de sleutels die hem toelaten de waarde van de activa van de vennootschap te beoordelen.

De effectenportefeuille vormt bij tal van vennootschappen een belangrijk onderdeel van de beleggingen. Een exhaustieve beschrijving van de samenstelling van de portefeuille, een waardebepaling van de portefeuille of zelfs van de onderneming, een beschrijving van de gebruikte methode en een periodieke publicatie van die geschatte waarde zijn allemaal elementen die een grotere transparantie garanderen omtrent de financiële informatie van de genoteerde vennootschappen. Het is precies die transparantie die zal resulteren in een beter begrip door de financiële markten.

-o0o-

Bijlage 1 - Samenstelling van de onderzochte groep (34 vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt)

Ackermans & van Haaren
Afrifina
Agricom
Agridec
Almanij
Auximines
Belgo-Katanga
Bois Sauvage
Brederode
Charbonnage du Gouffre
CNP
Cobepa
Définance
Electrafina
Finoutremer
GBL
Gevaert
GIMV
Glaces de Charleroi
Glaces de Moustier
Henex
Ibel
Imperial Invest
Mercantile Beliart
Monceau-Zolder
Mosane
Nord-Sumatra
Pek
Sidro
Sipef
Sofina
Surongo
Telinfo
Trustmetal

Studies en documenten

Gepubliceerde studies

1. De halfjaarlijkse communiqués 1997 van vennootschappen die zijn genoteerd op eerste markt en op de Nieuwe Markt (december 1997)
2. Kasstroomtabel of financieringstabel : vergelijkend onderzoek van de informatie-verstrekking door op de termijnmarkt genoteerde ondernemingen(februari 1998)
3. De publicatie van specifiek voor de beleggers bestemde gegevens door de in de termijnmarkt opgenomen vennootschappen (maart 1998)
4. Communiqués over de jaarresultaten 1997 van de vennootschappen die zijn genoteerd op de eerste markt en op de Nieuwe Markt (mei 1998)
5. Vergelijkende studie van de informatie inzake “corporate governance” die door Belgische genoteerde vennootschappen wordt gepubliceerd (oktober 1998)
6. De halfjaarlijkse communiqués 1998 van de vennootschappen op de eerste markt en op de Nieuwe Markt (december 1998)

Bijkomende exemplaren van de gepubliceerde studies, beschikbaar in de beide landstalen, kan u schriftelijk of per fax aanvragen bij de Documentatiedienst van de CBF (Mej. G. Malcorps) tegen 150 BEF per studie (+ 100 BEF verzendingskosten).

CBF / DOCUMENTATIE EN PUBLICATIES
LOUIZALAAN 99
1050 BRUSSEL
FAX : 02/535.23.23
