



CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

COMPTE RENDU INTEGRAL

INTEGRAAL VERSLAG

COLLOQUE

COLLOQUIUM

STRUCTURES DE CONTRÔLE
(ACTIONS À VOTE PLURAL)

CONTROLESTRUCTUREN
(EEN STELSEL VAN AANDELEN MET MEERVOUDIG
STEMRECHT)

lundi

maandag

23-10-2006

23-10-2006

cdH	centre démocrate Humaniste
CD&V	Christen-Democratisch en Vlaams
ECOLO	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales
FN	Front National
MR	Mouvement réformateur
N-VA	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	Parti socialiste
sp.a-spirit	Socialistische Partij Anders – Sociaal progressief internationaal, regionalistisch integraal democratisch toekomstgericht
Vlaams Belang	Vlaams Belang
VLD	Vlaamse Liberalen en Democraten

Abréviations dans la numérotation des publications :		Afkortingen bij de nummering van de publicaties :	
DOC 51 0000/000	Document parlementaire de la 51e législature, suivi du n° de base et du n° consécutif	DOC 51 0000/000	Parlementair stuk van de 51e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer
QRVA	Questions et Réponses écrites	QRVA	Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV	version provisoire du Compte Rendu Intégral (couverture verte)	CRIV	voorlopige versie van het Integraal Verslag (groene kaft)
CRABV	Compte Rendu Analytique (couverture bleue)	CRABV	Beknopt Verslag (blauwe kaft)
CRIV	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral définitif et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions ; les annexes se trouvent dans une brochure séparée (PLEN: couverture blanche; COM: couverture saumon)	CRIV	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaalde beknopt verslag van de toespraken; de bijlagen zijn in een aparte brochure opgenomen (PLEN: witte kaft; COM: zalmkleurige kaft)
PLEN	séance plénière	PLEN	Plenum
COM	réunion de commission	COM	Commissievergadering
MOT	motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)	MOT	moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)

Publications officielles éditées par la Chambre des représentants	Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers
Commandes :	Bestellingen :
Place de la Nation 2	Natieplein 2
1008 Bruxelles	1008 Brussel
Tél. : 02/ 549 81 60	Tel. : 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74	Fax : 02/549 82 74
www.laChambre.be	www.deKamer.be
e-mail : publications@laChambre.be	e-mail : publicaties@deKamer.be

SOMMAIRE

Colloque "Structures de contrôle: actions à vote plural" 1

Orateurs: Annemie Roppe, Lutgart Van den Berghe, Tristan Dutry, Louis-Henri Verbeke, Joëlle Simon, Jaap Winter, Yves De Cordt, Victor Delloye, Christine Darville, Charles Demoulin, Luc Bertrand

LISTE DES PARTICIPANTS 21

INHOUD

Colloquium "Controlestructuren: een stelsel van aandelen met meervoudig stemrecht" 1

Sprekers: Annemie Roppe, Lutgart Van den Berghe, Tristan Dutry, Louis-Henri Verbeke, Joëlle Simon, Jaap Winter, Yves De Cordt, Victor Delloye, Christine Darville, Charles Demoulin, Luc Bertrand

DEELNEMERSLIJST 21

COLLOQUIUM

du

LUNDI 23 OCTOBRE 2006

—————

La séance est ouverte à 17.31 heures et présidée par Mme Annemie Roppe.

De vergadering wordt geopend om 17.31 uur en voorgezeten door mevrouw Annemie Roppe.

01 Colloque "Structures de contrôle: actions à vote plural"

01 Colloquium "Controlestructuren: een stelsel van aandelen met meervoudig stemrecht"

De **voorzitter**: Geachte aanwezigen, hier iedereen met naam, toenaam en titel aanspreken, is voor mij echt onmogelijk. Dat zal u wel duidelijk zijn als u de lijst van ingeschrevenen overloopt.

Ik heet u allen welkom in de Kamer van Volksvertegenwoordigers, dit hart van de democratie, voor het deelnemen aan en bijwonen van dit colloquium over controlestructuren, dat wij met veel genoegen samen met het Belgian Governance Institute vandaag organiseren.

Aan de oorsprong van deze studievooravond ligt een wetsvoorstel. Dat zal u uiteraard niet verwonderen. Het gaat meer bepaald over het wetsvoorstel tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen, alsmede van artikel 1 van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen van enkele van mijn collega's volksvertegenwoordigers, namelijk mevrouw Anne Barzin en de heren Guy Hove, George Lenssen, Melchior Wathelet en Pierre Lano.

Het voorstel werd op 3 februari 2004 in mijn commissie, zoals ik ze graag oneerbiedig noem de commissie belast met de problemen van handels- en economisch recht, ingeleid door collega Barzin. Bij haar inleiding beklemtoonde zij dat de doelstelling van het wetsvoorstel erin bestaat een stelsel van aandelen met meervoudig stemrecht in het Belgisch vennootschapsrecht in te voeren. Het voorstel is het resultaat van een werkgroep die een betere toegang tot

COLLOQUIUM

van

MAANDAG 23 OKTOBER 2006

—————

bankkredieten, risicokapitaal en beursfinanciering voor kmo's heeft onderzocht en die onder meer was samengesteld uit vertegenwoordigers van de sector van de beursgenoteerde ondernemingen, Euronext Brussels, VBO, CBFA, de sector van de financiële tussenpersonen en de institutionele beleggers. Deze laatste is een sector die mij uit mijn vorig leven in de financiële sector helemaal niet onbekend is.

Het nieuw voorgesteld stelsel gaat uit van een realistische en pragmatische benadering van de werking van de algemene vergaderingen en de noodzakelijke toegang tot de kapitaalmarkten. Er wordt wel voorgesteld dat de oprichters of een buitengewone algemene vergadering die besluit met een bijzonder gekwalificeerde meerderheid, met het oog op de bescherming van de minderheidsaandeelhouders, het meervoudig stemrecht kunnen invoeren binnen de beperking van maximum vijf stemmen per aandeel.

Het wetsvoorstel zou vennootschappen naar Belgisch recht in staat moeten stellen, als zij menen er behoefte aan te hebben, over een instrument te beschikken waarmee zij zich op de risicokapitaalmarkten kunnen begeven.

Het wetsvoorstel zou toelaten de free float van de beursgenoteerde vennootschappen te verhogen. Voor de niet-genoteerde vennootschappen moet de techniek van aandelen met meervoudig stemrecht toelaten om een beursintroductie in een sereen klimaat te overwegen en zo hun groei te begunstigen.

Men moet er zich van bewust zijn dat de meerderheid van de Belgische vennootschappen functioneert met een referentie- of controleaandeelhouderschap dat dikwijls een familiaal karakter heeft, waardoor een stelsel zou kunnen worden ontwikkeld dat geen nadeel voor de identiteit van de vennootschappen betekent.

Het wetsvoorstel zegt voornoemd evenwicht na te streven. De Belgische wetgeving zou zo in dezelfde lijn van andere landen komen te liggen, zoals Nederland, Frankrijk, Zweden, Finland,

Zwitserland en verschillende staten uit de Verenigde Staten. Dat stelt tenminste de hoofdindieners van het wetsvoorstel.

Onze commissie, die ook het standpunt van de minister van Justitie over het punt aanhoorde, besloot vervolgens, vooraleer het debat ten gronde te kunnen voeren, tot het houden van hoorzittingen.

Aldus hoorde u op 17 februari 2004 vertegenwoordigers van de Commissie voor het Bank-, Financiën- en Assurantiewezen, van de Belgische Vereniging van Instellingen voor Collectieve Beleggingen, BVICB, nu BEAMA, van Euronext Brussels, van Test Aankoop, van de Unie van Zelfstandige Ondernemers en, ten slotte, last but not least, van het Belgian Governance Institute. Op 2 maart kwamen het Verbond van Belgische Ondernemingen, professor Xavier Dieux van de ULB, professor Marc Deloof van de Universiteit Antwerpen, professor-doctor Koen Byttebier van de VUB en de heer Frans Willems van de Universitaire Instellingen Antwerpen aan bod.

Nadat wij de verschillende deskundigen hadden gehoord, besloot onze commissie aan professor Van den Berghe en haar instituut te vragen om een diepgaandere analyse van de hiervoor geschetste problematiek te maken.

Vandaag hebben wij de eer het resultaat van haar analyse in de vorm van een verslag in ontvangst te kunnen nemen. In naam van de hele commissie voor het Handelsrecht alsook in naam van mijn andere collega-voorteenwoordigers geef ik dan ook nu al mijn dank aan professor Van den Berghe en haar medewerkers. Met u ben ik immers benieuwd naar hun inbreng. Met u ben ik benieuwd naar hun resultaat.

U zult hebben gemerkt dat ik mijn inleiding enkel in het Nederlands heb gehouden. Naar goede gewoonte van ons Huis is er immers voor simultaanvertaling gezorgd, zodat iedereen zijn eigen taal mag gebruiken. Ter informatie wil ik nog even aanstippen dat wie de Franse taal graag aanhoort, dat kan doen op kanaal 1. Wie graag naar de Nederlandse versie luistert, kan dat op kanaal 2.

Ten slotte, mag ik vragen de gsm minstens op stilsignaal te zetten? Het belsignaal geeft immers een heel hinderlijk signaal in de micro's.

Ik wens iedereen voor het overige nog veel aandacht en interesse.

Mevrouw Van den Berghe, ik geef u heel graag het woord.

01.01 Lutgart Van den Berghe : Mesdames, messieurs, une traduction simultanée est assurée. Il suffit aux francophones de sélectionner le canal 1 et aux néerlandophones, le canal 2.

Je commencerai mon intervention en néerlandais et M. Detry poursuivra en français.

Ik dank u hartelijk voor uw aanwezigheid en uw belangstelling voor wat voor ons "a long journey" is geweest. Vooraleer van start te gaan met de introductie van ons voorstel, zou ik graag een aantal kanttekeningen maken. U hebt al vernomen in welke context u dit moet plaatsen, met name de context van de publieke hearings ten opzichte van de wetsvoorstellen inzake meervoudig stemrecht. Ik wil vooral de redenen beklemtonen waarom wij als instituut de handschoenen hebben opgenomen om daarover van gedachten te wisselen en vooral om daaromtrent studiewerk te verrichten en een voorstel in te dienen.

Ik denk dat het voor sommigen – dat bleek ook al uit de reacties in de media toen wij het hadden over de voorstellen waaraan wij werkten – overkomt alsof het Belgian Governance Institute harakiri aan het plegen is. Bij sommigen komt het zeker over als not done. Men kan niet "Governance" in de titel van de organisatie dragen en dan met zo'n voorstel op de proppen komen.

Ik hoop dat ik deze mensen ervan kan overtuigen dat wij ons zeer goed bewust zijn van de voor- en nadelen van een voorstel zoals het nu ter tafel ligt. Wij menen dat daarvoor ook een oplossing bestaat. Het is duidelijk dat deze opdracht van ons instituut heel veel resources opgeslorpt heeft. Wij zijn grondig te werk gegaan. Dat is ook de manier waarop wij in het verleden en in de toekomst onze opdrachten wilden en willen vervullen.

Er werd ons gevraagd, zoals u ook op het transparant kunt zien, te bestuderen of en in welke mate een dergelijk voorstel verzoenbaar zou kunnen zijn met de principes van corporate governance en, anderzijds, ook te bekijken of in de ons omringende landen en op Europees vlak dit soort zaken uitzonderlijk zijn, dan wel ook op andere manieren voorkomen.

Het is duidelijk dat wij vertrekken van een aantal basispremissen, waarbij wij deugdelijk bestuur als leidraad willen gebruiken voor ons voorstel. Wij willen u meteen duidelijk maken wat de

basisprincipes zijn van het Belgian Governance Institute.

Ik kom nog even terug op de inbreng van de praktijk. Op uw transparant ziet u een lijst van mensen die betrokken waren bij het ontwerp dat u vandaag ter discussie wordt voorgesteld. Daarnaast hebben wij ook de leden, ondernemingen die actief zijn in België, benaderd om te kijken in welke mate er een draagvlak was. U zult namelijk zien dat wij een voorstel doen waar ook – there are strings attached – garanties bijhoren.

Waarom willen wij zo'n voorstel indienen? In eerste instantie wil ik u iets zeggen over de eigenheid van het Belgian Governance Institute en dan inzoomen op het voorstel zelf.

Het is duidelijk dat de manier waarop wij te werk gegaan zijn, ingebed is in de manier waarop wij, als instituut, werken. Wij verkennen de praktijk. Wij doen onderzoek en wij doen pas aanbevelingen nadat wij onderzoeken hebben gedaan. Dit is dus ook de vrucht van een vrij intensief onderzoek. Het belangrijkste kenmerk dat ik wil aanhalen, is dat het onderzoek dat wij gedaan hebben niet start van a priori's. Wij denken dat er in de hele wereld geen enkel governancemodel bestaat zonder nadelen en dat er in de hele wereld ook geen enkel model is dat voor alle landen en voor alle ondernemingen dienend is.

Wij menen dat governance dienend moet zijn voor de onderneming en voor haar doelstellingen en niet omgekeerd. Wij moeten het governancemodel namelijk niet zien als het na te streven doel van de onderneming. Ik wil dus ook aantonen dat wij ons bewust zijn van de voor- en nadelen van dit model.

Ten slotte wil ik ook erop wijzen – ook dat is ingebed in het instituut – dat de keuze van een model van governance geen vrijblijvende keuze is. Het is geen neutrale keuze, het is een keuze voor een model met waarden. In de landen rondom ons waar verschillende modellen bestaan, zijn ze ingebed in maatschappelijke keuzes en maatschappelijke waarden.

Ik wil nu al een voorzet geven op de voor- en de nadelen. Welk model willen wij dienen met dit voorstel?

Wij willen met dit voorstel de groeionderneming dienen die, van familiale oorsprong, gecontroleerd wordt door referentieaandeelhouders, die in haar

groeipad de beurs nodig heeft voor het financieren van de groei en bij die financiering niet belemmerd wil worden door het verlies van identiteit van de onderneming. We weten dan ook a priori waar wij de vrienden en tegenstanders van dit voorstel zullen vinden.

De tegenstanders zijn duidelijk de kortetermijnaandeelhouders, die valoriserend willen werken op korte termijn door in en uit een aandeel te stappen. Ingebed in dit voorstel is de lange termijn, stabiliteit en langetermijnaandeelhouderschap: het houden van aandelen en niet het handelen in aandelen. Alle organisaties die deze kortetermijnbeleggers dienen, zullen dan ook tegen dit voorstel zijn. Wij weten dus heel goed dat dit geen neutrale keuze is. Dit is een keuze voor een model met onderliggende waarden. Wij weten ook, als Belgian Governance Institute, dat wij daaraan garanties moeten verbinden.

Ik wil hier kort ingaan op het waarom. In haar introductie heeft mevrouw Roppe al gewezen op de nadelen van het Belgisch model. U vindt ze daar ook opgesomd. Ik zal daar zeker niet in detail op ingaan. Ik zal erop wijzen wat het voorstel dat wij willen doen, vooral wil bewerkstelligen. Wij willen het vooral aantrekkelijker maken, ook voor de institutionele beleggers, doordat wij een betere kapitaalmarkt kunnen garanderen. Doordat wij meer liquiditeit en meer free float kunnen garanderen, is het ook een aantrekkelijke oplossing voor de institutionele beleggers, denken we. Misschien kan België daarmee ook attractief scoren.

Zullen we daarmee achteruitgaan op de ratings? Ik denk dat we heel veel andere dingen moeten doen om vooruit te gaan op de ratings en dat we dit model als een onderdeel moeten zien van governance in de breedte.

Zijn we daarmee de enigen? Als we kijken naar de statistieken, moet ik zeggen dat wij vandaag de enigen zijn die geen ander model hebben dan één aandeel, één stem. Het zal straks interessant zijn om te horen hoe Europa aankijkt tegen die beweging. Ik kan u alleen zeggen – u zult het ook in ons rapport vinden dat u zult kunnen downloaden van onze website – dat er in Europa vele kritische stemmen opgaan om niet allemaal mee te gaan in een verplicht systeem van één aandeel, één stem. Het is duidelijk dat er nog andere studies zullen komen die dat wellicht op een meer genuanceerde wijze zullen aantonen.

Er zijn landen die meervoudig stemrecht hebben.

U vindt ze daar ook opgesomd. Ook daarop kunnen wij straks meer in detail ingaan.

Welke voordelen beogen wij met een meervoudig stemrecht? Het voordeel dat wij beogen, is het verminderen van de nadelen die er vandaag zijn aan het huidige systeem. Uit ander onderzoek dat wij gedaan hebben, is duidelijk gebleken dat in meer dan 80 procent van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen er sprake is van een referentieaandeelhouder. Als de referentieaandeelhouder de controle wil houden, moet hij er in het huidige systeem voor zorgen dat hij 50 plus 1 procent van het kapitaal houdt. Als hij de groei van de onderneming niet kan volgen, zal hij wellicht die groei beknotten en dus niet de "structure follows strategy" toepassen, maar de strategie ondergeschikt maken aan de structuur waarin hij nog wel de controle kan uitoefenen. Bovendien is er daardoor een zeer lage tot relatief lage free float op de Belgische kapitaalmarkt, met alle moeilijkheden van dien met betrekking tot de liquiditeiten waarnaar institutionelen op zoek zijn en met alle moeilijkheden inzake prijsvorming, wat ook voor grote marktpartijen een belangrijke factor is.

Misschien is dat ook nog aantrekkelijk voor buitenlandse vennootschappen.

We zijn er ook van bewust dat hieraan nadelen zijn. De grootste nadelen die wij zien, zijn de volgende. Er kan mogelijkwerwijs een aandeelhouderschapconflict komen tussen de minderheidsaandeelhouders en de meerderheidsaandeelhouders. De meerderheidsaandeelhouders zouden misbruik kunnen maken van hun positie. Vooraleer in te gaan op onze voorstellen van voor- en nadelen ter zake, geef ik graag het woord aan Tristan Dutry, die u zal meenemen doorheen de denkoefening van de systemen in België en het buitenland.

01.02 Tristan Dutry : Mesdames, messieurs, avant d'en venir à la présentation proprement dite du modèle belge d'actions à vote plural, qui vous est présenté ce soir par le BGI, nous vous proposons de parcourir dans un premier temps les structures de contrôle des sociétés existant aujourd'hui en droit belge et, dans un second temps, les grands modèles européens d'actions à vote plural.

En ce qui concerne le contrôle des sociétés belges, on distingue classiquement trois catégories de mécanismes: les mécanismes structurels, les mécanismes statutaires et les mécanismes conventionnels.

La première catégorie reprend les mécanismes structurels.

Parmi eux, on range les holdings, la société en commandite par actions et la certification d'actions par le biais d'une fondation privée.

1. Les holdings.

Comme vous le savez, il s'agit d'un modèle très fréquemment utilisé en Belgique. Cette technique de holding permet de s'assurer une possession majoritaire de l'entreprise tout en n'injectant qu'un minimum de capital, le financement des fonds propres étant assuré par une cascade d'actionnaires minoritaires.

Cette technique présente toutefois deux bémols. Elle est relativement coûteuse sur le plan administratif – je pense notamment à tout le travail de "corporate housekeeping" que cela implique –, sans parler des inconvénients d'ordre fiscal – je pense en particulier à la taxation des dividendes distribués par l'entreprise à la société holding et, ensuite, par la société holding à ses actionnaires.

Deuxième bémol: le système des holdings, du moins dans leur version "coté en bourse", pourrait bien être remis en question dans le cadre de la modernisation du droit des sociétés européen. Ainsi, dans son rapport final, le groupe Winter considérait que la cotation en bourse de la société holding n'apporte généralement aucune valeur ajoutée économique si ce n'est comme vecteur de financement du contrôle au profit de l'actionnaire exerçant le contrôle. En conséquence, le groupe Winter recommandait de refuser l'admission à la cote des sociétés holdings dites abusives.

Lors d'une récente consultation de la Commission européenne, la Commission interrogeait les "stakeholders" sur la nécessité d'une intervention de l'Union dans le domaine des sociétés holdings abusives: 71% des répondants se sont dits défavorables à une telle intervention. Il demeure cependant que la question est pour l'instant abordée dans le cadre de l'étude lancée par la Commission sur la proportionnalité entre la propriété et le contrôle dans les entreprises cotées européennes, étude confiée à AISS Europe et dont les résultats sont attendus pour 2007.

2. La société en commandite par actions.

La société en commandite par actions est probablement, sur le plan technique, le mécanisme le plus efficace pour structurer le

contrôle d'une société cotée belge. En effet, elle permet de dissocier, d'une part, l'actionnariat et, d'autre part, le contrôle qui est ancré dans un organe de gestion nommé par les statuts. Cet organe de gestion ne peut alors être révoqué, en principe, que par décision du judiciaire, décision judiciaire qui appréciera la légitimité des motifs de révocation.

En pratique, il apparaît toutefois que la société en commandite par actions est largement méconnue dans un paysage dominé par la société anonyme.

3. La certification d'actions par le biais d'une fondation privée.

Il s'agit, à la base, d'une technique d'origine néerlandaise qui a été introduite en Belgique, en ce qui concerne le volet certification, en 1998 mais qui, dans un premier temps, n'a pas été utilisée à défaut d'un véhicule similaire à la "Stichting Administratie Kantoor" néerlandaise. C'est pourquoi une loi a été votée en Belgique le 2 mai 2002 pour introduire la Fondation dite privée, qui est l'équivalent belge de la STAK néerlandaise.

De nouveau, dans la pratique, on constate que la STAK demeure beaucoup plus utilisée, y compris d'ailleurs par les sociétés belges, que la fondation privée simplement en raison de sa souplesse.

Nous en arrivons à la deuxième catégorie de mécanismes de contrôle: les mécanismes statutaires.

On range dans cette catégorie l'émission de parts bénéficiaires, l'émission d'actions sans droit de vote, la limitation statutaire du droit de vote et l'émission d'actions prioritaires.

1. Les parts bénéficiaires.

Pour rappel, il s'agit de titres non représentatifs du capital auxquels peut être attribué un droit de vote à l'assemblée générale. En tant que techniques de structuration de contrôle, leur efficacité est relativement limitée dans la mesure où, d'une part, elles ne peuvent se voir attribuer un nombre de voix supérieur à la moitié des voix attribuées aux actions et, d'autre part, au niveau du comptage du vote, elles ne peuvent être comptabilisées pour un nombre de voix supérieur aux deux tiers des voix émises par les actions.

2. L'émission d'actions sans droit de vote.

À nouveau, l'émission d'actions sans droit de vote fait l'objet d'un certain nombre de restrictions

légales, notamment elles ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital, ce qui est relativement restrictif sur le plan de la structuration du contrôle. En outre, elles doivent donner lieu à un dividende privilégié.

3. La limitation statutaire du droit de vote.

Ce mécanisme est une technique de maintien du contrôle efficace pour autant que la dispersion des titres dans le public l'autorise et pour autant que l'assemblée générale ne soit pas très fréquentée.

4. L'émission d'actions prioritaires.

Les actions prioritaires sont des actions auxquelles sont attachés certains droits spécifiques, en particulier le droit de proposer la nomination d'un ou plusieurs administrateurs à l'assemblée. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit d'un droit de proposition et que la nomination proprement dite de l'organe d'administration demeure une compétence de l'assemblée générale statuant à la majorité. De plus, le principe de révocabilité ad nutum peut à tout moment venir défaire ce mécanisme de contrôle.

La troisième et dernière catégorie de mécanismes de contrôle reprend les mécanismes conventionnels.

Par mécanismes conventionnels, on entend les pactes d'actionnaires qui sont très fréquents en Belgique. Ils sont d'ailleurs aussi nombreux que diversifiés. Toutefois, dans une perspective de structuration du contrôle, on retrouve fréquemment certaines clauses.

1. La clause d'inaliénabilité vise à cristalliser l'actionnariat. La loi exige toutefois que cette clause soit limitée dans le temps et conforme à l'intérêt social.

2. Les clauses d'agrément et les clauses de préemption visent à contrôler l'évolution de l'actionnariat mais ne peuvent pas aboutir à prolonger l'incessibilité des actions pendant plus de six mois.

3. Les clauses visant l'exercice du pouvoir. Ce sont les pactes de votation. Leur licéité a été expressément reconnue en Belgique et se trouve à présent dans la loi. La loi exige simplement que ces clauses soient limitées dans le temps et conformes à l'intérêt social.

Nous arrivons au terme de ce tour d'horizon des mécanismes de structuration du contrôle des

sociétés belges.

En conclusion, on constate au niveau des mécanismes structurels que la société en commandite par action et la certification d'actions par le biais d'une fondation privée sont très peu utilisées. Le holding est, quant à lui, un système coûteux qui pourrait être remis en question au niveau européen à court ou moyen terme.

En ce qui concerne les mécanismes statutaires, nous avons vu que la plupart font l'objet de restrictions légales qui en limitent l'efficacité.

Enfin, en ce qui concerne les pactes d'actionnaires, ils sont le plus souvent conclus dans une forme extra-statutaire, qui se veut souple et discrète mais qui n'offre dès lors pas la même stabilité et la même sûreté que les mécanismes structurels ou statutaires.

Nous en arrivons au second point de l'exposé: l'aperçu des grands modèles européens d'actions à vote plural. Comme l'a souligné le Pr Van den Berghe, il existe différents modèles dans les pays européens mais au niveau conceptuel, on peut les catégoriser en droit de vote plural général et droit de vote plural particulier.

Tout d'abord, le droit de vote plural général est ainsi qualifié parce qu'il est attribué à tous les actionnaires détenant une participation depuis un certain temps afin de récompenser leur loyauté envers la société. Le grand modèle européen en la matière est le modèle français. En France, si la possibilité est inscrite dans les statuts, un droit de vote double peut être attribué à toutes les actions faisant l'objet d'une inscription nominative depuis au moins deux ans. Les sociétés peuvent prévoir un délai plus long. La caractéristique de ce modèle est que ce droit de vote double disparaît en cas de transfert de la propriété sauf cas particuliers de succession ou de donation entre fils. Enfin, il est intéressant de noter qu'en France, ce droit de vote double peut être réservé aux actionnaires ressortissant d'un État membre de la Communauté européenne.

Le droit de vote plural particulier est celui qui est attribué moyennant approbation de l'assemblée générale à un ou plusieurs actionnaires spécifiques. En pratique, il existe plusieurs modèles d'actions à vote plural particulier en Europe mais qui aboutissent tous au même résultat. En gros, on peut distinguer les pays nordiques (Danemark, Suède, Finlande). Dans ces pays, des actions de même valeur plurale donnent lieu à des droits de vote différents sous

réserve d'un différentiel. Exemple concret: au Danemark, une action de valeur nominale 100 donne droit à une voix alors qu'une autre action de même valeur peut donner droit à maximum dix voix.

Un modèle apparenté est le modèle suisse. En principe, en Suisse, le droit de vote s'exerce proportionnellement à la valeur nominale des actions détenues mais, par dérogation, on peut prévoir un droit de vote proportionnel au nombre d'actions détenues sans égard pour leur valeur nominale. Pour obtenir le résultat escompté, il suffit d'émettre des actions à la valeur nominale moindre au profit de certains actionnaires spécifiques qui peuvent donc en acheter davantage et de prévoir un droit de vote proportionnel au nombre d'actions plutôt qu'à la valeur nominale.

Ce qui est très intéressant dans le modèle suisse, c'est que ce système ne peut être utilisé pour certains types de décision, la plus emblématique étant pour moi la désignation de l'organe de révision de la société. Pour cette décision-là, il faut nécessairement passer par un vote proportionnel à la valeur nominale des actions.

Le système néerlandais est très souple: les statuts peuvent prévoir avec une grande liberté la répartition des droits de vote entre les actionnaires et prévoir que les actions ont la même valeur nominale et disposent de droits de vote différents, comme dans les pays nordiques, que les valeurs nominales différentes disposent d'un même droit de vote ou encore que des actions nominales différentes disposent de droits de vote différents. C'est un système très ouvert. Tout cela à condition que chaque actionnaire dispose d'une voix, les actions sans droit de vote étant interdites aux Pays-Bas, et que chaque actionnaire ne dispose pas de plus de six voix si le capital social est divisé en 100 actions ou plus, ou de plus de trois voix si le capital social est divisé en moins de 100 actions.

Nous arrivons au terme de ce tour d'horizon des modèles européens d'actions à vote plural. Je cède la parole au Pr Van den Berghe qui vous exposera le modèle belge proposé par le BGI.

01.03 Lutgart Van den Berghe : Ik zal dat zeer kort doen. Straks volgt er namelijk nog een uitgebreid paneldebat. Bovendien kunt u, zoals ik al gezegd heb, de details van ons voorstel uitgebreid consulteren op onze website.

Ons voorstel gaat in op een combinatie van de

twee grote systemen die u daarnet werden toegelicht, namelijk een combinatie van een algemeen meervoudig stemrecht, wat automatisch kan worden toegekend worden en expliciet kan worden uitgesloten door de algemene vergadering, en een bijzonder meervoudig stemrecht, waarvoor een speciale meerderheid nodig is via een buitengewone algemene vergadering.

Wat zijn de praktische modaliteiten van het voorstel dat wij hebben ingediend? Het is duidelijk dat die niet in alle details of in alle juridische consequenties uitgewerkt zijn. Het zijn de hoofdlijnen van een reflectiedocument waarop voort nagedacht kan worden en dat ook verder uitgewerkt zal moeten worden.

Wat betreft het algemeen meervoudig stemrecht wensen wij vooral te beklemtonen dat dit tot doel heeft de actieve en de stabiele aandeelhouders te belonen. Het is eigenlijk een kopie van het Franse model, met die nuancering dat wij vinden dat het ook moet gaan om actieve aandeelhouders. Het stemrecht kan dus maar behouden worden als men ook effectief aan de aandeelhoudersvergadering deelneemt. Het voorstel bestaat erin om het stemrecht te laten vervallen voor wie in twee opeenvolgende algemene vergaderingen niet aanwezig is of vertegenwoordigd is, zoals dat in de geplogenheden behoort.

Wat betreft het bijzonder meervoudig stemrecht, hebben wij veeleer gekopieerd wat in andere landen bestaat, vooral in de Scandinavische landen. Wij mikken vooral op de controleaandeelhouder. Dit bijzonder meervoudig stemrecht verkrijgt men niet automatisch na een aantal jaren – dat aantal is te bepalen; in het Franse voorstel gaat het om twee jaar –, maar men moet het expliciet laten goedkeuren door de algemene vergadering. Dat moet op een zeer consensueel gebeuren. Vandaar stellen wij voor om dat te doen op een bijzondere algemene vergadering met een zeer uitgebreide toelichting van de redenen waarom men denkt het bijzonder meervoudig stemrecht nodig te hebben. Een aparte toelichting ter zake wordt gegeven door zowel de aandeelhouders als de onafhankelijke bestuurders. Daarbij wordt beargumenteerd waarom men dat voorstel wil doen. Men moet een beslissing nemen met een bijzondere meerderheid. Wij stellen voor om het maximum op vijf te zetten, zoals in het wetsvoorstel staat. Net zoals in het andere systeem, vervalt dit bij verhandeling en niet bij gewone overdracht, zoals in het geval van successie.

De meest belangrijke aanbevelingen die wij menen te doen, betreffen de garanties. Wij zijn ons ervan bewust, zoals ik daarstraks heb gezegd, dat dit model tot nadelen kan leiden, tot misbruiken. Om dat te voorkomen, menen wij dat er twee soorten garanties aan dat voorstel gekoppeld moeten worden.

Een eerste set garanties geldt voor alle ondernemingen die kiezen voor het algemeen meervoudig stemrecht. Wij vragen heel specifieke transparantieverplichtingen in de mate waarin aandeelhouders die daarvan gebruikmaken, een positie in het aandeel hebben en ook in het aandeel handelen. Wij denken dat het een must is dat dit soort van aandeelhouders specifieke rechten heeft en ook specifieke plichten aangaande transparantie, inzake het bezit en handelen in de aandelen.

Voor het bijzonder meervoudig stemrecht zou tot meer problemen of gevaren kunnen leiden. Vandaar dat de eisen voor het bijzonder meervoudig stemrecht, on top van de eisen inzake het algemeen meervoudig stemrecht, bijkomende garanties inhouden. Welke zijn die garanties?

De garanties zijn de volgende. Wij denken dat dat soort van ondernemingen de transparantie integraal moet verwezenlijken, zoals voorgesteld door de code-Lippens. Bovendien wordt de regeling inzake conflicterende belangen zoals ingeschreven in de wetgeving, meer bepaald in artikel 5.24 van het Wetboek van Vennootschappen, uitgebreid, niet alleen tot de moeder-dochtertransacties, maar tot alle transacties waarmee de controlerende aandeelhouder zijn controlepositie heeft opgebouwd dankzij meervoudig stemrecht. Alle transacties tussen de onderneming en de aandeelhouder en de door de aandeelhouder gecontroleerde ondernemingen zouden dus ons inziens moeten vallen onder de regeling van artikel 5.24. Die zeer cruciale garantie zou moeten kunnen vrijwaren dat de controlerende aandeelhouder misbruik maakt van zijn positie om niet de belangen van de onderneming, maar de eigen belangen te dienen.

In dat verband gelden dan de speciale regels van artikel 5.24. Een apart comité van onafhankelijke bestuurders moet oordelen over die transactie.

Voor de rest zijn er daar bijkomende garanties op het vlak van deugdelijk bestuur. Ik haal er een paar uit. Het delegatiebeleid en de autonomie van het management vinden wij een zeer belangrijke

factor in het voorstel. Wij denken dat de controlerende aandeelhouder een tegengewicht moet hebben, een counter-veiling power, in een sterk management met voldoende autonomie en ook voldoende impact in de raad van bestuur van onafhankelijke bestuurders.

Bovendien denken wij dat ook op dit vlak markttransacties in het aandeel door controlerende aandeelhouders bijzondere aandacht en transparantie vereisen.

Voor meer details verwijs ik u graag naar onze website, waarop u morgen het integrale rapport zult kunnen consulteren in de twee landstalen.

Ik maak even van de gelegenheid gebruik om het rapport officieel te overhandigen aan mevrouw Roppe. Mevrouw Roppe, u hoeft het niet te halen op de website. U krijgt het van ons in de twee landstalen. Hartelijk dank voor het vertrouwen dat u in ons hebt gesteld om voor u dit studiewerk te doen.

De **voorzitter**: Ik stel nu reeds vast dat u verder gegaan bent dan de nuchtere vraag om alleen het wetsvoorstel te bekijken en dat de studie veel ruimer en veel interessanter is dan dat wij hadden kunnen verwachten. Ik dank u daarvoor.

01.04 Louis-Henri Verbeke : Dames en heren, op mijn beurt heet ik u welkom. Ik wil mevrouw Roppe danken voor haar gastvrijheid, zowel als die van de leden van haar commissie. Ik vind dat heel mooi, en dank haar voor de inzet in het vooruitbrengen van dit voorstel.

Mesdames, messieurs, j'ai l'honneur de présider ce débat. J'insiste bien entendu sur la possibilité pour chacun de parler sa langue. Si vous le permettez, je privilégierai quelque peu le français par souci d'hospitalité envers Mme Simon, dont les connaissances de la langue néerlandaise sont plutôt limitées. J'ai également vérifié que Jaap Winter comprend le français.

Afgesproken is dat ieder van de sprekers, nadat ik ze geïntroduceerd heb uiteraard, 5 tot 8 minuten een korte introductie zal houden in verband met een aantal vragen dat wij gericht gesteld hebben over hun ervaringen inzake het onderwerp van vandaag. Daar zullen wij mee beginnen.

J'ai donc le plaisir de vous présenter mes invités et les membres du panel.

A ma droite se trouve Mme Simon, docteur en droit à l'université de Paris et qui est, depuis mai 2005, membre du Comité consultatif sur le

gouvernement d'entreprise et le droit des sociétés auprès de la Commission européenne. Il s'agit de l'organe chargé de préparer le terrain dans les matières qui nous occupent aujourd'hui. Elle fut membre du Comité technique des rapports Vienot et Bouton, c'est-à-dire les comités qui ont plus ou moins déterminé la philosophie en matière de gouvernance d'entreprise en France. Il n'est pas interdit de penser que ce sont les comités techniques qui font le vrai boulot. Autrement dit, ce dernier est notamment fait par elle. Elle fut également vice-présidente de la commission des Affaires d'entreprise à l'UNICE. Elle sait ce qui se passe en France; elle sait ce qui se passe en Europe et nous sommes très heureux qu'elle soit parmi nous ce soir.

Aan mijn linkerkant zit Jaap Winter. Indien er een beroemde naam is in de Europese governance, is het die van Jaap. Hij is vennoot in het kantoor De Brauw, dat in Nederland "second is to none" is, zoals dat heet. Hij heeft uiteraard een praktijk in corporate affairs en is ook professor vennootschapsrecht aan de Universiteit van Amsterdam en aan de Columbia Law School.

Ik zal niet over al zijn activiteiten op het vlak van corporate governance uitweiden. Ik neem aan dat de meesten van u daarmee vertrouwd zijn. Hij is ook een van de medeoprichters van Tabaksblat, de Nederlandse governancecode. Hij is ook lid van het Europese Corporate Governanceforum, dat de Commissie adviseert op dat vlak. Ook daar telt de Nederlandse ervaring mee. Onze noordkant is dus afgedekt, net als door Europa onze zuidkant is afgedekt.

Ten slotte is er professor De Cordt.

Le professeur De Cordt enseigne à l'UCL. Il a publié une thèse qu'il a spécialement choisie pour préparer notre discussion de ce soir. Il s'agit de la thèse de doctorat qu'il a rédigée en 2003 sur l'"Égalité des actionnaires, mythe ou réalité?". Certaines thèses peuvent parfois être prémonitoires! Il a également une grande expérience internationale, notamment à Buenos Aires et notamment à la fameuse Université de Berkeley en Californie. J'ajoute qu'il est également membre du conseil académique de notre institut. Nous sommes très heureux de le compter parmi nous aujourd'hui.

Comme je l'ai dit, j'ai demandé à chacun de préparer une petite introduction de cinq à dix minutes. Je commencerai à être un peu nerveux après six minutes. Je serai très nerveux après huit minutes, parce que je dois absolument privilégier

le débat avec vous tous.

01.05 Joëlle Simon : Monsieur le président, madame la députée, je vous remercie de votre invitation à venir parler devant vous des droits de vote double.

Je voudrais d'abord faire un bref rappel historique. Je crois qu'il est important de dire qu'en France, c'est une chose que nous connaissons depuis longtemps puisque la première loi à avoir introduit un vote plural date de 1902. Une loi de 1903 a confirmé le système mais une loi de 1930 est venue interdire la création de nouvelles actions à droit de vote plural. Enfin, en 1933, une loi du 13 novembre a posé le principe de proportionnalité qui demeure le principe en droit français.

Le principe est un principe de proportionnalité avec deux exceptions ponctuelles - dont je ne parlerai pas - qui concernent des sociétés de droit public. L'exception principale est le droit de vote double. Le droit français connaît aussi une autre forme de droit plural avec la société par actions simplifiées, qui est introduite dans notre droit en 1994, et qui offre une très grande liberté statutaire, notamment celle de faire varier les droits de vote. Je n'en parlerai pas car il s'agit d'une société qui ne peut faire appel public à l'épargne mais je crois qu'il était intéressant de le mentionner.

La différence entre le droit français et votre proposition est que le droit de vote double a été conçu essentiellement comme une prime de fidélité qui est accordée, comme cela a été rappelé précédemment, à tous les actionnaires inscrits ou nominatifs depuis moins de deux ans. Ce n'est pas du tout discriminant, tous les actionnaires qui répondent à cette condition, quels qu'ils soient, peuvent obtenir un droit de vote double, alors que vous vous placez plus dans une optique de contrôle. Je ne dis pas que ce n'est pas également un des objectifs du système de droit de vote double mais, initialement, ce n'était pas l'objectif. Il y a, en tout cas, un objectif commun: assurer une certaine stabilité à l'actionnariat.

Pour répondre à une question posée, les avantages pour la société sont bien sûr cette stabilité de l'actionnariat et, puisque le système passe par l'inscription au nominatif, cela permet à la société de connaître son actionnariat. Il y a donc cet objectif de transparence qu'il ne faut pas oublier. Pour l'actionnaire, il s'agit, bien sûr, d'une prime à la fidélité.

Une autre question concernait le risque au regard du système de la gouvernance d'entreprise. Il est vrai qu'en France, le système est critiqué par les investisseurs institutionnels, comme il l'est en Europe généralement. L'association française de gestion financière, même si elle admet que cette pratique a un intérêt et peut récompenser la fidélité des actionnaires, considère que la pratique des droits de vote double ou multiple peut permettre des abus en dissociant le contrôle et la détention du capital. L'AFG, dans ses recommandations en matière de gouvernance d'entreprise, a demandé que cette pratique soit abandonnée.

Il me semblait important de rappeler que dans les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE, on n'a pas retenu le principe "une action, une voix" comme un principe de gouvernance. Il est simplement rappelé, dans les règles, qu'un certain nombre d'investisseurs institutionnels et d'associations d'actionnaires sont favorables à ce principe. La seule recommandation de l'OCDE consiste à demander aux sociétés de rendre publiques les structures de capital et les dispositifs qui permettent à certains actionnaires d'exercer un contrôle disproportionné. Nous sommes donc dans la transparence.

C'est également cette idée de transparence qui a été émise dans le rapport de notre groupe de travail et qui a été traduit dans l'article 10 de la directive sur les offres publiques d'acquisition et l'article 15 de la directive "transparence".

Enfin, l'autorité française des marchés financiers a, en septembre 2005, publié un rapport sur l'exercice des droits de vote en assemblée générale. Ce groupe de travail, qui était très représentatif puisqu'il regroupait des émetteurs, des banquiers, des investisseurs institutionnels et des représentants d'actionnaires minoritaires, n'a pas recommandé la suppression des droits de vote double. Elle a simplement recommandé une transparence complète avant l'assemblée générale, sur l'existence des dispositions statutaires sur les droits de vote double, mais aussi après l'assemblée générale, pour apprécier l'influence des droits de vote double sur l'adoption ou le rejet de certaines résolutions. Ce qui est recommandé, et ce que font déjà un certain nombre de sociétés cotées françaises, c'est la publication sur leur site du résultat détaillé des votes par résolution. Avec le nombre de votes et le montant du capital, on peut déterminer quelle a été l'influence.

Les droits de vote double accroît-il le risque de

gouvernance? Nous ne le pensons pas. Certains auteurs américains ou canadiens ont montré qu'au contraire, des droits de vote double constituaient une garantie pour les petits investisseurs et un moyen de réduire le risque de gouvernance puisque l'actionnaire de contrôle a intérêt à ce que la société soit profitable, ce qui est intéressant pour les actionnaires. Mais évidemment, tout dépend de l'intégrité et de la compétence de l'actionnaire de contrôle.

La transparence est également un point que vous avez retenu dans vos propositions. Mais si je les ai bien comprises, vous l'avez essentiellement attachée aux actions à droit de vote plural particulier. Je ne crois pas que vous ayez fait de proposition sur la transparence pour le droit de vote plural simple.

Pour terminer, je voudrais – si vous me le permettez - vous donner une appréciation sur la proposition. Je trouve cette dernière extrêmement audacieuse puisque vous allez au-delà du système français. En effet, vous proposez que le droit de vote double soit le principe et que si l'on veut déroger à ce principe, il faut le faire par voie statutaire. De plus, vous proposez surtout un système axé sur le contrôle puisqu'il permet de choisir les personnes à qui on attribue ce droit de vote plural.

Je me demande pourquoi vous limitez le champ d'application de cette proposition aux seules sociétés cotées. Vous l'expliquez en disant qu'il est plus difficile de prévoir des discussions de transparence pour les sociétés non cotées. Sur ce point, je ne vous suis pas totalement car je pense que, dans les sociétés non cotées, on peut parfaitement prévoir une information des actionnaires. Ce sont souvent des sociétés qui ont un actionnariat beaucoup moins important que les sociétés cotées, ce qui n'est pas, selon moi, nécessairement un obstacle.

Votre système me semble extrêmement audacieux. Toutefois, il est vrai que vous proposez aussi des garanties importantes.

Cela dit, je voudrais vous soumettre une autre piste de réflexion. Il s'agit de la progressivité des droits de vote en fonction de la durée de détention. Ce système a été proposé, en France, par voie d'amendement, en 1964 et en 1966, mais qui a été rejeté systématiquement par le Parlement qui a estimé qu'il pouvait conduire à certains abus.

Voilà ce que j'avais à dire, monsieur le président.

J'espère ne pas avoir trop abusé de mon temps de parole.

01.06 Louis-Henri Verbeke : Pas du tout, madame.

01.07 Jaap Winter : Dames en heren, ik dank u voor de gelegenheid die ik krijg de invalshoek van Nederland te mogen belichten. Mijn spreektijd is beperkt tot 10 minuten, hetgeen veel te kort is om het Nederlands perspectief uit te leggen. Het is veel erger dan in het rapport beschreven staat. Ik zal het proberen kort te houden.

Het is duidelijk dat in Nederland veel afwijkingen mogelijk zijn van het principe – als het al een principe is – dat een gelijke hoeveelheid investering recht moet geven op een gelijke hoeveelheid zeggenschap. In het rapport dat u nog niet kent, maar dat ik reeds kon inkijken, worden twee afwijkingen genoemd: het degressieve stemrecht en de certificering. Het degressief stemrecht komt in de praktijk van beursvennootschappen niet voor. Het wordt totaal niet gebruikt. Het is een vrij zinloze en ongebruikte bepaling in Nederlands vennootschapsrecht. Daarentegen is de certificering zeer uitgebreid. Men is met dit gebruik begonnen in de eerste helft van de 20^{ste} eeuw toen grote beursvennootschappen met grote familiale aandeelhouders behoefte hadden aan meer kapitaal. Precies om de redenen waarom u er vandaag over nadenkt om iets in Nederland of in België te doen, wilde men toen ook meer free float, maar niet de zeggenschap opgeven. Men bedacht een systeem om effecten uit te geven die geen stemrecht geven, certificaten op aandelen, het stemrecht concentreren in een stichting, een administratiekantoor waar de grootaandeelhouder de zeggenschap kon uitoefenen. Men benoemde zichzelf als bestuurder van het administratiekantoor.

Deze constructie bestaat reeds heel lang. Grote bedrijven zoals Unilever hebben dit in 1929 tot stand gebracht. Het heeft dit type bedrijf in de gelegenheid gesteld om heel geleidelijk een soort overgang te krijgen van een familiebedrijf waar de familie controle wenste uit te oefenen tot een zeer grote multinational met een zeer wijdverbreid aandelenbezit. Het familiale karakter van het bedrijf als Unilever bestaat totaal niet meer. Na 70 jaar is het belang van de familie volledig verwaterd. Het voordeel van de constructie is eigenlijk alleen maar dat het proces veel geleidelijker heeft plaatsgevonden die eerst free float kon krijgen. Pas nadat er vooral wijzigingen in de familie zijn gekomen – de tweede, derde,

vierde generatie die ofwel niet geschikt was of niet bereid was of geen zin had om in het bedrijf een rol te vervullen – heeft de familie afstand genomen van haar controlerende posities. Dat heeft niets met vennootschapsrecht te maken maar met family governance. Het voordeel van dergelijke constructie ligt in de geleidelijkheid. Men kan over een langere periode de gevoeligheid van het behouden van het belang van de familie oplossen.

Andere methoden die niet in het rapport worden vermeld, worden in Nederland veel meer gebruikt. Ik vermeld in het bijzonder de preferente aandelen. Dit zijn aandelen die een vergelijkbare nominale waarde hebben als gewone aandelen, maar slechts beperkt recht geven op een deel in de winst, alleen een vast percentage van een nominaal bedrag. In feite is het een soort obligatie, een soort dividend, een rente op een obligatie. Al de rest van de winst is voor de houders van gewone aandelen. Dit betekent dat men preferente aandelen kan uitgeven aan pari, tegen het nominaal bedrag. De werkelijke waarde van het bedrijf zit niet in de preferente aandelen, maar in de gewone aandelen, terwijl de preferente aandelen dezelfde zeggenschapsrechten hebben. De preferente aandelen worden dus gebruikt om heel goedkoop zeggenschap bij houders van preferente aandelen te stallen. Dat waren vroeger de families. Zij namen preferente aandelen op en behielden heel goedkoop - tegen een aan obligatie denkende vorm van rendement – een volstrekte zeggenschap over het bedrijf. In de tweede helft van de vorige eeuw werden in Nederland die stukken vooral uitgegeven aan financiële instellingen. Verzekeringsmaatschappijen bouwden door middel van de preferente aandelen een belang op van 5% of meer. Dit had nog het fiscale voordeel dat ze een deelnemingsvrijstelling hadden en al de winsten op die preferente aandelen en op de gewone aandelen, als zij die hadden, belastingvrij konden opstrijken.

Die aandelen worden ook gebruikt als beschermingsaandelen, te weten de mogelijkheid om die aandelen uit te geven zonder dat het iets kost aan een stichting die op die manier ongeveer 50% van het geplaatste kapitaal kan verwerven tegen een heel lage kostprijs. Dit is een belangrijke constructie die in Nederland veel is gebruikt en nog steeds bestaat.

Een andere constructie die ook heel boeiend is, zijn de high vote en low vote aandelen. We creëren twee klassen aandelen: een aandeel met een nominale waarde van 1 euro. Aan dit aandeel moet de aandeelhouder 9 euro aan agio boven op storten. Het totaal gestort bedrag is 10 euro. Ten

tweede, een aandeel met een nominale waarde van 10 euro. Het dividend op beide soorten aandelen is gelijk en wordt berekend over het gestort kapitaal van 10 euro. Alleen heeft het ene aandeel een nominale waarde die 10 maal hoger ligt dan het andere aandeel en mag het 10 maal meer stemrecht uitoefenen dan het aandeel met 1 euro aan nominale waarde. Dit systeem wordt niet veel gebruikt. De voorbije 10 jaar is het een paar keer gebruikt door vennootschappen die naar de beurs gaan, precies omdat de grootaandeelhouder bij de beursgang niet bij voorbaat afstand wil doen van zijn zeggenschap. Men wil wel meer kapitaal, maar niet het zeggenschap kwijtspelen.

We kennen eveneens de prioteitsaandelen. U vermeldde ze kort. Bijzondere rechten worden gegeven aan de houders van die aandelen. Voor statutenwijzigingen, benoeming van bestuurders en commissarissen heeft men de instemming van de houders van dit soort aandelen nodig.

Al deze instrumenten werden oorspronkelijk gebruikt voor het doel waarop u nu studeert, te weten de grootaandeelhouder de gelegenheid geven zeggenschap te behouden en niettemin het kapitaal van de vennootschap in handen van derden uit te breiden.

De realiteit in Nederland is de volgende. In nagenoeg geen van de vennootschappen waarin dit de vorige eeuw is gebeurd, hebben de families die aandelen met bijzonder zeggenschap nog. De realiteit is dat ze inmiddels uitsluitend nog gebruikt worden om de positie van het management te versterken, het bestuur en de raad van commissarissen dat zich door middel van deze constructies vrijwaart van elke druk van de aandeelhoudersvergadering.

In Nederland zijn deze instrumenten volkomen gedenatureerd. Als u denkt dat u in België deze kant op moet, zeg ik u bij voorbaat dat op een gegeven moment, meer bepaald als het succesvol is, het instrumenten worden in handen van het management en niet in de handen van de grootaandeelhouder. Tegen die tijd bent u in de situatie waarin Nederland zich nu bevindt en waarin al deze instrumenten langzaam worden afgeschaft, afgebroken door wetgeving, door druk van de institutionele belegger, door governance codes, die allemaal de strekking hebben dat het management en de raad van commissarissen deze instrumenten niet mogen gebruiken om de druk van de aandeelhoudersvergadering op hun handelen en de controlerende bevoegdheid van de aandeelhouders tegen te werken.

Nederland heeft nooit remedies gemaakt tegen dit instrument in het vennootschapsrecht. De garanties waarover u spreekt om de potentiële nadelen te voorkomen, werden in het Nederlands recht nooit ingevoerd. In plaats daarvan vindt thans afbraak plaats van deze constructies.

Een voorspelling uit het Noorden zou de volgende kunnen zijn. Mocht u het thans invoeren, zult u daar over enige tijd ook mee bezig zijn. Het kan 50 jaar duren of 70 maar ook slechts 20 jaar, maar misschien komt dat moment wel een keer.

Ik kom tot de Europese invalshoek. Is dit volgens Europa allemaal toelaatbaar? Het gaat over one share, one vote, de proportionaliteit en de vraag naar de piramideconstructies die u mij specifiek hebt voorgelegd in het eerst rapport van de High Level Group. We hebben wat negatiefs gezegd over de piramides voor zover piramides alleen worden gehanteerd om de financiering mogelijk te maken voor de grootaandeelhouder door de minderheidsaandeelhouders van zijn versterkte controle. In het eerste rapport hebben we een doorbraakregel geïntroduceerd voor allerlei beschermingsconstructies bij het geval van een overnamebod. Daar past de piramideconstructie heel moeilijk in. Daarom hebben we in ons tweede rapport gezegd dat het type van misbruiken zoals de piramideconstructies die uitsluitend die doelstelling hebben, in het algemeen niet op de beurs zouden mogen worden toegelaten.

De werkelijke vraag is of men inderdaad piramides kan onderscheiden die uitsluitend die doelstelling hebben van piramides die ook andere, misschien meer gerechtvaardigde, doelstellingen hebben? Dat is een hele klus.

Die vraag ligt ook voor in de studie die op Europees niveau nu wordt verricht naar one share, one vote. Er bestaat wat misverstand over de strekking van die studie. Die studie geeft een beeld van de verschillende afwijkingen die in Europa bestaan van het principe – als het al een principe is, maar toch de gedachte – dat eenzelfde hoeveelheid investering zou moeten leiden tot eenzelfde hoeveelheid zeggenschap. In die studie worden piramides mee beoordeeld.

Wat de studie echter zal doen, is alleen beschrijven wat er aan afwijkingen bestaat, het meten van de frequentie van ieder type afwijking en de beschrijving van de bestaande economische literatuur, of die afwijkingen nu positief of negatief zijn. Er is diverse literatuur, beide kanten opwijzend overigens, en die zal

worden beschreven.

Wat de studie niet doet, is aangeven wat eigenlijk het probleem is van al die afwijkingen en of er wel een probleem is, wat dat dan is en hoe groot het is. Daar gaat de studie niet over. Ze gaat ook niet over welke remedies het vennootschapsrecht of het effectenrecht kan bieden om die problemen, als zij er zijn, op te lossen of te mitigeren. Bijvoorbeeld: verhoogde transparantie, tegenstrijdig belang, een versterkte rol van onafhankelijke commissarissen of non-executive directors – iets waarmee u ook bezig bent met uw garanties. Daar gaat de studie ook niet over en daarover wordt er niets gezegd.

Men moet dus concluderen dat in de studie niets wordt gezegd over de vraag wat wij moeten doen. Moeten wij een regel maken die one share, one vote verplicht stelt in de Europese Unie? Of moeten wij alternatieve maatregelen nemen? Moet de Europese Unie dat doen of moet dat op lidstaatniveau gebeuren? Die vragen worden allemaal niet beantwoord in die studie.

Wij in het forum maken ons daar ook zorgen over en wij piekeren over hoe wij het juiste antwoord kunnen krijgen op die vragen. De studie is nuttig omdat zij een beeld verschaft over wat er in de werkelijkheid gebeurt, maar dat is maar het eerste deel van de vraag, laat staan van het antwoord op de vraag. Voordat de commissie een antwoord kan geven, moeten wij meer weten, namelijk over de vragen die niet in de studie worden beantwoord.

Ik kan niet goed voorspellen wat daar zal uitkomen, behalve dat ik zeker weet dat er veel meer mogelijk is dan uitsluitend de regel dat voor iedereen one share, one vote, geldt. De meeste mensen die u daarover ondervraagt, zullen de neiging hebben te kijken naar al dat andere en niet zozeer naar de verbindende regel: one share, one vote, die op Europees niveau zou moeten gelden.

Ik meen niet dat die regel politiek te realiseren valt binnen afzienbare termijn. Als ik zie hoe lidstaten amechtig hebben geprobeerd onder de doorbraakregel van de 13^e richtlijn uit te komen – met succes, dankzij het optieregime in die richtlijn – kan ik mij niet voorstellen dat lidstaten het ineens wel eens worden over de veel verderstrekkende regel one share, one vote, die altijd geldt en niet alleen in overnamesituaties.

Het is ook maar de vraag of die regel zo succesvol zou zijn en of men niet veel te veel beperking

oplegt aan de flexibiliteit van ondernemingen om verschillende types van effecten uit te geven. Daar kan men over twisten, en ik heb het antwoord niet. Ik heb wel zelf een visie maar die zal ik u niet geven. Dat komt later misschien wel eens een keer. Ik meen echter niet dat dit type bindende regel eruit zal komen.

Ten slotte, als u in België de voorgestelde regels invoert, moet u rekenen op stevige kritiek. Die kritiek komt inderdaad uit de hoek van de institutionele beleggers. Waar ik bezwaar tegen maak, is – zoals u eerder werd gezegd – dat het allemaal kortetermijnbeleggers zouden zijn. Dat is absoluut niet waar. Er zitten zonder meer kortetermijnbeleggers bij die haast als arbitrageanten proberen een voordeeltje te behalen bij het minste of het geringste dat met de vennootschap of op de markt gebeurt. Die zijn er zeker bij. Er zijn ook beleggers bij die voor een langere termijn beleggen en die een serieus belang hebben bij een evenredige verdeling van zeggenschap en investeringen.

Bovendien, en dat is wel een zorg die u zich moet aantrekken als u dit doet met de gedachte dat het daardoor vennootschappen beter mogelijk wordt gemaakt om meer kapitaal aan te trekken, meer free float, terwijl de grootaandeelhouder zijn zeggenschap behoudt, moet die free float dan wel komen van de institutionele beleggers die tegen u zeggen dat zij hierin niet willen investeren. Er is evenwel een groot verschil tussen zeggen en doen, ook bij institutionele beleggers. Als de onderneming maar goed genoeg is en het rendement maar prachtig genoeg klinkt dan zullen ze misschien toch wel investeren. Als u bij voorbaat weet dat er een gevoel zou zijn bij die groep beleggers die u precies nodig heeft, dat men hierin geen zin heeft, dan zou dat in de praktijk best eens tot wat aarzeling kunnen leiden.

Mijn laatste opmerking gaat over uw garanties. Deze garanties zijn nodig om te voorkomen dat de grootaandeelhouder met een soort disproportionele toekenning van stemrecht het nog makkelijker krijgt om voordelen uit de vennootschap te halen die in feite ook alle andere aandeelhouders toekomen op basis van hun financiële belang, maar die hij alleen eruithaalt omdat hij een versterkte controlepositie heeft door allerlei transacties die de buitenwereld niet of niet goed kan zien. Het paradoxale is: hoe meer garanties we daartegen opwerpen, hoe minder lol er is voor de grootaandeelhouder om nog grootaandeelhouder te zijn. U wilt die grootaandeelhouder juist in een positie brengen dat hij zijn controle kan vasthouden, terwijl de free

float stijgt. Als u tegelijkertijd allerlei garanties inbouwt die maken dat er voor hem geen lol meer aan is; waarom zou hij het dan doen? Bijten we onszelf niet in de staart met de garanties? Dat is een existentieel probleem van dit type constructie. Hoe meer we garanties bieden omdat we denken dat die gerechtvaardigd zijn – ik kan daarin volledig meegaan –, hoe minder kans er is dat de grootaandeelhouder dan nog denkt dat het interessant is. Dit lost uw probleem misschien niet op. Als u het wilt doen, moet u het doen zonder garanties. Dan werkt het, maar dan krijgt u ook het probleem van de grootaandeelhouder die meer uit de vennootschap haalt dan ons lief zou moeten zijn.

Ik geloof dat ik het daarbij laat.

01.08 Yves De Cordt : Monsieur le président, je voudrais d'abord remercier Mme Roppe et Mme Van den Berghe de m'avoir convié à prendre la parole ce soir devant vous.

Rassurez-vous, je ne vais pas résumer en dix minutes ma thèse de doctorat comme aurait pu le laisser entendre la présentation du président mais je veux vous faire part d'une évolution personnelle concernant la problématique des actions à vote plural.

Avant de rédiger une thèse sur l'égalité, j'étais résolument contre. Après la rédaction de cette thèse, j'éprouve des difficultés à comprendre pourquoi on pourrait ne pas soutenir cette proposition. Rédiger une thèse sur le principe de l'égalité vous vaccine contre la dogmatique et, comme dans beaucoup de matières relevant du droit économique, vous encourage à la flexibilité et au pragmatisme.

Il existe un lien entre les actions à vote plural et le thème de l'égalité. De même, il y a un lien entre les actions à vote plural et ce qu'on appelle la démocratie des actionnaires car on considère que l'instauration d'un régime d'actions à vote plural ira à l'encontre de ces deux dogmes.

On parle ici de l'égalité interne et non externe, c'est-à-dire celle qui a une vigueur encore plus grande dans le cadre de cessions de contrôle. L'égalité interne est, en réalité, le principe selon lequel, au sein de la société, les actionnaires qui se trouvent dans une situation identique, doivent être traités de la même façon. En soi, l'énoncé du principe indique déjà qu'il y a une portée éminemment relative puisqu'il faut se trouver dans une situation identique.

On peut avancer deux fondements à ce principe. Si ces fondements sont fragilisés ou tempérés, on pourra en déduire qu'il est concevable d'introduire des actions à vote plural.

Selon le premier fondement, le contrat de société est considéré comme un contrat d'intérêt commun, à l'exécution duquel les parties collaborent sur pied d'égalité. De façon plus brève, c'est ce que veut traduire la notion d'*affectio societatis* qui peut paraître lyrique ou sentimentale mais qui décrit cette collaboration égalitaire, ce contrat d'intérêt commun.

Je ne vous apprendrai rien en disant que la société anonyme s'émancipe de plus en plus du contrat, qu'elle se rapproche de l'institution, de la structure. Au sein de la masse des actionnaires, y a-t-il encore l'homogénéité qui permettrait de déduire qu'un intérêt commun les réunit? L'investisseur est-il encore un actionnaire? On constate également que des rapports hiérarchiques se sont instaurés au sein de la société anonyme.

Le deuxième fondement est la proportionnalité entre le risque et le pouvoir qui pourrait justifier le principe "une action, une voix". Là aussi, on peut considérer sans mener une analyse approfondie que l'investisseur risque sa mise, son enjeu financier alors que l'actionnaire de contrôle peut risquer bien davantage ou investit davantage, à savoir sa responsabilité, son énergie, son savoir-faire parfois. Dans la mesure où il ne peut pas diversifier sa mise, comme peut le faire un investisseur institutionnel, son risque est plus élevé. En effet, il ne peut quitter la société aussi facilement qu'un investisseur.

Dès lors, on peut aujourd'hui déjà légitimer des distinctions entre actionnaires ou des dérogations aux principes. Par exemple, la dérogation générale en vertu de l'intérêt social que je ne vais pas me risquer à définir ici. On peut en tout cas considérer que s'agissant de grandes sociétés, leur expansion, leur continuité et leur développement correspondent à leur intérêt social. Quant au droit de vote, l'exposé de Tristan Dutry a montré qu'il y a déjà des dérogations ou des atténuations au principe d'égalité. Elles sont simplement moins franches, un peu plus obscures qu'une dérogation aussi transparente que les actions à vote plural.

Le deuxième principe est celui de la démocratie des actionnaires.

Je pense, à ce sujet, qu'il ne faut pas se focaliser

sur le moment décisif que représente le vote. Il y a, pour parler d'une démocratie entre actionnaires, tout ce qui précède le vote. Ce qui me semble important, c'est la participation, l'expression de volonté, les débats. De ce point de vue, je pense qu'on peut concevoir qu'il y ait, d'une part, des actions à vote plural et, d'autre part, qu'on favorise la participation au dialogue sociétaire. Faciliter la présence des réformes à propos du "record date" ou à propos des délais de convocation est une bonne chose. On pourrait imaginer que le seuil en pourcentage du capital qui permet aux actionnaires de faire convoquer une assemblée générale ne soit plus aussi élevé qu'aujourd'hui: 20%, cela paraît énorme. On pourrait ramener ce seuil à 5%. La réception d'informations, la communication de documents, le fait de poser des questions aux administrateurs et, en bout de course parfois, le fait de pouvoir introduire une action en nullité ou une action en responsabilité sont aussi des aspects importants de la démocratie entre actionnaires. Il ne faut pas se focaliser sur le moment ponctuel du vote et, de la sorte, considérer que les actions à vote plural seraient contraires à ce principe démocratique.

Par rapport aux garanties de la proposition, je trouve d'abord qu'il y a un équilibre intéressant entre le droit de vote plural général et le droit de vote plural particulier.

Pour ce qui est du droit de vote général, on retrouve les conditions de fidélité, de loyauté et d'incessibilité ou, en tout cas, de caducité du droit de vote plural en cas de cession. Mais il y a aussi une chose qui me semble intéressante: la condition d'assiduité, c'est-à-dire qu'il faut être fidèle mais aussi exercer le droit de vote pour que le droit de vote plural subsiste.

Pour ce qui est du droit de vote plural particulier, on applique un critère de relevance qui permet de déroger au principe d'égalité ou plutôt de mieux le comprendre, puisqu'un actionnaire n'est pas dans la même situation que les autres. On impose une modification des statuts avec une justification renforcée, un peu, sans doute, comme quand il s'agit de déroger au droit de préférence. On empêche la valorisation du droit de vote plural au moment des cessions de contrôle; autrement dit, à un moment où la valeur économique du droit de vote peut être importante, on ne peut pas jouir de cet avantage. Puis, il y a le retour à la version de l'article 524 originel – ce qui était le contenu de l'article 60bis – où, dans les sociétés cotées, on régit les conflits d'intérêt dans le chef d'un actionnaire influent.

Je pense que, pour ces raisons, la proposition est équilibrée. Elle l'est aussi parce qu'elle a recours au principe de transparence qui, selon moi, est un principe cardinal dans cette matière, comme dans d'autres. Les investisseurs vont acquérir des actions de telle ou telle société en connaissance de cause. Le système est plus clair que quand il y a des subterfuges obscurs à propos desquels les investisseurs ne sont pas informés. Les conditions d'octroi sont, selon moi, objectives. L'actionnaire concerné doit communiquer à propos de sa politique et il y a aussi une transparence sur les opérations de marchés qui font que ce principe de transparence est finalement au cœur de la proposition.

01.09 Louis-Henri Verbeke : Nous avons été un peu plus longs que prévu. Monsieur Lévy-Morelle, je vous donne immédiatement la parole pour que vous nous fassiez entendre vos suggestions.

01.10 Jacques Lévy-Morelle : Je suis Jacques Lévy-Morelle, secrétaire général de la société Solvay, société cotée qui a quelques milliers d'actionnaires et qui est donc très intéressée par ce sujet. Je ferai une suggestion et deux remarques.

La suggestion va dans le sens de la proposition de rechercher des incitatifs à la participation aux assemblées générales, en particulier du côté des personnes physiques. Octroyer une voix de plus est certes un incitatif mais il ne me semble pas extrêmement puissant. Je voulais donc vous suggérer un incitatif supplémentaire: il consiste à accorder à ceux qui ont répondu aux conditions de votre proposition le précompte à 15% plutôt qu'à 25%. Vous aurez beaucoup de monde aux assemblées générales si vous faites cela.

Les deux remarques touchent toutes deux à la sécurité juridique. La première tombe, de manière contemporaine, avec la proposition législative visant à nous mettre en conformité avec la 13^e directive en matière d'OPA. Cette problématique est commune à tous les pays qui nous entourent. Nous allons donc vers un système où le déclenchement des OPA sera subordonné au franchissement d'un seuil, quel que soit ce seuil. À partir du moment où nous combinons cela avec un système de vote plural, puisque le seuil est calculé en proportion des droits de vote et pas en proportion des actions, on pourra très bien se retrouver devant un franchissement de seuil accidentel, vers le haut ou vers le bas, en raison du caractère à géométrie variable du droit de vote. Je crois qu'il s'agit d'une problématique connexe à notre thème d'aujourd'hui et qu'il faut vraiment la

prendre en considération si on veut éviter des accidents regrettables.

Dans le même esprit, quand on organise des assemblées générales, on est très soucieux dans les sociétés de ne pas se retrouver ultérieurement avec une difficulté dans le décompte des voix qui peut mettre en péril la validité de cette assemblée. Autant je comprends bien le système français qui s'attache au caractère nominatif de l'action, le registre des actionnaires étant aisément contrôlable, autant je me demande si avec les actions dématérialisées, le contrôle ne sera pas beaucoup plus complexe et si on ne va pas entrer dans des difficultés de comptage et des risques de conflits sur le résultat des votes voire sur le calcul des quorums. Pour des sociétés qui organisent des assemblées générales, le sujet est très préoccupant.

01.11 Louis-Henri Verbeke : Il est évident que l'Institut a tout d'abord essayé de voir dans quelle mesure le principe était admissible. Il est également évident que l'acceptation de ce principe a un effet sur le nombre de mesures législatives et qu'il faudra voir l'effet d'un vote multiple sur chacune d'elle.

Pour ce qui concerne l'incitatif, l'idée était simple. Elle consistait à dire que, dans la mesure où un actionnaire se propose d'assurer la continuité de l'entreprise, il doit au moins prendre la peine de se rendre à l'assemblée générale pour s'en expliquer - tel est notre raisonnement - et, à la limite, être à la disposition des autres actionnaires qui souhaitent avoir des explications, si telle est la demande de l'assemblée générale. Voilà plutôt le raisonnement que nous avons tenu.

Pour ce qui est du décompte des voix, il est évident qu'il y a une technicité "à creuser", si je puis dire. Mais il faut, d'abord, selon moi, faire admettre les principes avant de voir quels les sont problèmes liés à leur application.

Je ne sais pas si la France connaît des problèmes particuliers en la matière ou des questions particulières.

Je crois que les Belges comptent aussi bien que les Français. Nous ne partageons pas la même langue, mais nous partageons les mêmes mathématiques, si je puis dire. Toutefois, il est vrai que cela peut poser des problèmes de complexité.

Ik wil daar graag nog een woordje bijvoegen over de tussenkomst van Jaap. U weet dat wanneer

men in internationaal gezelschap – het is mij een paar keren overkomen – de panoplie van Nederlandse maatregelen bekijkt, het overzicht soms aanleiding geeft tot enige hilariteit, als ik het zo mag uitdrukken, omdat zowat every trick in the trade in Nederland mogelijk is.

Ik denk dat je dat dus ook een deel moet gaan beoordelen in dat bijzondere kader van Nederland. Wanneer je kijkt naar Frankrijk waar heel wat minder tricks of the trade mogelijk zijn, zeg maar in België waar helemaal geen tricks van doen zijn, heb je natuurlijk een andere benadering. Ik wil er nog bijvoegen dat we een stuk geanticipeerd hebben op de impliciete kritiek. We hebben uiteraard Jaap uitgenodigd om die kritiek te leveren. Dat is helemaal geen verwijt. Door het feit dat het voorrecht verloren gaat bij overdracht, kom je natuurlijk voor een stuk tegemoet aan die kritiek: je kunt dat niet aanwenden voor iets anders, of in mindere mate althans zou ik denken.

Daarenboven wil ik toch zeggen, Jaap, dat ik al twintig jaar hoor zeggen dat al die tricks tot gevolg hebben dat er minder interesse is van de institutionelen, wat je in verband met de Nederlandse aandelenmarkt toch niet kan vaststellen. Ik vraag me dus wel af in welke mate, indien dit tot de geploegenheden behoort van het land waarin men investeert, men niet a priori aanvaardt dat het in dat land inderdaad zo gebeurt en dat, met andere woorden, deze bezwaren minder van structurele aard zijn dan meer te maken hebben met de omgeving waarin ze tot stand komen. Uiteraard hoor ik graag het wederwoord.

01.12 Jaap Winter : Daar ben ik het helemaal mee eens. Ik heb ook zelf gezegd dat tussen te zeggen wat je niet goed vindt en dat je kritiek hebt en vervolgens te beslissen om niet te investeren als institutionele belegger, een grote wereld ligt. Degenen die zeggen dat ze het niet goed vinden, werken op andere afdelingen binnen institutionele beleggers dan degenen die investeringsbeslissingen nemen: die kijken doorgaans naar heel andere criteria. Of de soep zo heet gegeten wordt als de kritiek doet vermoeden, dat is maar zeer de vraag, daar ben ik het mee eens. Niettemin moet je ervan uitgaan dat die kritiek wel komt. Voor Nederland heb je ook gelijk dat er niettemin nog steeds relatief veel institutionele beleggers beleggen in Nederlandse vennootschappen waar al deze trucs worden toegepast, maar de druk gaat maar een kant op: de druk is afkomen van die trucs.

Als u de institutionele beleggers uitnodigt op deze

basis in uw vennootschappen te beleggen, dan kunt u er van op aan dat u de rest van uw leven te maken krijgt met institutionele beleggers die voortdurend kritiek hebben op uw governancestructuren. Dat kan goed zijn – het houdt je scherp – maar dat is wat je erbij krijgt. Dat zal doorgaans niet vervelend zijn als de vennootschap uitstekend functioneert en als het bedrijf goed loopt. Zodra er dingen fout blijken te gaan – dat is zeker een typisch Nederlandse ervaring – als de vennootschap ergens over struikelt en er dingen mis gaan, dan blijkt in de perceptie van deze beleggers het probleem altijd te liggen bij de governance. Of het nou over Unilever gaat dat al jaren lang minder goed presteert dan Nestlé en andere concurrerende bedrijven, dan is dat ineens een governanceprobleem. Of het nou gaat over Shell, waar misschien toch wat rare dingen zijn gebeurd bij het hele beloningsstelsel of bij het boekhouden voor reserves, dan blijkt dat een governanceprobleem. In die situatie bent u wel kwetsbaar. Ik zeg niet dat dit betekent dat u het niet moet doen, maar je moet er wel rekening mee houden dat dit moment er een keer komt.

01.13 Lutgart Van den Berghe : Ik denk dat u heel veel interessante tussenkomsten hebt gedaan, waar we zeker graag gebruik van maken.

Ik heb een heel korte reactie.

Ten eerste, ik zeg niet dat alle institutionelen kortetermijnbeleggers zijn, maar als ik vandaag kijk naar de Nederlandse governance-omgeving, zie ik dat er heel veel kritiek komt op de manier waarop kortetermijnbeleggers – ik geef één voorbeeld dat breed in de pers is uitgesmeerd, dat van Stork – met dertig procent van het kapitaal, als er geen beschermingsconstructies meer zijn in een onderneming, waar men komt van een gespreid aandeelhoudersschap, een aantal van de basiswaarden van het Nederlandse model op de helling zetten. Men ziet dat men nu naar de Ondernemingskamer toe wil stappen om die te laten beslechten of uiteindelijk stakeholders dan wel aandeelhouders het voor het zeggen hebben in de Nederlandse onderneming.

Ik ben het met u eens dat er heel veel tegenstand is gekomen, maar nu ziet men dat er op andere vlakken een andere tegenstand is gekomen. Men beseft dat men een model heeft ontwikkeld dat zeer dienend is geweest voor de ontwikkeling van multinationals in Nederland. Dat model is op een bepaald punt in opspraak gekomen omdat heel veel institutionele partijen ondertussen een heel belangrijk aandeel hadden opgebouwd en dus dit

soort van inspraak wilden. Terwijl aandeelhouders in een referentieaandeelhoudersmodel altijd inspraak hebben, hadden zij niets. Ik denk dat het Nederlands model ook op dit vlak duidelijk was doorgeschoten, maar tegenwoordig ziet men toch heel gemengde situaties ontstaan. Niet alleen de institutionelen, maar ook de vakbonden, de politiek en het management roeren zich in het debat. Als u zegt dat het model ondertussen gedenatureerd is en afgebouwd wordt, dan hoop ik dat wij met dit voorstel zoveel tijd mogen krijgen als Nederland om ook de multinationals op te bouwen die jullie hebben kunnen opbouwen.

01.14 Victor Delloye : Monsieur le président, mon nom est Victor Delloye et j'appartiens à la Compagnie nationale à portefeuille, mais je parle en mon nom personnel.

Je suis personnellement partisan des actions à votre plural, mais je me heurte toujours à cette problématique pour laquelle je ne parviens pas à trouver une solution: quel est l'intérêt et surtout quelle est la garantie pour l'actionnaire de contrôle, de fait ou de droit, qui renonce à ce contrôle de droit ou de fait tel que spécifié dans le Code des sociétés pour opter pour les actions à vote plural? Donc, il améliorera le 'free float' de l'action cotée en bourse par hypothèse.

Comment peut-on être certain que, ultérieurement, il ne sera pas privé, par exemple, par une évolution législative, de ce contrôle de droit qu'il détenait auparavant?

01.15 Louis-Henri Verbeke : C'est une bonne question. Il s'agit donc de la stabilité du droit des sociétés belges auquel vous faites allusion.

01.16 Victor Delloye : Il est fondamental: en effet, il est clair que quelqu'un qui a déjà un contrôle et qu'on lui présente les actions à vote plural répondra qu'il fera un effort, qu'il cédera dans le marché des actions pour obtenir des actions à vote plural. Mais si, cinq ans après, ultérieurement, on modifie les règles du jeu, il me semble que c'est un peu aléatoire.

C'est la raison pour laquelle le système français n'est pas intéressant du point de vue du contrôle: dans ce système, il suffit d'une mutation, même à l'intérieur d'un groupe, pour perdre toutes vos actions à vote double.

01.17 Joëlle Simon : C'est bien pour cette raison que, lorsqu'on a dit que le dispositif français était une mesure de défense anti-OPA, je pense que non: ce droit se perd quand on cède le titre. De

toute façon, à ma connaissance, il n'existe pas d'exemple en France où l'existence de droit vote double ait conduit à l'échec d'une offre. Au contraire, l'existence du droit de vote double amène à proposer un prix plus intéressant pour les actionnaires.

Concernant ce que vous dites sur la suppression par le législateur de ce droit, je crois que la question s'est posée également à propos de la directive et des suites de notre rapport sur les OPA. En effet, la question s'est posée de savoir comment on indemniserait les gens si l'on appliquait la règle de neutralisation des mesures. Puisque des gens qui avaient des droits se trouvaient du fait de l'application de la règle de neutralisation, privés de leurs droits.

La question s'est posée en Allemagne lorsqu'on a supprimé les variantes au principe "une action, une voix". Cela a entraîné des problèmes constitutionnels assez complexes. Le rapport a posé cette question de l'indemnisation.

La question se pose donc et il me paraît très difficile pour un législateur de tirer un trait sur des droits sans prendre en compte l'existence de ces droits. Voilà qui me paraît étonnant.

Je voudrais juste revenir sur l'intervention de M. le secrétaire général de Solvay.

Vous disiez, monsieur, que la dématérialisation de titres posait un problème. En France, on connaît la dématérialisation depuis des décennies: nous avons été parmi les premiers à l'introduire. Avec le système de l'inscription sur un registre, les actionnaires n'ont plus de titres papier. On résout ce problème: nous sommes dans un système de dématérialisation avec possibilité d'inscription sur un registre des titres nominatifs.

01.18 Louis-Henri Verbeke : Oui, ça me semble un problème technique pour vérifier en fait l'identité de l'actionnaire. C'est de cela qu'il s'agit.

01.19 Christine Darville : Mes questions s'adressent plutôt à Mme Roppe. On a discuté, il y a déjà quelques mois, de différentes propositions et projets de loi (surtout des propositions de loi) sur des actions à vote multiple. Vous avez rappelé, tout à l'heure, l'historique.

Quelle est l'intention de votre commission en la matière, maintenant que l'étude que la commission a demandée au BGI est terminée, que ce dernier a fait une proposition qu'il l'a établie de manière objective? La question est purement

politique. Quelles sont vos intentions à l'égard de la commission? Va-t-on reprendre les discussions sur la base des propositions existantes ou sur la base d'une nouvelle proposition? Vous allez sans doute me répondre que la décision ne vous appartient pas, mais quelles sont vos intentions à cet égard?

De **voorzitter**: Mevrouw Darville, ik dank u voor uw interessante vraag. Ik weet dat u de commissiegesprekken goed volgt en uw aanwezigheid blijft daar meestal niet onopgemerkt.

Toen wij de eerste keer over het wetsvoorstel spraken, bleek heel duidelijk in de discussie dat het eerder een puur politiek debat aan het worden was zonder dat echt duidelijk was wat de situatie in België en vooral in de ons omringende landen was.

We hebben daarom op het einde van de hoorzittingen besloten een diepgaander onderzoek over deze materie te laten uitvoeren. De uiteenzettingen op dat ogenblik gaven immers aan dat het thema niet bij alle commissieleden voldoende doordacht aanwezig was.

Wij zijn heel blij met het feit dat er nu resultaten zijn gekomen uit die opdracht. Ze moeten uiteraard door de commissieleden met de nodige aandacht worden bekeken. Ze gaan echter ook verder dan een loutere kritiek op het voorliggend wetsvoorstel. Dat is mij nu al duidelijk.

Het gevolg daarvan zal dus zijn dat er nieuwe wetsvoorstellen kunnen worden uitgewerkt. Het staat mijn collega's volksvertegenwoordigers uiteraard vrij om dit basisdocument inspirerend te laten zijn voor de voorstellen die zullen worden uitgewerkt.

Het is de bedoeling dat alle commissieleden de tijd nemen om dit verslag door te nemen en we kijken met belangstelling uit naar nieuwe voorstellen die daaromtrent zullen worden geformuleerd.

Ik verheug mij op uw aanwezigheid tijdens de debatten.

01.20 Louis-Henri Verbeke : Ik weet dat wij onze tijdlimiet overschrijden, maar we hebben misschien nog tijd voor een laatste suggestie of vraag vanuit de zaal.

01.21 Charles Demoulin : Monsieur le président, je représente Deminor.

Personnellement, je suis assez content qu'il y ait un débat sur la question. Il est important de défendre un principe. Je n'ai pas besoin de vous expliquer ce que pense Deminor de la question; ce n'est pas en se comportant comme un ayatollah que l'on convainc ses contradicteurs de son bon droit. Il est positif de mener un débat sur la question et d'avoir à disposition un travail réalisé par BGI.

Je souhaiterais néanmoins être certain que ce débat ne sera pas influencé par certaines considérations que j'entends malheureusement de plus en plus souvent et qui ont d'ailleurs été répétées en début de séance. Le professeur Winter y a déjà apporté une réponse. En effet, dire que tous les actionnaires actifs sont des "sauterelles", terme utilisé en Allemagne, c'est une vision un peu réductrice de la réalité.

Beaucoup d'actionnaires institutionnels ont une vision à long terme, notamment parce que leurs obligations vis-à-vis de leurs propres clients ou investisseurs sont aussi à long terme, mais qui plaident également, avec force, pour le 'one share, one vote'. Il me semblait important de revenir sur ce point.

Je tiens également à relever une certaine contradiction déjà abordée précédemment, sans aller jusqu'au bout de la réflexion. En Europe et en Belgique, en particulier, on dit qu'il faut favoriser la participation des actionnaires au débat. Toute une discussion a lieu sur le droit de poser des questions, sur le droit de convoquer une assemblée générale, de faire des propositions à l'agenda, etc. N'y a-t-il pas une certaine contradiction à dire: "venez à l'assemblée générale, participez à l'assemblée générale, faites entendre votre point de vue mais, de toute façon, à la fin de l'assemblée générale, quand nous voterons, c'est nous qui déciderons comment les choses se passeront."

Un débat implique aussi une possibilité d'influencer le résultat du débat, à savoir la prise de décision. Or, selon moi, instaurer des droits de vote multiple va gravement porter atteinte à cette possibilité, pour les actionnaires, d'influencer le débat. Ils n'ont pas tous une vision à court terme, certains ont aussi une vision à long terme de leurs investissements. Il faut avoir une vision très large et surtout pas réductrice dans cette discussion qui est fondamentale. Je le répète: je suis bien content qu'une discussion se tienne en Belgique même si, entre-temps, l'Europe avance de son côté.

01.22 Luc Bertrand : Mijnheer de voorzitter, ik ben Luc Bertrand van Ackermans & van Haaren en ik zou kort willen interveniëren, meer als man van de praktijk dan als jurist. Ik kan u zeggen, en ik spreek in eigen naam, dat wij over een periode van bijna 30 jaar heel veel gevallen hebben meegemaakt waarin het voor ons als Belgisch bedrijf niet mogelijk was om een van onze concurrenten over te nemen. In een aantal van die gevallen heb ik enkele jaren nadien het tegenovergestelde zien gebeuren. Ik denk dat wij vandaag als Belgen in een zeer unfair positie leven in het midden van West-Europa. Wij zeggen dit al meer dan twintig jaar, maar wij krijgen geen antwoord.

Ik heb grote schrik dat deze commissie eens te meer niet tot een goed einde zal leiden. Ik heb nog meer schrik omdat het al bijna twee jaar duurt om dit te bestuderen en in de commissie te behandelen. Ik hoor wat mijn collega van Deminor zegt. Ik begrijp zijn standpunt. Ik merk evenwel dat in situaties waarin mensen kwetsbaar zijn in Nederland, grote Nederlandse bedrijven het toch overleven. Ik zie ook dat de sprinkhanen waarover men het had allemaal op dezelfde plaats samenkomen, met een zeer grote consistentie.

België is vandaag tegen dergelijke zaken zeer weinig opgewassen. Daarom hebben wij zoiets nodig. Ik spreek alleen als man van de praktijk. Ik denk dat wij ons allemaal zeer goed hebben georganiseerd, met als gevolg dat wij trager moeten groeien. Natuurlijk hebben wij in België minder grote multinationale bedrijven dan in de ons omringende landen.

01.23 Louis-Henri Verbeke : Ik meen dat dit inderdaad een aansporing uit de praktijk is. Wilt u hierover nog iets zeggen, mevrouw Roppe?

De **voorzitter**: Ik wou nog heel even iets zeggen over het min of meer gebrek aan vertrouwen dat volgens mij wordt geuit ten opzicht van de commissie. Ik kan natuurlijk niet voorspellen wat het resultaat van de commissiewerkzaamheden zal zijn. Ik kan alleen even reageren op de termijn die er is geweest. Tussen de gesprekken en een hoorzitting ter zake in de commissie in 2004 en vandaag ligt inderdaad twee jaar, maar dat heeft te maken met de grondigheid van het onderzoek dat inmiddels is gebeurd. Ik neem graag de verwijten tegenover de commissie aan, maar de andere vaststellingen wil ik toch even duiden. De ongerustheid kan ik begrijpen en zelfs in grote mate delen. Ik denk echter dat het rapport, ook omdat er vandaag een studiedag ter zake kon

plaatsvinden, nu de nodige aandacht zal krijgen, waardoor wij een degelijker debat zullen krijgen dan twee jaar geleden het geval was.

01.24 Louis-Henri Verbeke : Je tiens tout d'abord à remercier les membres du panel pour leurs interventions, que je ne tenterai pas de synthétiser car tel n'est pas, me semble-t-il, le but aujourd'hui.

Enkele woorden nog, enkel om te zeggen dat of zij nu institutioneel zijn of fysieke personen, dit wetsvoorstel een onderscheid probeert te maken tussen speculanten en aandeelhouders. Misschien is dat een onderscheid dat wij toch moeten leren zien, op termijn. Wie puur zijn liquiditeit prefereert, heeft het recht daarvoor te kiezen. Daar is niets verkeerd aan. Maar misschien heeft hij dan wat minder rechten in termen van stemkracht. Ik meen dat het ontwerp toch de bedoeling heeft groei en stabiliteit te verzoenen op een hoger niveau van synthese, door de waarborgen die gegeven worden, maar ik meen vooral dat wij niet mogen vergeten – zoals professor Van den Berghe heeft gezegd – dat geen enkel systeem alleen voordelen heeft. Alle governance systemen hebben voordelen en nadelen. Het enige wat het ontwerp beoogt, is de keuze van het model te laten waar ze hoort te zijn, namelijk bij de aandeelhouders. Het is aan de aandeelhouders om te kiezen.

Daarbij zie ik niet in waarom Belgische aandeelhouders zich niet zouden kunnen beroepen op hetzelfde arsenaal als die in alle ons omringende landen, inclusief, tussen haakjes, de Verenigde Staten. Google is naar de beurs gegaan met een meervoudig stemrecht van vijf keer het stemrecht voor de stichters. Dat is de eenvoudige realiteit: there is no level playing field. Laten wij alstublieft niet surrealistisch-Belgisch doen alsof er wel een is. Dat is waar, fundamenteel, dit voorstel op neerkomt. Geen Belgisch surrealisme maar Belgisch pragmatisme, dat is wat wij voorstellen.

Ik dank u voor uw aandacht. Mevrouw Roppe, het is opnieuw aan u.

De **voorzitter**: Na deze surrealistisch opmerking wordt het moeilijk nog veel dankwoorden te vinden. Ik wil alleszins de mensen aan deze kant van de tafel en de mensen aan de andere tafel heel hartelijk danken, niet alleen voor hun inbreng maar ook voor de inzet die daaraan voorafgegaan is. Het is ook even een klein moment van geschenken uitdelen. Zowel het instituut van mevrouw Van den Berghe als de Kamer van

volksvertegenwoordigers houden eraan diegenen die hun best gedaan hebben om het hier interessant te maken met een geschenkje te bedenken. Aan u allen die hier zo aandachtig geluisterd hebt en die ook het debat interessant hebt, kunnen wij nog een kleine drink aanbieden zodat u niet met een dorstgevoel naar huis moet.

De vergadering wordt gesloten om 19.10 uur.

La séance est levée à 19.10 heures.

LISTE DES PARTICIPANTS**DEELNEMERSLIJST**

Sprekers / Orateurs

Yves De Cordt

Université Catholique de Louvain
Professeur

Tristan Dutry

Belgian Governance Institute
Researcher

Annemie Roppe

Kamer van Volksvertegenwoordigers
Voorzitter van de commissie belast met de problemen inzake Handels- en Economisch recht

Joëlle Simon

Mouvement des Entreprises de France
*Directrice des affaires juridiques*Corporate Governance Advisory Group
Membre

Lutgart Van den Berghe

Belgian Governance Institute
Executive Director

Louis-H. Verbeke

Vlerick Leuven Gent Management School

Jaap Winter

Universiteit Amsterdam
*Hoogleraar*EU High Level Group of Company Law Experts
*/ Voorzitter**Lid Commissie Tabaksblad*

Deelnemers / Participants

Marta Alegrias

Unice
Adviser at Legal Affairs department

Tom Baelden

Belgian Governance Institute
Researcher

Anne Barzin

Chambre des représentants /
Kamer van Volksvertegenwoordigers
Membre de la Chambre des Représentants
Administrateur de sociétés

Pierre Battard

Dirk Beeusaert

GIMV
Chief Legal Officer

Marie-Elisabeth Bellefroid

Belgian Governance Institute
Researcher

Pierre Berger

Instituut der Bedrijfsrevisoren
Vice-President

Luc Bertrand	Ackermans & van Haaren <i>Voorzitter van het Executief Comité</i>
Piet Bevernage	Ackermans & van Haaren <i>Lid Executief Comité</i>
Paul-Yvon Billiet	Bank Degroef <i>Directeur</i>
Adrien Carton de Wiart	Tessenderlo Chemie <i>Secrétaire Général</i>
Philippe Casier	
Patrick Ceulemans	GITP International <i>Directeur</i>
Jérôme Chauvin	Unice <i>Director for Legal Affairs</i>
Ineke Claus	Belgian Governance Institute <i>Coordinator</i>
Robert Cobbaut	Université Catholique de Louvain – Centre de Philosophie de Droit <i>Directeur de recherche</i>
Jean Collignon	Ministère de la Région Wallonne – Division du Budget <i>Directeur des Etudes</i>
Sandrine Corman	Chambre des représentants / Kamer van Volksvertegenwoordigers <i>Collaboratrice groupe MR</i>
Daniel Couvreur	NIBC Bank <i>Managing Director</i>
Nele Daem	Lexbron Lawyers <i>Advocaat</i>
Charles-Louis d'Arenberg	Belgocontrol <i>Voorzitter Raad van Bestuur</i>
Christine Darville	Fédération des Entreprises de Belgique <i>Premier Conseiller Juridique</i>
Ignace De Bock	Fundus <i>Voorzitter Directiecomité</i>
Luc De Bolle	Cera <i>Directeur</i>
Philippe de Buck van Overstraeten	Unice <i>Secretaris-Generaal</i>
Etienne de Callataÿ	Banque Degroef <i>Directeur</i>
Marc De Clercq	Universiteit Gent <i>Gewoon Hoogleraar</i>
Els De Croock	Dexia Bank <i>Verantwoordelijke Secretariaat-Generaal & Public Affairs</i>
Odilon De Groote	<i>Independent Director</i>

Christian de Marnix	ABN Amro <i>Administrateur Délégué</i>
Katrin De Saedeleir	Katrin De Saedeleir bvba <i>Advocaat</i>
Patrick De Smedt	Microsoft <i>Chairman EMEA</i>
Anne De Wolf	Instituut voor Bedrijfsjuristen <i>Directeur</i>
Hans De Wulf	Universiteit Gent <i>Professor</i>
Stefaan Deckmyn	Loyens Advocaten <i>Advocaat</i>
Anne del Marmol	D'leteren <i>Directeur Group Legal Services</i>
Victor Delloye	Compagnie Nationale à Portefeuille <i>Administrateur, Secrétaire-Général</i>
Charles Demoulin	Deminor International <i>Senior Consultant</i>
Dominique Depondt	CNA Insurance Company Limited <i>Finance Lines Manager Continental Europe</i>
Kurt Desmedt	Schelstraete & Desmedt <i>Vennoot</i>
David Dessers	Fortis Intertrust Governance Advisory <i>Bestuurder</i>
Freddy D'herckers	Optimagest <i>Gérant</i>
Alain Dieryck	Ackermans & van Haaren <i>Voorzitter</i>
Vincent Doumier	Compagnie du Bois Sauvage <i>Administrateur Délégué</i>
Frédéric Dupont	Chambre des représentants / Kamer van Volksvertegenwoordigers <i>Collaborateur groupe CDH</i>
Ronald Everaert	Telindus Group <i>Chief Executive Officer, President</i>
Frans Florquin	KBC Groep <i>Chief Executive Officer België</i>
Alain François	Eubelius <i>Vennoot</i>
Dorien Fransens	European Association of Listed Companies <i>Secretary General</i>
Gérald Frère	Compagnie Nationale à Portefeuille <i>Président</i>
Koen Geens	Eubelius Advocatenkantoor <i>Vennoot</i>
Philippe Lambrecht	Fédération des Entreprises de Belgique <i>Administrateur, Secrétaire-Général</i>

Marcel Le Moine	MLM Consulting <i>Consultant</i>
Geert Lefebvre	PKF Bedrijfsrevisoren <i>Voorzitter</i>
Jacques Lévy-Morelle	Solvay <i>Secrétaire Général</i>
Dirk Meeus	Allen & Overy LLP <i>Advocaat, Vennoot</i>
Michel Merckx	Capitalis <i>Bestuurder</i>
Roel Nieuwdorp	Loyens <i>Advocaat</i>
Karl Ottevaere	Erasmus-Capital <i>Gedelegeerd Bestuurder</i>
Guy Palmaers	Loyens <i>Advocaat, Vennoot</i>
Luc Peetermans	Kamer van Volksvertegenwoordigers / Chambre des représentants <i>Administratief secretaris van de commissie belast met de problemen inzake Handels- en Economisch recht</i>
René Philips	KPMG <i>Partner</i>
Philippe Rooseleer	Integor <i>Partner</i>
Axel Roseeuw	Beheersonderneming <i>Bestuurder</i>
Jacques Rousseaux	Roude bvba <i>Managing Director</i>
Sophie Rutten	Allen & Overy LLP <i>Counsel</i>
Gustaaf Sap	Advocatenkantoor SAP <i>Advocaat</i>
Guy Serraes	Ernst & Young <i>Director</i>
Luc Sterckx	SPE <i>Chief Executive Officer</i>
Ludo Swolfs	Ernst & Young Bedrijfsrevisoren <i>Vennoot</i>
Jos Thys	Rijo Advies <i>Raadgever Familiebedrijven</i>
Dirk Tirez	De Post <i>General Counsel</i>
Virginie Van Damme	Aon Belgium <i>Legal Council</i>
Wouter Van de Voorde	Allen & Overy LLP <i>Advocaat, Partner</i>

Robert Van den broeck	Hudson Finance <i>Bestuurder van Vennootschappen</i>
Johan Van den Cruijce	Nirefree Services Belgium <i>Director of Corporate Affairs</i>
Luc Van Der Biest	Van Der Biest bvba <i>Gedelegeerd Bestuurder</i>
Hilde Van Grembergen	Arcelor Finance and Services Belgium <i>Directeur Juridische zaken België</i>
Peter Van Raemdonck	NIBC Bank <i>Corporate Finance</i>
Frank Vande Voorde	KPMG Advisory <i>Partner</i>
Chris Vander Putte	Integor <i>Partner</i>
Guido Vandervorst	Deloitte <i>Vennoot</i>
Luc Vansteenkiste	Recticel <i>Afgevaardigd Bestuurder</i>
Germain Vantieghem	Cera - Almancora <i>Gedelegeerd Bestuurder</i>
Luc M. Verbeke	Versele-Laga nv. <i>Bestuurder, Algemeen Directeur</i>
Hans Verhulst	<i>Gerechtsdeskundige, Financeel & Administratief Bedrijfsadviseur</i>
Jean-Jacques Viseur	Chambre des représentants / Kamer van Volksvertegenwoordigers <i>Membre de la Chambre des Représentants</i>
Marieke Wyckaert	Eubelius <i>Advocaat</i>
Eddy Wymeersch	Commissie voor het Bank-, en Financie- en Assurantiewezen <i>Voorzitter</i>
Dominique Offergeld	SNCB-Holding <i>Conseiller Général</i>