

De verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen

Jan Wouters

promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Woord vooraf

Deze masterproef wordt voorgedragen tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen, handelsingenieur major accountancy en financiering. Graag zou ik enkele personen willen bedanken voor hun bijdrage, die het mogelijk maakte om deze masterproef tot een goed einde te brengen.

In de eerste plaats zou ik graag mijn promotor, Prof. Dr. R. Mercken, willen bedanken voor zijn deskundige hulp en begeleiding gedurende de masterproef. Daarnaast zou ik ook graag de CBFA willen bedanken voor de informatie en de raad die ze mij verschaft hebben.

Verder wil ik ook mijn ouders bedanken voor de steun die ze mij geboden hebben gedurende mijn studies. En voor het mogelijk maken dat ik deze studies heb kunnen realiseren.

Tot slot wil ik iedereen bedanken die ook maar enige bijdrage geleverd heeft en die niet specifiek vermeld is geworden.

Jan Wouters

Mei 2010

Samenvatting

De inkoop van eigen aandelen door ondernemingen is een steeds vaker voorkomend fenomeen. Dit werd niet enkel vastgesteld op mondiaal vlak maar ook binnen de Belgische context (Mercken, 2008). Belgische ondernemingen die gedurende het boekjaar eigen aandelen ingekocht hebben moeten tal van wettelijke regels naleven. Zo worden de vermeldingen die de onderneming in haar jaarverslag moet opnemen omtrent de inkoop van eigen aandelen wettelijk bepaald in het wetboek van vennootschappen. Dit leidde ertoe dat de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef als volgt luidt: Hoe verloopt de verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen?

In 2009 werd er een versoepeling van de Belgische wetgeving aangaande de inkoop van eigen aandelen doorgevoerd. Dit leidde ertoe dat bepaalde Belgische ondernemingen sindsdien toegelaten worden om andere methoden aan te wenden voor de inkoop van eigen aandelen dan de beurstechniek of een hiermee gelijkgestelde techniek die voordien geldig waren. Binnen hoofdstuk 2 worden er aan de hand van een literatuurstudie, vijf methoden die gebruikt kunnen worden om eigen aandelen in te kopen weergegeven en verder toegelicht. Deze vijf methoden betreffen: het openbaar bod, de dutch auction, de open markt aankoop, de private aankoop en optiecontracten.

Binnen de Belgische wetgeving wordt een onderneming die eigen aandelen ingekocht heeft wettelijk verplicht om in haar jaarverslag melding te maken van de redenen die tot de verwerving van eigen aandelen geleid hebben. Daarom wordt er in hoofdstuk 3 door gebruik te maken van een literatuurstudie een overzicht gegeven van de meest voorkomende redenen die van toepassing kunnen zijn voor Belgische ondernemingen.

Hoofdstuk 4 geeft het praktijkgerichte onderzoek dat uitgevoerd is in het kader van deze masterproef weer. Voor dit praktijkgerichte onderzoek werd een steekproef genomen uit de populatie van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Beslist werd alle ondernemingen uit de BEL-20 op te nemen, uitgezonderd GDF Suez (wegens een te weinig Belgisch karakter). Dit onderzoek bestond uit een multiple case study. Zo kon er onder meer vastgesteld worden dat de

mondiale financiële crisis binnen de steekproef ervoor gezorgd heeft dat het aantal ondernemingen die eigen aandelen ingekocht hebben sterk gedaald is. Binnen de jaarverslagen van de onderzochte ondernemingen was de hedge-hypothese de meest voorkomende reden als verantwoording van de inkoop van eigen aandelen. Dit is in overeenstemming met de resultaten van het onderzoek uitgevoerd door Deweirde et al. (2004). Er kon tevens geconcludeerd worden dat hoewel de CBFA aanbeveelt om de inkoop van eigen aandelen te rapporteren op een aparte rubriek op de website, nog maar een kleine groep ondernemingen dit in de praktijk toepassen. Na analyse van de drie opeenvolgende boekjaren kon geconstateerd worden dat de meerderheid van de onderzochte ondernemingen minder dan 2% van hun geplaatste kapitaal als eigen aandelen in hun bezit hadden op het einde van ieder boekjaar. In verband met de versoepeling van de Belgische wetgeving betreffende de methode die gebruikt mag worden om eigen aandelen in te kopen en de verhoogde wettelijke bovengrens van het aantal eigen aandelen die een onderneming mag bezitten, kon geconstateerd worden dat nog geen enkele van de onderzochte ondernemingen hiervan gebruik gemaakt heeft.

De masterproef wordt afgesloten met het formuleren van de conclusies die getrokken konden worden en de aanbevelingen voor verder onderzoek.

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding	- 1 -
1.1 Probleemstelling.	- 1 -
1.2 Overzicht	- 2 -
Hoofdstuk 2: Methoden van inkoop	- 4 -
2.1 Het openbaar bod	- 4 -
2.2 De dutch auction	- 6 -
2.3 Open markt aankoop	- 8 -
2.4 De private aankoop	- 9 -
2.5 Optiecontracten	- 10 -
Hoofdstuk 3: Motieven voor de inkoop van eigen aandelen.....	- 11 -
3.1 De vrije-kasstroomhypothese	- 11 -
3.2 Signalisatie van onderwaardering.....	- 12 -
3.3 De hefboomfunctie	- 14 -
3.4 Sturen van de winst per aandeel	- 15 -
3.5 Verdedigingsfunctie	- 16 -
3.6 Dividend substituut	- 17 -
3.7 Hedge-hypothese	- 17 -
3.8 Financiering van een overname	- 18 -
3.9 Bevorderen overgang aandeelhouderschap	- 19 -
3.10 Uitschakelen minderheidsaandeelhouders	- 20 -
3.11 Bondholder expropriation hypothese	- 20 -
3.12 Delisting van de onderneming	- 20 -
3.13 Koersondersteuning	- 21 -
Hoofdstuk 4: De rapportering over de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen.....	- 22 -
4.1 Onderzoeksopzet	- 22 -
4.2 Bespreking per onderneming	- 27 -
4.2.1 <i>Anheuser-Busch Inbev</i>	- 27 -
4.2.1.1 <i>Inleiding</i>	- 27 -

4.2.1.2 Rapportering	- 27 -
4.2.2 Ackermans & van haaren	- 30 -
4.2.2.1 Inleiding	- 30 -
4.2.2.2 Rapportering	- 30 -
4.2.3 Befimmo-Sicafi	- 33 -
4.2.3.1 Inleiding	- 33 -
4.2.3.2 Rapportering	- 33 -
4.2.4 Bekaert	- 35 -
4.2.4.1 Inleiding	- 35 -
4.2.4.2 Rapportering	- 35 -
4.2.5 Belgacom	- 37 -
4.2.5.1 Inleiding	- 37 -
4.2.5.2 Rapportering	- 37 -
4.2.6 Cofinimmo-Sicafi	- 40 -
4.2.6.1 Inleiding	- 40 -
4.2.6.2 Rapportering	- 40 -
4.2.7 Colruyt	- 43 -
4.2.7.1 Inleiding	- 43 -
4.2.7.2 Rapportering	- 43 -
4.2.8 Delhaize Groep	- 45 -
4.2.8.1 Inleiding	- 45 -
4.2.8.2 Rapportering	- 45 -
4.2.9 Dexia	- 48 -
4.2.9.1 Inleiding	- 48 -
4.2.9.2 Rapportering	- 48 -
4.2.10 Fortis	- 50 -
4.2.10.1 Inleiding	- 50 -
4.2.10.2 Rapportering	- 50 -
4.2.11 GBL	- 53 -
4.2.11.1 Inleiding	- 53 -
4.2.11.2 Rapportering	- 53 -

4.2.12 KBC	- 56 -
4.2.12.1 Inleiding	- 56 -
4.2.12.2 Rapportering	- 56 -
4.2.13 Mobistar	- 59 -
4.2.13.1 Inleiding	- 59 -
4.2.13.2 Rapportering	- 59 -
4.2.14 NPM	- 61 -
4.2.14.1 Inleiding	- 61 -
4.2.14.2 Rapportering	- 61 -
4.2.15 Omega Pharma	- 64 -
4.2.15.1 Inleiding	- 64 -
4.2.15.2 Rapportering	- 64 -
4.2.16 Solvay	- 67 -
4.2.16.1 Inleiding	- 67 -
4.2.16.2 Rapportering	- 67 -
4.2.17 Telenet Groep	- 69 -
4.2.17.1 Inleiding	- 69 -
4.2.17.2 Rapportering	- 69 -
4.2.18 UCB	- 71 -
4.2.18.1 Inleiding	- 71 -
4.2.18.2 Rapportering	- 71 -
4.2.19 Umicore	- 73 -
4.2.19.1 Inleiding	- 73 -
4.2.19.2 Rapportering	- 73 -
4.3 Onderzoeksresultaten	- 76 -
4.3.1 Inkoopverrichtingen	- 76 -
4.3.2 Aandelenbezit	- 77 -
4.3.3 Rapportering op de website	- 79 -
4.3.4 Redenen in het jaarverslag	- 80 -
4.3.5 Nieuwe wetgeving	- 81 -
Hoofdstuk 5: Conclusies en aanbevelingen.	- 83 -

5.1 Conclusies.....	- 83 -
5.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	- 84 -
Lijst van geraadpleegde werken.....	- 85 -
Bijlagen.....	- 89 -

Lijst met tabellen

Tabel 1: succesvolle en niet succesvolle terugkopen..... -5-

Tabel 2: redenen voor de inkoop van eigen aandelen -25-

Lijst met figuren

Figuur 1: onderzoeksopzet..... -26-

Figuur 2: aantal ondernemingen die eigen aandelen ingekocht hebben -77-

Figuur 3: overzicht % geplaatste Kapitaal aangehouden als eigen aandelen -79-

Hoofdstuk 1: Inleiding

1.1 Probleemstelling

In de wetgeving waaraan de Belgische ondernemingen onderworpen zijn kunnen we vaststellen dat een onderneming die overgegaan is tot de inkoop van eigen aandelen aan tal van regels moet voldoen. Voor de naamloze vennootschap zijn deze terug te vinden in afdeling 2 hoofdstuk 4 titel 5 boek 7 in het Wetboek van vennootschappen met als afdelingstitel “verkrijgen van eigen effecten”. Artikel 624 schrijft voor welke informatie in verband met de inkoop van eigen aandelen de naamloze vennootschap verplicht is om in het jaarverslag te vermelden. Voor de BVBA is de wetgeving in verband met de inkoop van eigen aandelen terug te vinden in boek 6 titel 5 hoofdstuk 3 afdeling 2 van het Wetboek van vennootschappen. Artikel 328 legt aan een BVBA die eigen aandelen verkrijgt eveneens een wettelijke informatieverplichting op. (W. Venn.)

De centrale onderzoeksvraag van de masterproef luidt als volgt: **“Hoe verloopt de verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen?”**

We kunnen opmerken dat de wetgeving in verband met de inkoop van eigen aandelen nog recentelijk aangepast is. Namelijk op 1 januari 2009 door de toenmalige Minister van Justitie Jo Vandeuren. Deze aanpassing kwam er na een Europese richtlijn. Het betreft hier vooral een versoepeling van de wetgeving die er al bestond voor de inkoop van eigen aandelen. De belangrijkste wijziging is wellicht dat het percentage aandelen dat kan worden ingekocht is vergroot van 10 tot 20 procent van het geplaatste kapitaal. De bedoeling is ervoor te zorgen dat ondernemingen een krachtiger financieel beleid kunnen voeren en soepeler kunnen inspelen op de wensen van hun aandeelhouders. (Stepstone, z.d.)

Zoals ook uit een aantal internationale wetenschappelijke artikels blijkt, is de inkoop van eigen aandelen een steeds vaker voorkomende handeling. Het fenomeen kent al sinds de jaren '60 een

groeïend verloop. Alhoewel er soms over een exponentieel verloop wordt gesproken kunnen we uit de concrete cijfers nog steeds stellen dat het voor België nog altijd maar over een klein percentage van alle Belgische vennootschappen gaat. In 2005 zijn er van de 295.070 vennootschappen die hun jaarrekening bij de Balanscentrale neerlegden maar 274 die rapporteerden dat ze op het einde van het boekjaar eigen aandelen in hun bezit hadden. Statistisch gezien gaat het hier dus slechts over 0,9 per duizend vennootschappen. Bij dit alles moet wel opgemerkt worden dat het bezit van eigen aandelen niet rechtstreeks een indicatie is van de inkoopverrichtingen omdat in België het grootste gedeelte van de inkoop vernietigd of terug verkocht worden. (Mercken, 2008)

We kunnen stellen dat meer inzicht verwerven in de redenen die leiden tot de inkoop van eigen aandelen bij Belgische ondernemingen voor vele personen een belangrijk kennisvoordeel kan opleveren. Ook is het interessant te weten welke methoden aangewend kunnen worden om eigen aandelen in te kopen. Daar vooral van beursgenoteerde ondernemingen verwacht wordt dat zij voldoende rapporteren over de inkoopmotieven en -verrichtingen zullen wij ons voor de rapportering beperken tot de populatie van de beursgenoteerde ondernemingen. Deze bevindingen leiden tot de volgende deelvragen:

Deelvraag 1: *Welke methoden kunnen aangewend worden voor de inkoop van eigen aandelen?*

Deelvraag 2: *Welke redenen leiden tot de inkoop van eigen aandelen door ondernemingen?*

Deelvraag 3: *Hoe verloopt de rapportering van de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen?*

1.2 Overzicht

Naast dit inleidende hoofdstuk waarbinnen de probleemstelling uiteengezet is bevat deze eindverhandeling nog vier andere hoofdstukken.

In hoofdstuk 2 zal er aan de hand van een literatuurstudie een antwoord geformuleerd worden op deelvraag 1. Het doel is om op een overzichtelijke manier de verschillende methoden weer te geven die een onderneming kan aanwenden om eigen aandelen in te kopen.

Gebruikmakend van een literatuurstudie zal er binnen hoofdstuk 3 een antwoord geformuleerd worden op deelvraag 2. Hierbinnen zullen de meest voorkomende redenen in de literatuur die van toepassing kunnen zijn op Belgische ondernemingen om eigen aandelen in te kopen uiteengezet worden. Hierbij valt op te merken dat enkel de redenen behandeld zullen worden die van toepassing kunnen zijn voor Belgische ondernemingen. Dit valt te verklaren door de beperking dat niet alle redenen van toepassing kunnen zijn voor Belgische ondernemingen.

In hoofdstuk 4 zal een antwoord op deelvraag 3 geformuleerd worden aan de hand van een multiple case study. Voor dit praktijkgerichte onderzoek werd een steekproef genomen uit de populatie van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Beslist werd alle ondernemingen uit de BEL-20 op te nemen, uitgezonderd GDF Suez (een te weinig Belgisch karakter).

Ten slotte zullen de belangrijkste bevindingen samengevat worden in hoofdstuk 5.

Hoofdstuk 2: Methoden van inkoop

Er kunnen vijf belangrijke methoden onderscheiden worden namelijk het openbaar bod, de dutch auction, de open markt aankoop, private aankoop en optiecontracten. Hieronder zal elke methode afzonderlijk toegelicht worden.

2.1 Het openbaar bod

De eerste methode die hier toegelicht wordt is het openbaar bod, ook bekend als 'fixed price tender offer'. Bij het openbaar bod gaat het bedrijf bekend maken dat het bereid is om in de toekomst een bepaald aantal eigen aandelen in te kopen, tegen een bepaalde inkoopprijs en met een vastgestelde vervaldatum. De inkoopprijs ligt meestal boven de marktprijs. De vervaldatum is meestal bepaald op 3 weken tot 1 maand na het aanbod.

Het vergt waarschijnlijk geen verdere verklaring dat in de reële wereld het aantal aandelen dat de aandeelhouders aanbieden aan het bedrijf en het aantal aandelen dat het bedrijf bij de bekendmaking van het bod bereid was in te kopen zelden overeenkomen. Daarom stellen de meeste ondernemingen een boven- en/of ondergrens bij het aantal aandelen dat ze bereid is om in te kopen. Een ondergrens wordt meestal gesteld door de onderneming als de onderliggende motivatie van de inkoop van eigen aandelen is om controle te behouden of met andere woorden het verhinderen dat een buitenstaander controle zou verwerven over de onderneming. Bij deze situatie zal de onderneming niet overgaan tot inkoop van eigen aandelen wanneer het aangeboden aantal aandelen door de aandeelhouders beneden de ondergrens ligt, omdat dit hen toch niet zou doen slagen in hun oorspronkelijke opzet. Bij de meerderheid van openbare aanbiedingen wordt een bovengrens gesteld. Dit wordt meestal toegepast om kleine effectenbezitters uit te kopen zodat de onderneming de kosten die gepaard gaan met aandeelhouders services kan verminderen (Vermaelen, 1981). In de Engelstalige literatuur is deze methode om kleine effectenbezitters te elimineren terug te vinden onder de benaming 'the odd-lot tender technique'. Hierbij gaat de onderneming bv. enkel een bod doen aan aandeelhouders die minder dan 100 aandelen bezitten (Johnson & Kracher, 1997).

Een tweede belangrijk element bij het openbaar bod is de inkoopprijs die de onderneming bereid is te betalen voor de aandelen. Voor beter inzicht in dit element kunnen we het best gebruik maken van het onderzoek dat door Vermaelen (1982) verricht is. Het onderzoek behandelt bedrijven die eigen aandelen ingekocht hebben via een openbaar bod in de periode van 1962 tot en met 1977. In het onderzoek gaat het concreet over 131 aanbiedingen die aangekondigd werden door 111 verschillende bedrijven.

Tabel 1: Succesvolle en Niet succesvolle terugkopen (bron: Vermaelen, 1982)

	Aantal voor verlenging (1)	Aantal na verlenging (2)	Gemiddelde premie (**) (3)	Gemiddelde F* (4)	Gemiddelde F _p (5)	CAR ₋₅ ⁺⁶⁰ (6)	TotaalR (*) (7)
Succesvolle	80	86	0,2395	0,1327	0,1619	0,1283	0,1463
Niet succesvolle	51	45	0,2047	0,1842	0,1211	0,1387	0,1457
Totaal	131	131	0,2276	0,1504	0,1479	0,1319	0,1461

(*) TotaalR = (3) x (5) + (6) x [1 - (5)] = gemiddelde abnormale return voor al de uitstaande aandelen

(**) premie = inkoopprijs gedeeld door de beurskoers 5 dagen voor de terugkoop, min één.

F_p = percentage teruggekochte aandelen

F* = percentage gevraagde aandelen

In tabel 1 zijn de resultaten van het onderzoek terug te vinden. De terugkoop van aandelen leidt tot een significante toename van de waarde van de aandelen. Concreet kunnen we vaststellen dat de gemiddelde abnormale return voor al de uitstaande aandelen 14,61 procent bedroeg. Het valt wel op te merken dat de aandeelhouder die zijn aandelen aanbod bij het openbare bod er gemiddeld voor personenbelasting en transactiekosten beter aan toe was dan de aandeelhouder die zijn aandelen behield.

Er wordt onderscheid gemaakt tussen 'succesvolle' en 'niet succesvolle' aanbiedingen: als er meer aandelen aangeboden worden dan gevraagd door de onderneming dan is het een 'succesvolle' aanbieding. Uit de resultaten blijkt dat succesvolle aanbiedingen gemiddeld hogere inkooppremies en een relatief lager aantal gezochte aandelen omvatten.

Uit het onderzoek van Vermaelen (1982) blijkt ook dat de stijging van de aandelenkoers die veroorzaakt werd van permanente aard was, en dat de verklaring terug te vinden is in de hypothese in verband met het informatiesignaal dat in hoofdstuk 3 nog verder toegelicht zal worden. Persons (1994) heeft zelfs geconcludeerd dat 'fixed price tender offers' effectiever werken om een signaal uit te sturen als de onderneming ondergewaardeerd is dan de 'dutch auction'.

2.2 De dutch auction

Bij een 'dutch auction' komt de verhandeling van eigen aandelen tot stand door middel van een veilingstelsel. Het is een inkoopmethode die vooral toegepast wordt door niet-beursgenoteerde ondernemingen (Schreuders, 2007).

Het proces gaat van start wanneer de onderneming bekend maakt dat ze bereid is eigen aandelen in te kopen. Bij een dutch auction bepalen de verkopers zelf tegen welke prijs ze bereid zijn hun aandelen te verkopen. Dit is in contrast met 'het openbaar bod' waar de onderneming de prijs bepaalt. De onderneming heeft wel enige prijsinvloed. Bij de bekendmaking dat ze bereid is eigen aandelen in te kopen geeft ze een minimum- en maximumlimiet van de prijs weer. Dit wordt ook wel de 'prijsvork' genoemd. Bij een prijsvork wordt met andere woorden een bandbreedte van de prijs bepaald die de onderneming bereid is te betalen voor de aandelen (Schreuders, 2007). Hierop volgend moet elke aandeelhouder die zich ertoe verleent om aandelen te verkopen aan de onderneming bekendmaken tegen welke prijs en het aantal aandelen. Aan de hand van deze informatie kan de uiteindelijke prijs of ook wel 'clearing prijs' genoemd, bepaald worden.

De clearing prijs is dus afhankelijk van het bepaalde aantal aandelen dat de onderneming wou inkopen en de aangeboden aandelen door de aandeelhouders tegen een bepaalde prijs. Het spreekt voor zich dat de kans dat het aantal aangeboden aandelen overeenkomt met het gevraagde aantal aandelen uitermate klein is.

Als het aantal aangeboden aandelen het aantal gewenste aandelen dat de onderneming bereid was in te kopen overstijgt dan wordt dit bod overschreven genoemd. In dit geval gaat men de aangeboden aandelen een rangorde geven aan de hand van de gevraagde prijs van de aandeelhouders, om zo een minimumprijs te kunnen bepalen waartegen het vooropgestelde aantal aandelen door de onderneming bekomen kan worden (Theys, 2002).

In een andere situatie (een bod dat onderschreven is) zal de onderneming alle aangeboden aandelen inkopen tegen de maximumlimiet die in de prijsvork bepaald werd. Later kunnen eventueel de ontbrekende aandelen bekomen worden via een ander inkoopprogramma. Er moet wel opgemerkt worden dat de aandeelhouders die oorspronkelijk bereid waren een bepaald aantal aandelen te verkopen onder de clearing prijs, uiteindelijk toch de clearing prijs ontvangen (Theys, 2002).

Persons (1994) concludeerde dat de dutch auction beter aangewend kan worden dan het openbaar bod wanneer de onderliggende motivatie bestaat uit het vermijden van een overname. Dit is grotendeels te verklaren door het feit dat de onzekerheid omtrent het uiteindelijk te bekomen aantal aandelen kleiner is. Comment en Jarrell (1991) gaven aan dat dutch auction een uitstekende methode is om de managers binnen de onderneming meer informatie te verschaffen betreffende de vorm van de aanbodcurve van de aandelen. Uit de resultaten van hun empirisch onderzoek concludeerden ze ook dat de signaalsterkte in verband met onderwaardering bij dutch auction minder sterk is dan bij het openbaar bod. Er moet wel opgemerkt worden dat Lie en Mc. Connell (1998) binnen hun onderzoek niet konden bevestigen dat er een significant verschil is in signaalsterkte tussen de dutch auction en het openbaar bod.

2.3 Open markt aankoop

Een veel gebruikte methode voor de inkoop van eigen aandelen door een onderneming is de open markt aankoop. Hierbij gaat de onderneming zijn aankopen verrichten door zelf orders te plaatsen op de beurs of via een effectenmakelaar. Het spreekt voor zich dat deze methode enkel gebruikt wordt door beursgenoteerde ondernemingen omdat de verhandelingen moeten gebeuren op een vrije, direct toegankelijke markt. Het behandelt ook meestal situaties waarbij de bestuurders van een onderneming een optie hebben om eigen aandelen in te kopen, maar ze niet verplicht zijn om de aangekondigde inkoopprogramma's uit te voeren (Deweirdt, Goeminne & Van Campenhout, 2004).

Deze methode bevat enkele bijzondere kenmerken. Zo is de verkoper van de aandelen niet op de hoogte dat hij aan de onderneming verkoopt en is het bedrag dat de verkoper verkrijgt de marktprijs die geldt op het moment van het order. Er wordt dus geen extra premie uitgekeerd zoals dat bij de vorige toegelichte methodes wel het geval is.

De open markt aankoop brengt wel een ernstig nadeel met zich mee voor de onderneming. Indien de onderneming voorop stelt om een groot volume eigen aandelen aan de hand van de open markt aankoop te bekomen kan dit een erg langdurig en kostelijk proces met zich meebrengen (Dann, 1981). Omdat een groot aankooporder opgesplitst moet worden in kleine aankooporders om geen evenwichtsverstoring te veroorzaken op de markt door een tijdelijke verschuiving van de vraagcurve die een kortstondige scherpe prijsstijging teweegbrengt. Deze opsplitsing van het aankooporder zorgt voor een gevoelige kostenstijging omdat elk order voor een extra beurskost zorgt. Maar de langdurige operatie kan ook positief werken voor de onderneming doordat de onderneming de mogelijkheid heeft om het inkoopprogramma stop te zetten om op een andere situatie in te spelen.

Zoals Kracher & Johnson (1997) aantoonen moet deze methode wel met enige voorzichtigheid bekeken worden door de investeerders. Door het feit dat er vele ondernemingen aankondigen dat ze een inkoopprogramma gaan uitvoeren aan de hand van de open markt aankoop maar dit

uiteindelijk niet tot uitvoering brengen, kan een misleidend signaal geven. Dit misleidend signaal zorgt ervoor dat de onderneming op korte termijn wel enige winst bekommt maar het schaadt ook het vertrouwen dat nodig is om een succesvolle onderneming te zijn. Als oplossing voor dit probleem pleiten zij voor inkoopprogramma rapporten door de onderneming opgesteld die alle informatie van het inkoopprogramma ter beschikking stellen van de betrokken individuen.

2.4 De private aankoop

De private aankoop verschilt voornamelijk van de voorgaande besproken methodes vanwege het feit dat er geen tussenpersoon of beurs aan te pas komt. Er wordt namelijk rechtstreeks onderhandeld met een groot aandeelhouder die zijn aandelen van de hand wil doen (Dann, 1981). Het is wel niet noodzakelijk dat de onderneming initiatief neemt in verband met de onderhandelingen. De grootste reden voor de onderneming om zelf initiatief te nemen is het feit dat ze gaan proberen te vermijden dat de grote aandeelhouder zijn aandelen gaat aanbieden op de beurs. Omdat een relatief grote verandering in de aanbodshoeveelheid een drastische koersverandering tot gevolg kan hebben. In dit specifieke geval zou het zorgen voor een koersdaling wat het risico op vijandige overnamepogingen weer vergroot (Deweirdt, Goeminne & Van Campenhout, 2004).

Doordat er geen gebruik wordt gemaakt van een tussenpersoon of beurs heeft dit ook tot gevolg dat het een kostendrukkende manier is voor een onderneming om eigen aandelen aan te kopen, omdat er geen makelaarskosten of beurskosten zijn. De onderneming is wel wettelijk verplicht om het aanbod tot verkrijging van eigen aandelen ten aanzien van alle aandeelhouders onder dezelfde voorwaarden te laten geschieden. Behalve voor de verkrijgingen waartoe eenparig is besloten op de algemene vergadering waarop alle aandeelhouders aanwezig of vertegenwoordigd waren. (NV art. 620, 5° W.venn.; BVBA art. 320, 4° W.venn.) Een voorbeeld van deze methode valt terug te vinden onder afdeling 4.2.1.2 waarbij Anheuser-Busch Inbev aan de hand van een private aankoop eigen aandelen gekocht heeft van Brandbew SA.

2.5 Optiecontracten

Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2004) hun definitie van 'een optie' luidt als volgt:

Een optie is een contract tussen een houder (koper) en een schrijver (verkoper) dat aan de koper het recht geeft om tegen een vooraf bepaalde prijs (uitoefenprijs, exercise value) een standaardhoeveelheid van een onderliggende waarde te kopen of te verkopen. De koper moet voor dit recht een bepaalde som of premie betalen. Hij kan dit recht op of voor een bepaalde afloopdatum uitoefenen. Merk op dat de houder-koper een recht heeft en geen verplichting om uit te oefenen. (blz.257)

Ondernemingen kunnen aan de hand van deze optiecontracten op twee manieren eigen aandelen inkopen. Namelijk door het kopen van call-opties en het schrijven van put-opties. Aan de hand van het kopen van call-opties heeft de onderneming het recht om eigen aandelen in te kopen tegen een vooraf bepaalde prijs. Het spreekt voor zich dat de onderneming deze optie enkel gaat uitoefenen als de vooraf bepaalde prijs lager ligt dan de beurskoers.

Bij het schrijven van put-opties verplicht de onderneming zich om aandelen in te kopen tegen een vooraf bepaalde prijs als de koper van de put-optie dit wil (Deweirdt, Goeminne & Van Campenhout, 2004). Het spreekt voor zich dat de koper van de put-optie deze enkel gaat uitoefenen wanneer de beurskoers zich op de vervaldag beneden de vooraf bepaalde prijs bevindt.

Hoofdstuk 3: Motieven voor de inkoop van eigen aandelen

Nadat we in hoofdstuk 2 de methoden voor de inkoop van eigen aandelen toegelicht hebben, gaan we nu de redenen die de onderneming aanzetten tot de inkoop van eigen aandelen uiteenzetten. Voor de werking binnen dit hoofdstuk wordt ervoor geopteerd om de meest voorkomende motieven binnen de wetenschappelijke literatuur gedetailleerder uit te werken dan de minder voorkomende motieven. Het moet wel opgemerkt worden dat bij verschillende redenen bepaalde omgevingsfactoren een belangrijke rol spelen. Als illustratief voorbeeld kan aangehaald worden de belastingshypothese. Zoals ongetwijfeld opgemerkt kan worden is deze reden sterk beïnvloed door bepaalde omgevingsfactoren. Het is namelijk zo dat de wetgeving in verband met belasting op dividenden en meerwaardebelasting geen mondiale universele wetgeving is. Door het feit dat het verdere verloop van de masterproef, na dit hoofdstuk handelt over Belgische beursgenoteerde ondernemingen zullen deze redenen vooral toegelicht worden op de wijze waarin ze enige rol kunnen spelen voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

3.1 De vrije-kasstroomhypothese

De vrije-kasstroomhypothese valt in de wetenschappelijke literatuur ook wel terug te vinden onder de Engelstalige benaming 'excess capital hypothesis'. Deze hypothese staat voor het geval waarbij een onderneming eigen aandelen gaat inkopen om overbodige liquiditeiten aan de aandeelhouders uit te keren (Dittmar, 2000). Het is namelijk mogelijk dat een onderneming zich in een bepaald stadium bevindt waarbij haar te veel liquiditeiten ter beschikking staan. Deze overtollige liquiditeiten kunnen veroorzaakt zijn door onder meer recordwinsten of de verkoop van bedrijfsonderdelen. Hierbij kan de onderneming ervoor opteren om aan de hand van de inkoop van eigen aandelen deze uit te keren aan de aandeelhouders, vooral wanneer ze niet voldoende opbrengsten kunnen genereren uit nieuwe investeringen of geldbeleggingen (Mercken, 2008).

Grullon en Ikkenberry (2000) halen ook aan dat deze werkwijze ervoor zorgt dat bepaalde beperkingen op de goede werking van de economie weggevoerd kunnen worden. Namelijk een

onderneming die liquiditeiten voor handen heeft, maar geen projecten met een positieve netto actuele waarde bezit, kan door de inkoop van eigen aandelen ervoor zorgen dat deze liquiditeiten via aandeelhouders aangebracht kunnen worden voor andere projecten binnen de economie die wel beschikken over een positieve netto actuele waarde. Ze beweren zelfs dat een herverdeling van deze liquiditeiten het effectiefst gebeurt door de aandeelhouders rechtstreeks in het proces te betrekken. Deze stelling vindt zijn verklaring in het feit dat aandeelhouders een bredere kijk hebben op de wijd verdeelde economische opportuniteiten in tegenstelling tot de ondernemingsmanagers.

3.2 Signalisatie van onderwaardering

In de Engelstalige literatuur is deze methode om een onderwaardering te signaleren terug te vinden onder de benaming 'the undervaluation hypothesis'. De inkoop van eigen aandelen door een onderneming is erg flexibel in timing. Dit geeft de onderneming de mogelijkheid om aandelen in te kopen wanneer de ondernemingsleiding van oordeel is dat de aandelen ondergewaardeerd zijn (Dittmar, 2000).

Binnen een theoretisch efficiënte aandelenmarkt zal ieder aandeel juist gewaardeerd worden wanneer alle informatie ter beschikking is voor binnen- en buitenstaanders. In de realiteit bestaat er echter geregeld een informatie-asymmetrie tussen het management en de buitenstaanders. Dit kan met zich meebrengen dat het management van oordeel is aan de hand van de informatie die zij ter hun beschikking hebben dat het aandeel ondergewaardeerd is. Wat ertoe leidt dat het management zal overgaan tot de inkoop van eigen aandelen, om aan de hand van deze methode een signaal uit te sturen naar de beleggers dat de onderneming ondergewaardeerd is (Mercken, 2008).

Een belangrijke bemerking die hierbij gemaakt moet worden is het feit dat de markt niet misleid zal worden wanneer een bepaalde onderneming zijn aandelenkoers wil manipuleren, aan de hand van de inkoop van eigen aandelen. Deze opmerking werd onderbouwd door Vermaelen (1982). Binnen zijn onderzoek heeft hij eerst een kostenfunctie (1) bepaald voor het management.

$$(P_1 - P^*) [(F_p / (1 - F_p))] M_0 \approx [P_1 - P_0 - (I^* / N_0)] [F_p / (1 - F_p)] M_0 \quad (1)$$

Met $F_p = N_p / N_0$

P_0 = de beurskoers , N_0 = # uitstaande aandelen voor terugkoop , N_p = # aandelen die teruggekocht worden , P_1 = terugkoopprijs , P^* = echte waarde van het aandeel , M_0 = # aandelen in bezit van het management , I^* = onder- of overgewaardeerde totale waarde

Het management zal dan een afweging maken waarbij het marginale voordeel gelijk is aan de marginale kost. Hierbij kon Vermaelen afleiden dat in de situatie waarbij de managers meer positieve informatie bezitten, het management bereid is voor eenzelfde marginaal voordeel een hogere inkooppremie en een groter percentage aandelen terug te kopen. Bovendien, wanneer de mate van onderwaardering toeneemt, zal het management bereid zijn een grotere proportie van de kosten zelf te dragen, aan de hand van een groter eigen aandelen bezit van de onderneming. Bij een toetsing van deze theorie aan de praktijk, kon Vermaelen effectief achterhalen dat in situaties waarbij de inkooppremie, het percentage teruggekochte aandelen en het percentage aandelen in handen van het management relatief klein was, de markt minder geloofwaardigheid hechtte aan het feit dat het over een positief informatiesignaal ging.

Dus het kan opgemerkt worden, zoals vele onderzoeken ook aangeven, dat de inkoop van eigen aandelen een positief maar ook negatief effect op de aandeelhouderswaarde kan hebben (Mercken, 2008). De inkoop van eigen aandelen voor het uitzenden van een signaal kan ook een averechts effect hebben. Zo kan het zijn dat de markt het gaat interpreteren als een verdeling van liquide middelen aan de aandeelhouders, veroorzaakt door het feit dat er binnen de onderneming geen investeringsmogelijkheden met een positieve netto actuele waarde aanwezig zijn. Met andere woorden voor de markt kan het erg moeilijk te achterhalen zijn of de onderneming handelde uit een 'vrije-kasstroomhypothese' of een 'onderwaarderings hypothese' (Braam & Dijkma, 2002).

3.3 De hefboomfunctie

In de Engelstalige wetenschappelijke literatuur valt deze methode terug te vinden onder de benaming 'the optimal leverage ratio hypothesis'. Aan de hand van de inkoop van eigen aandelen kan een onderneming enige invloed uitoefenen op zijn ratio's. Een veel gebruikte ratio in de praktijk is de algemene schuldgraad.

$$\text{Algemene schuldgraad} = (\text{vreemd vermogen} / \text{totaal vermogen}) * 100$$

De algemene schuldgraad geeft weer hoeveel vreemd kapitaal een onderneming gebruikt heeft voor zijn financiering (Engelen, Laveren, Limère, & Vandemaele, 2004). Als er verondersteld wordt dat er een optimale schuldgraad ratio bestaat die de waarde van de onderneming maximaliseert, is het voor de onderneming aangewezen om deze ratio proberen te bekomen door eigen aandelen in te kopen en te vernietigen. Met andere woorden een onderneming zal eigen aandelen inkopen als ze zich in een situatie bevindt waarbij de algemene schuldgraad onder de optimale ratio ligt (Dittmar, 2000).

Een samenhangende verklaring met deze reden is het feit dat vele ondernemingen eigen vermogen proberen om te zetten in vreemd vermogen, om zo de kost van het kapitaal te verminderen. De kosten van schulden na belasting liggen lager dan het rendement dat de aandeelhouders op het geïnvesteerde vermogen verwachten. Deze voorgaande verklaring is wel maar binnen een bepaald interval van de schuldgraad geldig (Theys, 2002). Voor Belgische beursgenoteerde vennootschappen moet op dit domein wel twee belangrijke opmerkingen gemaakt worden. De eerste bemerking is het feit dat Belgische beursgenoteerde vennootschappen geen gebruik mogen maken van vreemd vermogen om eigen aandelen in te kopen. De tweede opmerking die gemaakt moet worden is in verband met de notionele intrestaftrek. Deze wordt ook wel eens de belastingsaftrek voor risicokapitaal genoemd. De notionele intrestaftrek is in juni 2005 in werking getreden en is vanaf het aanslagjaar 2007 van toepassing. Het heeft als doel om de discriminatie van risicokapitaal ten opzichte van vreemd vermogen weg te werken. Dit wordt getracht te

bekomen door ondernemingen toe te staan om een bepaald percentage van het gecorrigeerd boekhoudkundig eigen vermogen, in mindering te laten brengen van haar belastbaar resultaat. Met andere woorden kunnen we spreken over een fictieve intrestaftrek ("Notionele intrestaftrek", 2008).

3.4 Sturen van de winst per aandeel

Een onderneming kan haar winst per aandeel proberen te sturen door de inkoop van eigen aandelen. De inkoop van eigen aandelen zal aandeelhouderswaarde creëren door het doen dalen van de uitstaande aandelen en het verhogen van de beurskoers. Dit zal een gunstige invloed hebben op de winst per aandeel en andere rentabiliteitsratio's. Er mag dus verwacht worden dat de inkoop van eigen aandelen een koersverhoging teweegbrengt, en bij de uitbetaling van dividend zal er een koersdaling optreden (Mercken, 2008).

Doorheen de tijd zijn aandelenopties de snelst groeiende component van het globale beloningspakket van managers. Dit vindt zijn oorzaak in het feit dat er getracht wordt om de belangen van de managers in lijn te brengen met deze van de aandeelhouders (Denis & McConnell, 2003). Voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen valt dit ook terug te vinden in principe 7 van de CG code. Hierbij gaat men de onderneming aanraden om het remuneratiepakket van het uitvoerend management te koppelen aan de prestaties van het bedrijf. Dit kan onder andere bekomen worden door aandelen, aandelenopties en elk ander recht om aandelen te verwerven uit te keren als beloning voor het uitvoerende management. Hierbij wordt getracht om een oplossing voor het principaal-agent probleem te scheppen. Voor het management is het tegengaan van een beurskoersdaling dus erg interessant. Dit zorgt ervoor dat het management zal aansturen op de inkoop van eigen aandelen in plaats van dividenduitkering om zo het eigen belang te dienen (Schreuders, 2007). Uit onderzoek wordt deze positieve relatie bevestigd tussen aandelenopties van managers en de keuze om de inkoop van eigen aandelen te prefereren op het uitkeren van dividenden (Fenn & Liang, 2001; Weisbenner, 2000; Kahle, 2002, in Raghavan, 2005).

3.5 Verdedigingsfunctie

Bij deze motivatie gaat het vooral over het beïnvloeden van de relaties tussen de onderneming en externe partijen. Een onderneming met een sterk gedaalde beurskoers kan voor een overnemer erg aantrekkelijk zijn. Net zoals een onderneming die veel liquide middelen bezit wanneer de overnemer deze liquide middelen voor zich wil winnen. Daarom is het aangewezen voor de vennootschap om deze liquide middelen te gebruiken voor de inkoop van eigen aandelen in plaats van ze onbenut te laten (Mercken, 2008). Er wordt namelijk getracht om aan de hand van de inkoop van eigen aandelen en de opwaartse helling van de aanbodcurve, de beurskoers te ondersteunen en een daling van de free float te krijgen. Om zo een overname tegen te kunnen gaan (Dittmar, 2000). De inkoop van eigen aandelen zorgt er met andere woorden voor dat de potentiële kost van de overnemer in geval van overname drastisch gaat toenemen. Dit gebeurt mede doordat de aandeelhouders die bereid waren tegen een lage prijs te verkopen geëlimineerd worden. En de overnemer kan dus enkel nog voor aandelen terecht bij de aandeelhouders die enkel willen verkopen tegen een hogere prijs (Bagwell, 1991).

De inkoop van eigen aandelen kan buiten het dienen als verdedigingsfunctie tegen overnames ook gebruikt worden om de controle over een onderneming te behouden. Binnen bepaalde ondernemingen is de aandeelhoudersconcentratie erg hoog. Dit kan ertoe leiden dat een onderneming gecontroleerd wordt door een groep van grote aandeelhouders. Wanneer de situatie zich voordoet dat één van deze grote aandeelhouders zijn aandelen wil verkopen. Kan dit leiden tot een verzwakte positie van de controlerende groep. Hierbij zal de controlerende groep de onderneming aanzetten om de aandelen van de uittredende grote aandeelhouder in te kopen om zo te verhinderen dat hun controlepositie verloren zou gaan. (Boven, 2000; Schreurs, 2007).

Merk wel op dat voor aandeelhouders een overname of een controlegevecht een gunstige situatie kan zijn waarbij de waarde van het aandeel (tijdelijk) zal verhogen (Persons, 1994).

3.6 Dividend substituu

De inkoop van eigen aandelen wordt door vele ondernemingen gebruikt als volwaardig alternatief voor een dividenduitkering. Een belangrijke reden die ertoe kan leiden dat een onderneming voor de inkoop van eigen aandelen gaat kiezen in plaats van het uitkeren van een dividend, is het feit dat een daling in het uitgekeerde bedrag als dividend door de markt als een negatief signaal geïnterpreteerd wordt. Dit brengt met zich mee wanneer een onderneming liquide middelen wilt overdragen aan haar aandeelhouders, ze ervoor kan opteren om dit te doen aan de hand van de inkoop van eigen aandelen en niet onder de vorm van een tijdelijke verhoging van het dividend. Een hierbij samenhangend aspect is dat ondernemingen in de praktijk wanneer ze hun dividend willen verhogen, aan de hand van een partiële verhoging het gewenste dividendbedrag gaan proberen te bekomen (Engelen, Laveren, Limère, & Vandemaele, 2004).

Een tweede reden waarom een onderneming voor de inkoop van eigen aandelen zou kiezen in plaats van een dividenduitkering is het effect op de aandelenprijs die beide handelingen met zich meebrengen. Telkens wanneer er een dividenduitkering plaatsvindt, brengt dit een daling in de beurskoers met zich mee. Dit is niet het geval bij de inkoop van eigen aandelen.

Een derde reden komt voort uit het feit dat de belastingen geheven op dividenden en meerwaarden verschillend kunnen zijn in één en hetzelfde land. In de wetenschappelijke literatuur valt dit fenomeen ook wel terug te vinden onder de benaming de belastingshypothese. Het spreekt voor zich dat de fiscale wetgeving van land tot land verschilt.

3.7 Hedge-hypothese

De hedge-hypothese staat voor de situatie waarbij de onderneming eigen aandelen gaat inkopen om aangegane verplichtingen te kunnen vervullen. Onder aangegane verplichtingen moet vooral worden verstaan emissieverplichtingen die het management of personeel verkregen hebben en de uitvoering van conversieverplichtingen. Conversieoperaties worden veroorzaakt door warrants of converteerbare obligaties.

Binnen deze gevallen wordt voor de inkoop van eigen aandelen gekozen omwille van twee redenen.

Door de inkoop van eigen aandelen op voorhand, wordt het risico veroorzaakt door toekomstige fluctuaties in de aandelenkoers vermeden. Maar in ruil draagt de onderneming wel de financiële kost gedurende de termijn dat de aandelen worden aangehouden (Mercken, 2008).

Een tweede belangrijke reden is het feit dat de verwatering van aandelen tegen wordt gegaan. Door de inkoop van eigen aandelen moeten er namelijk geen extra aandelen aangemaakt worden om de opties te kunnen lichten. Zo kan er ook vermeden worden dat er een verwateringseffect optreedt bij de winst per aandeel (Theys, 2002).

Het moet wel opgemerkt worden dat de principaal-agent relatie voor enige problemen kan zorgen. Managers die van aandelenopties genieten gaan hun handelingen afstemmen om de aandelenkoers zo hoog mogelijk te brengen op de vervaldag van de optie. Ze gaan dus met andere woorden het eigenbelang laten primeren op het belang van de onderneming.

3.8 Financiering van een overname

Een onderneming kan overgaan tot de inkoop van eigen aandelen om hiermee de overname van een andere onderneming te kunnen financieren. Ondernemingen kiezen ervoor om deze tussenstap uit te voeren in plaats van de liquide middelen rechtstreeks te gebruiken omwille van de volgende redenen. Zoals Wilber (2007) aangetoond heeft beschikt de overnemende onderneming over voldoende liquide middelen en positieve resultaten. Maar gemiddeld genomen heeft deze return een negatieve abnormale return voorafgaand op zijn aankondiging van de inkoop van eigen aandelen. De keuze van deze financieringsvorm geeft de onderneming de kans om deze onderwaardering te signaleren naar de markt toe. De financiering door eigen aandelen geeft de overnemende onderneming ook de opportuniteit om het risico te spreiden. Er wordt namelijk een deel van het risico overgedragen naar de overgenomen onderneming. Het spreekt voor zich dat er beter gekozen wordt voor de inkoop van eigen aandelen in plaats van de creatie van nieuwe

aandelen voor de financiering van de overname, omdat hiermee een verwateringseffect tegengegaan wordt.

In het geval een onderneming gebruik maakt van eigen aandelen voor het financieren van overnames, is het noodzakelijk dat ze haar handelingen afstemt om de aandelenkoers zo hoog mogelijk te houden. Beschouw het volgende voorbeeld.

Voorbeeld:

	<u>Geval A:</u>	<u>Geval B:</u>
Beurskoers overnemende onderneming:	100	200
Prijs van overgenomen Onderneming:	1000	1000
	-----	-----
Aandelen nodig voor overname:	10	5

Uit het voorbeeld blijkt dat de beurskoers van de overnemende onderneming negatief gecorreleerd is met het aantal eigen aandelen die nodig zijn voor de financiering van de overname. Het valt wel op te merken dat in bepaalde situaties ondernemingen die hun groei danken aan overnames gefinancierd door eigen aandelen, enkel nastreven om hun beurskoers via allerlei manieren zo hoog mogelijk te krijgen. Dit kan soms leiden tot desastreuze gevolgen denken we maar aan de onderneming WorldCom (Beth, 2004, in Minow & Monks, 2008).

3.9 Bevorderen overgang aandeelhouderschap

Hierbij gaat de onderneming optreden als tussenpersoon bij een transactie van eigen aandelen. De onderneming gaat met andere woorden eigen aandelen inkopen van een bestaande aandeelhouder om deze tijdelijk in bezit te houden totdat ze deze later terug bij een nieuwe aandeelhouder kan plaatsen. Dit geeft de vennootschap de mogelijkheid om controle te behouden over het aandeelhouderschap terwijl de bestaande aandeelhouders de mogelijkheid hebben om aandelen

soepel van de hand te doen (Mercken, 2008). Deze handelswijze is vooral aangewezen in drie bepaalde marktsituaties. Namelijk wanneer de nominale waarde van het aandeel erg hoog is, het geplaatste aandelenkapitaal gering is of de aandelen in het bezit zijn van een selecte groep die enkel tot doel heeft hun aandelenbezit constant te houden. (Van Arendonk, 1992).

3.10 Uitschakelen minderheidsaandeelhouders

Een onderneming kan aan de hand van de inkoop van eigen aandelen overgaan tot het uitschakelen van minderheidsaandeelhouders. Zoals van Arendonk (1992) aangegeven heeft kan dit zijn oorzaak vinden in erg uiteenlopende redenen. Een eerste reden kan zijn het beperken van de kosten van het eigen vermogen. Een tweede reden kan veroorzaakt worden door een groep aandeelhouders die de volledige controle over de onderneming wil vergaren. Om in dit opzet te kunnen slagen zullen ze de onderneming aanzetten om de aandelen van kleine aandeelhouders in te kopen. Een derde reden is terug te vinden in de situatie waarbij een moederonderneming wil samensmelten met haar dochter om één fiscale eenheid te vormen. Een laatste reden kan zich voordoen wanneer minderheidsaandeelhouders zelf wensen hun aandelen van de hand te doen en het aangewezen is dat deze aandelen niet in handen vallen van derden.

3.11 Bondholder expropriation hypothese

De bondholder expropriation hypothese staat voor het feit dat de inkoop van eigen aandelen ervoor zorgt dat het actief van de onderneming daalt, mede met de waarde van de claims van de obligatiehouders. Het risico van de obligatiehouders zal hierdoor een toename ondergaan. Concreet komt er een verplaatsing van het vermogen tot stand tussen de obligatiehouders en de aandeelhouders (Vermaelen, 1981).

3.12 Delisting van de onderneming

Op een bepaald moment kan het aangewezen zijn om een onderneming van de beurs te halen. Hiervoor kunnen enkele redenen aan de basis liggen. Zo kan een slechte beursprestatie of een

nakende vijandige overname aan de grondslag liggen. Delisting kan er ook voor zorgen dat een onderneming meer vrijheid krijgt doordat zij soepelere communicatieverplichtingen heeft naar haar aandeelhouders toe.

De onderneming kan op twee verschillende wijzen van de beurs gehaald worden. In een situatie waarbij de onderneming over een grote referentieaandeelhouder beschikt, kan deze referentieaandeelhouder eigenhandig overgaan tot de uitkoop van de minderheidsaandeelhouders om de onderneming van de beurs te halen. Of de onderneming kan zelf deze rol vervullen en de minderheidsaandeelhouders uitkopen, zodat enkel nog de referentieaandeelhouder een belang in de onderneming bezit en de onderneming van de beurs gehaald kan worden (Theys, 2002).

3.13 Koersondersteuning

Een onderneming kan er belang aan hechten om een bepaalde beurskoers te kunnen aanhouden. Dit kan onder andere gebeuren door de beurskoers te ondersteunen aan de hand van de inkoop van eigen aandelen. Volgens Deweydt, Goeminne en van Campenhout (2004) kunnen drie motieven aan de grondslag van deze koersondersteunende handelingen liggen. Een eerste motief is wanneer de onderneming aandelen uitgeeft met koersgarantieplichtingen. Bij het bezit van aandelen met koersgarantieplichtingen heeft de houder het recht om deze aandelen te verkopen aan de vennootschap als de beurskoers zich onder de vooraf bepaalde grens bevindt. Een tweede reden kan zijn dat de onderneming een bepaald financiële imago wil behouden. Een derde reden hangt samen met de voorbereiding van een aandelenemissie. Omdat de aankondiging van een emissie een koersdrukkend effect met zich meebrengt, wordt het welslagen van de emissie positief beïnvloed door de voorafgaandelijke inkoop van eigen aandelen omdat dit de beurskoers opdrijft.

Hoofdstuk 4: De rapportering over de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen

In dit hoofdstuk zal er aan de hand van een empirisch onderzoek een antwoord geformuleerd worden op de derde deelvraag: Hoe verloopt de rapportering van de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen?

4.1 Onderzoeksopzet

Het Wetboek van Vennootschappen legt de Belgische ondernemingen enkele regels op die nageleefd moeten worden bij de inkoop van eigen aandelen. Deze regels zijn voor BVBA's terug te vinden onder de artikels 321 tot 331, en voor NV's slaat het op de artikels 620 tot 630. De regels in verband met de rapportering, die de NV en de BVBA verplicht zijn te doen wanneer ze overgegaan zijn tot de inkoop van eigen aandelen, zijn terug te vinden in de artikels 328 voor de BVBA en 624 voor de NV. De BVBA en de NV die een inkoop van eigen aandelen hebben gedaan zijn verplicht om in het jaarverslag van de vennootschap de volgende bijkomende gegevens te vermelden:

- de redenen van de verkrijgingen;
- het aantal en de nominale waarde, of, bij gebreke daarvan, de fractiewaarde van de gedurende het boekjaar verkregen en vervreemde aandelen en van de aandelen waarop de verkregen en vervreemde certificaten betrekking hebben, alsmede het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat deze vertegenwoordigen;
- de waarde van de vergoeding van de verkregen of overgedragen aandelen of certificaten;
- het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke daarvan de fractiewaarde van alle aandelen die de vennootschap heeft verkregen en in portefeuille houdt, en van de aandelen waarop de verkregen en in portefeuille gehouden certificaten betrekking hebben, alsmede het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat deze vertegenwoordigen.

Indien de vennootschap geen jaarverslag moet opstellen, worden deze gegevens vermeld in de toelichting bij de jaarrekening.(art.328 en 624 W. Venn.)

Recentelijk werd de wetgeving in verband met de inkoop van eigen aandelen bij Belgische genoteerde vennootschappen en Belgische vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een MTF ('multilateral trading facility') aangepast. Deze aanpassingen kwamen tot stand om het Belgisch recht overeen te laten stemmen met een Europese richtlijn (richtlijn 2006/68/EG van het Europees parlement en de raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG). De belangrijkste aanpassingen zijn:

- Om de gelijke behandeling van alle aandeelhouders te waarborgen mocht voor de wijzigingen een inkoop van eigen aandelen enkel geschieden via de beurstechniek. Dit uitgangspunt is nu verlaten en de plaats waar de verrichting tot wederinkoop gebeurt, vormt niet langer een doorslaggevend criterium om de gelijke behandeling te waarborgen. Dit criterium wordt vervangen door de prijs. Zo moet de prijs bij de inkoopverrichting gelijkwaardig zijn aan de prijs die bekomen kon worden op hetzelfde moment door aandelen te verkopen op een gereguleerde markt of op een MTF.
- De geldigheidsduur van de toestemming gegeven door de algemene vergadering om eigen aandelen in te kopen wordt voor alle vennootschappen verlengd van 18 maanden tot 5 jaar.
- De maximale inkoop die overeenkwam met 10% van het geplaatste kapitaal wordt voor alle vennootschappen verhoogd tot 20%.

De wijziging van de Belgische wetgeving is met andere woorden voornamelijk een flexibilisering van de wetgeving betreffende de inkoop van eigen aandelen. Tegenover deze flexibilisering staan wel enkele bijkomende transparantieregels voor genoteerde vennootschappen en vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een MTF die eigen aandelen of certificaten inkopen. Zo moet er een openbaarmaking gebeuren die de volgende gegevens bevat:

- de datum van de verrichting;
- het aantal verworven effecten;
- de prijs van de verkregen effecten;
- en de gebruikte handelsmethode.

Deze openbaarmaking moet uiterlijk op het einde van de zevende beursdag volgend op de datum van uitvoering van deze verrichtingen gebeuren. Er wordt wel toegestaan dat de inkoopverrichtingen die binnen een periode van zeven beursdagen uitgevoerd zijn kunnen gebundeld worden. Deze openbaarmaking en opslag moet wettelijk bepaald op twee wijzen gebeuren. De eerste wijze is aan de hand van een persbericht. En de tweede wijze waarop de openbaarmaking moet geschieden is op de website van de onderneming. De CBFA beveelt zelfs aan om op de website een afzonderlijke rubriek te voorzien, om hierin de persberichten en een globaal overzicht van de inkopen van eigen aandelen op te nemen.

Zoals wettelijk bepaald is moeten inkopende ondernemingen de redenen van verkrijging vermelden in het jaarverslag. Deweirdt et al. (2004) heeft aan de hand van een enquête, uitgevoerd bij alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen in 2003, getracht te achterhalen wat de belangrijkheid is van elke reden die gebruikt kan worden om inkoopbeslissingen te staven. Het resultaat van hun onderzoek is terug te vinden in tabel 2.

Tabel 2: redenen voor de inkoop van eigen aandelen.

<i>Motief</i>	<i>% (*)</i>
Leveringsverplichtingen personeelsopties en warrants	13
Signalisatie van onderwaardering	10
Ondersteuning beurskoers	10
Verhoging winst per aandeel	9
Overtollige kasmiddelen – gebrek investeringsopportunities	9
Alternatief voor dividenduitkering	8
Vermijden of verhinderen van verzwakking aandeel	7
Financiering overname	7
Verhinderen overname	6
Optimale kapitaalstructuur	6
Verhoging financiële hefboom	5
Vrijwaring zeggenschap	3
Vermindering aandelenaanbod	3
Conversiedoeleinden	3
Besloten status	3
Andere	1

We kunnen opmerken dat het onderzoek de leveringsverplichtingen van personeelsopties en warrants als meest voorkomende reden voor de inkoop van eigen aandelen bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen naar voren schoof.

Het praktijkgerichte onderzoek dat binnen dit hoofdstuk gevoerd zal worden om een antwoord te kunnen formuleren op deelvraag drie, zal uitgevoerd worden op alle BEL-20 ondernemingen (uitgezonderd GDF Suez) voor het boekjaar 2009. Er wordt gekozen voor de BEL-20 ondernemingen in plaats van alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen omdat een onderzoek naar de rapportering grotendeels manueel moet gebeuren en dus geen sinecure is. Het onderzoek dat toegepast zal worden op alle BEL-20 ondernemingen (uitgezonderd GDF Suez) valt terug te vinden in figuur 1.



Figuur 1: onderzoeksopzet.

Er kan opgemerkt worden dat van iedere BEL-20 onderneming (uitgezonderd GDF Suez) vier elementen onderzocht zullen worden in verband met de rapportering die verricht wordt over de inkoop van eigen aandelen op geconsolideerde basis. Deze vier elementen bestaan uit het jaarverslag van 2007, het jaarverslag van 2008, het jaarverslag van 2009 en de website van de onderneming. Aan de hand van het inzicht dat door deze vier elementen bekomen is zullen er twee aspecten onderzocht worden. Het eerste aspect heeft betrekking op de relatie tussen het jaarverslag van 2007, 2008 en 2009. In verband met de redenen die in de jaarverslagen gegeven worden zal de belangrijkheid onderzocht worden en worden nagegaan of er een verandering is tussen de boekjaren 2007, 2008 en 2009. Een ander punt dat onderzocht zal worden bij dit eerste aspect is of de financiële economische crisis invloed gehad heeft op de inkoop van eigen aandelen. Het tweede aspect dat onderzocht gaat worden behandeld de informatie over de inkoop van eigen aandelen die terug te vinden is op de website van de BEL-20 onderneming. Zo zal er nagegaan worden of er een aparte rubriek aanwezig is, zoals de CBFA aanbeveelt. En of van elke inkoopverrichting de datum, het aantal, de prijs en de handelsmethode terug te vinden zijn. Nadat deze aspecten voor elke onderneming afzonderlijk onderzocht zijn zal er getracht worden om een algemeen beeld te vormen. In de bespreking per onderneming is het gewicht van de aandelen in de BEL-20 index gebaseerd op de slotkoers van de handelsdag 1 maart 2010. En het symbool m staat voor miljoen.

4.2 Bespreking per onderneming

4.2.1 Anheuser-Busch Inbev

4.2.1.1 Inleiding

Anheuser-Busch Inbev is één van de belangrijkste brouwerijketens op mondiaal vlak. Binnen de aandelenkorf van de BEL-20 heeft het aandeel een gewicht van 12,36%.

4.2.1.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 kunnen we terugvinden dat tijdens het boekjaar 2007 AB Inbev 10.289.043 eigen aandelen ingekocht heeft op de beurs Euronext Brussel voor het totaalbedrag van 600m euro. De prijs die betaald werd voor deze aandelen was de koers van de dag. De redenen die geleid hebben tot dit aandelenterugkoopplan zijn volgens het verslag terug te voeren tot het bekomen van een optimale kapitaalstructuur en de hedge-vereiste. Zo heeft AB Inbev gedurende het boekjaar 1.756.003 eigen aandelen toegekend aan het senior management van AmBev dat overgeplaatst werd naar AB Inbev. Voorts werden er ook nog 452.327 eigen aandelen toegekend aan kaderleden van de groep. Op het einde van het boekjaar beschikte de onderneming nog over 9.216.030 eigen aandelen (1,49% van het geplaatste kapitaal), terwijl het personeel nog 6,3m uitstaande aandelenopties had.

In het jaarverslag 2008 valt op te merken dat AB Inbev tijdens het boekjaar twee inkoopprogramma's van eigen aandelen uitgevoerd heeft. Deze waren samen goed voor het totaalbedrag van 706m euro. De redenen die aan de grondslag lagen van deze inkopen zijn enerzijds het verhogen van de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders door de sterke kasstroomgeneratie van de onderneming te combineren met een optimale financiële structuur en anderzijds om aan de hedge-vereiste te voldoen. Zo kocht AB Inbev, rechtstreeks of onrechtstreeks via een onrechtstreekse dochteronderneming 12.708.793 eigen aandelen op de beurs Euronext Brussel aan. In functie van aandelenoptieplannen keerde AB Inbev gedurende het

boekjaar 932.889 eigen aandelen uit aan de leden van het senior management van AmBev die overgeplaatst werden naar AB InBev terwijl ook 424.933 aandelen uitgekeerd werden aan kaderleden van de groep. Zo hield de onderneming op het einde van de periode nog 20.563.003 eigen aandelen aan in portefeuille. Daar de onderneming 1.602m aandelen als geplaatst kapitaal had leidde dit tot een verhouding van 1,28%.

In het jaarverslag 2009 valt op te merken dat AB inbev 8.300.000 eigen aandelen overgenomen heeft van Brandbew SA. Deze inkoop is tot stand gekomen aan de hand van een private inkoop op 12 november 2009 tegen de sluitingskoers van die dag. De totale kostprijs van deze verrichting bedroeg 271m euro. De reden die aangehaald wordt in het jaarverslag is de hedge-operatie. Bij deze inkoopverrichting kunnen we opmerken dat het op geconsolideerde basis feitelijk over een interne operatie gaat. Samen met de toekenningen veroorzaakt door optieplannen heeft dat het totaal aantal aandelen dat de groep op het einde van de periode in handen had doen dalen tot 13.575.382 eigen aandelen (0,84% van het geplaatste kapitaal). Er kan ook opgemerkt worden dat van de versoepelde wetgeving gebruik is gemaakt doordat de inkoop gebeurd is door een private aankoop.

AB inbev maakt geen gebruik van zijn officiële website om op overzichtelijke wijze informatie te verstrekken aan externe partijen met betrekking tot de inkoopverrichtingen van eigen aandelen. Wij konden geen aparte rubriek en/of overzicht terugvinden met betrekking tot de inkoop van eigen aandelen.

We kunnen dus spreken over een informatie-asymmetrie tussen de jaarverslagen en de officiële website van de onderneming.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	1,49	Ja	Optimale kapitaalstructuur en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	1,28	Ja	Aandeelhouderswaarde creëren en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	0,84	Neen	/
Website	Neen		

4.2.2 Ackermans & van Haaren

4.2.2.1 Inleiding

Ackermans & van Haaren is een Belgische holding die vooral actief is binnen 5 kernsectoren namelijk:

1. Bouw, bagger en concessies
2. Vastgoed en aanverwante diensten
3. Financiële diensten
4. Private equity
5. Energie en grondstoffen

De onderneming maakte haar intreden op de beurs op 20 juni 1984. Op 1 maart 2007 werd ze opgenomen in de BEL-20 index van Euronext Brussel. Binnen deze aandelenkorf vertegenwoordigt Ackermans & van Haaren 1,79% van het totale gewicht.

4.2.2.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 rapporteert de onderneming dat zij gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 38.458 eigen aandelen verworven heeft voor het totaalbedrag van 2,5m euro. Als reden wordt er in het jaarverslag gegeven "om zich te kunnen indekken tegen verbintenissen van de vennootschap in het kader van aandelenoptieplannen". Zo werden in verband met deze optieplannen gedurende het boekjaar 11.500 eigen aandelen vervreemd. Rekening houdend met het bezit van 265.894 eigen aandelen aan het begin van het boekjaar zorgde dit ervoor dat de onderneming op het einde van het boekjaar over een totaal van 292.852 eigen aandelen beschikte. Van dit totaal worden 51.300 aandelen aangehouden door een onrechtstreekse dochteronderneming van Ackermans & van Haaren. Het geplaatste kapitaal van de onderneming wordt vertegenwoordigd door 33,49m aandelen, we kunnen hieruit afleiden dat de wettelijke bovengrens van 10% nog veraf ligt. De uitstaande opties op het einde van het boekjaar geven het

personeel in het totaal recht op verwerving van 265.800 aandelen van Ackermans & van Haaren in de toekomst. Het is de politiek van de onderneming om aandelenopties in te dekken aan de hand van de inkoop van eigen aandelen.

In het jaarverslag 2008 kunnen we lezen dat de vennootschap in het totaal 22.994 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 1,5m euro. Deze inkopen werden verricht om zich in te dekken tegen aandelenopties die de vennootschap aangegaan is ten opzichte van haar personeel. Door de uitoefening van opties werden er ook 1.500 aandelen vervreemd voor het totaalbedrag van 20.000 euro. In het totaal bezit de onderneming op het einde van het boekjaar 314.346 eigen aandelen (0,94% van het geplaatste kapitaal) waarvan er 51.300 aangehouden worden door een onrechtstreekse dochteronderneming. De onderneming heeft 310.800 aandelenoptieverplichtingen ten opzichte van haar personeel. We kunnen concluderen dat de wettelijke 10% bovengrens van het geplaatste kapitaal nog veraf is en dat de inkopen gedurende het boekjaar noodzakelijk waren om zich te kunnen indekken tegen verbintenissen die de vennootschap in het kader van aandelenoptieplannen heeft.

In het jaarverslag 2009 van Ackermans en van Haaren kan teruggevonden worden dat de groep gedurende het boekjaar 2009 in het totaal 66.886 eigen aandelen verworven heeft. Deze transactie samen met de 314.346 eigen aandelen die de groep bij de start van het boekjaar al bezat en de 1.000 eigen aandelen die ze toegekend heeft in het kader van de uitoefening van aandelenopties gedurende het boekjaar zorgden ervoor, dat het eigen aandelenbezit van de groep op het einde van het boekjaar 380.232 eigen aandelen bedroeg. Dit eigen aandelenbezit komt overeen met 1,13% van het geplaatste kapitaal. De reden die binnen het jaarverslag gegeven wordt ter verantwoording van de inkoop van eigen aandelen is dat de groep zich wilt indekken voor uitstaande aandelenopties. Het aantal uitstaande aandelenopties op het einde van het boekjaar bedroeg 355.300 opties. Hierbij kunnen we opmerken dat de inkoop van eigen aandelen noodzakelijk was om zich te kunnen indekken voor de toegekende aandelenopties.

Op de officiële website van de onderneming is er geen aparte rubriek terug te vinden die informatie geeft in verband met de inkoop van eigen aandelen, alhoewel de CBFA dit aanbeveelt. Er valt enkel op de website te raadplegen hoeveel aandelen in het bezit van de onderneming zijn.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0,87	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2008	0,94	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2009	1,13	Ja	Hedge-hypothese
Website	Neen		

4.2.3 Befimmo-Sicafi

4.2.3.1 Inleiding

Befimmo-Sicafi is een vastgoedbevak die zich hoofdzakelijk bezighoudt met investeren in kantoren in stadscentra. Ongeveer 72% van de kantoren die de groep bezit zijn in Brussel gelegen. Befimmo-Sicafi werd opgericht in december 1995, het aandeel van de groep wordt sinds 20 december 1995 genoteerd op Euronext Brussel en vanaf 23 september 2008 ook op Euronext Parijs. Vanaf 3 maart 2009 maakt het aandeel Befimmo-Sicafi deel uit van de BEL-20 index. Binnen deze aandelenkorf draagt het aandeel een gewicht van 1,28%.

4.2.3.2 Rapportering

Uit het jaarverslag 2006-2007 van Befimmo-Sicafi blijkt dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft. Toch heeft de statutaire zaakvoerder de bevoegdheid gekregen van de algemene vergadering om eigen aandelen in te kopen. Befimmo-Sicafi gaf begin juni van dat boekjaar 3.264.742 nieuwe aandelen uit in het kader van een kapitaalverhoging. Het spreekt voor zich dat een inkoop van eigen aandelen perpendiculair op deze transactie zou gestaan hebben.

In het jaarverslag 2007-2008 van Befimmo-Sicafi wordt vermeld dat de groep de machtiging gekregen heeft om eigen aandelen in te kopen in twee situaties: namelijk om de vennootschap te vrijwaren van ernstig en dreigend nadeel en om bij abnormale bewegingen de koers te kunnen stabiliseren. Er kan opgemerkt worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft en dat er niets terug te vinden is dat de groep eigen aandelen in haar bezit heeft die verworven zijn uit vroegere inkopen.

Ook in het jaarverslag 2008-2009 wordt gemeld dat de statutaire zaakvoerder van de algemene vergadering de bevoegdheid gekregen heeft om eigen aandelen in te kopen. Deze bevoegdheid kent een geldigheidsduur van drie jaar maar er is geen gebruik van gemaakt. Er kan ook

opgemerkt worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft en er ook geen bezit. De groep heeft wel in juni 2009 een kapitaalverhoging doorgevoerd. De reden hiervoor was om de ratio van de ontleende middelen te doen dalen en om investeringskansen te kunnen grijpen wanneer deze zich aanbieden.

Op de officiële website van de groep is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen, wat niet verwonderlijk is daar er geen eigen aandelen werden ingekocht.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0	Neen	/
Boekjaar 2008	0	Neen	/
Boekjaar 2009	0	Neen	/
Website	Neen		

4.2.4 Bekaert

4.2.4.1 Inleiding

De onderneming Bekaert is de wereldleider op de markt van staaldraad, staalkoord en geavanceerde materialen en deklagen. Het aandeel Bekaert wordt sinds december 1972 genoteerd op de aandelenbeurs Euronext Brussel. Binnen de aandelenkorf van de BEL-20 heeft het een gewicht van 2,38%.

4.2.4.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 wordt vermeld dat Bekaert gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 1.160.425 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkopen werden verricht voor twee doeleinden: 2.780 (0.02%) van deze ingekochte eigen aandelen werden gebruikt om te kunnen voldoen aan uitgeoefende optieplannen en de overige 1.157.645 (99.8%) van de ingekochte eigen aandelen werden vernietigd in het kader van een inkoopprogramma dat als doel had om de schuldstructuur van Bekaert verder te optimaliseren (=balansoptimalisering). Op het einde van het boekjaar is het eigen vermogen 50% van het totale passief. Maar we kunnen opmerken dat wanneer er geen inkoop en vernietiging van eigen aandelen geschied was, het eigen vermogen en deze ratio gestegen zouden zijn door het grote overgedragen resultaat. De gearing ratio, verhouding tussen de netto schuld en eigen vermogen, kende een stijging, namelijk van 33% voor het boekjaar 2006 naar 39% voor het boekjaar 2007. Het doel van de onderneming is om deze gearing ratio op 50% te brengen, onder andere aan de hand van de inkoop van eigen aandelen.

In het jaarverslag 2008 valt terug te vinden dat de vennootschap in het totaal 238.800 eigen aandelen teruggekocht heeft voor het totaalbedrag van 19,7m euro. Deze ingekochte aandelen heeft de onderneming voor drie verschillende doeleinden gebruikt. Zo werden 22.800 eigen aandelen geleverd voor de uitoefening van de aandelenopties. Het grootste gedeelte, 161.000 eigen aandelen, werd vernietigd in het kader van een inkoopprogramma terwijl het overige gedeelte, 55.000 eigen aandelen, in portefeuille werd gehouden (0,27% van het geplaatste

kapitaal). De gearing ratio van de vennootschap bedroeg 53,5% op het einde van het boekjaar 2008. We kunnen opmerken dat het vooropgestelde doel van 50% bij dezen erg goed benaderd wordt onder andere door de inkoop van eigen aandelen.

Uit het jaarverslag 2009 van Bekaert blijkt dat de groep gedurende het boekjaar 2009 geen eigen aandelen ingekocht heeft. De groep leverde wel 25.100 eigen aandelen aan personen die hun opties hadden uitgeoefend. Deze levering bracht de groep 1,8m euro op. Door deze transactie daalde het eigen aandelenbestand van 55.000 aandelen naar 29.900 aandelen op het einde van het boekjaar (0,15% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap). De gearing ratio heeft gedurende het boekjaar 2009 een sterke verandering ondergaan, namelijk een daling van 53,5% naar 28,8% (doelstelling=50%). De groep heeft gebruik gemaakt van de aangepaste regelgeving. Zo kreeg de Raad van bestuur machtiging om indien noodzakelijk inkopen van eigen aandelen te verrichten voor een maximum van 20% van het geplaatste kapitaal.

Op de officiële website van Bekaert is er een aparte rubriek aangemaakt die handelt over de terugkoop van eigen aandelen. Buiten de gemiddelde prijs die betaald werd voor de inkopen is er echter geen extra informatie terug te vinden ten opzichte van het jaarverslag.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0	Ja	Optimale kapitaalstructuur en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	0,27	Ja	Aandelen vernietigen en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	0,15	Neen	/
Website	Ja		

We kunnen opmerken dat de onderneming de mogelijkheden die een inkoop van eigen aandelen met zich meebrengt goed benut. Dit kan ondermeer een verklaring zijn waarom ze een aparte rubriek op haar website aangemaakt heeft om externe partijen op een eenvoudig raadpleegbare manier informatie te verschaffen.

4.2.5 Belgacom

4.2.5.1 Inleiding

De Belgacom groep is de belangrijkste Belgische leverancier van geïntegreerde telecommunicatiediensten. Op 22 maart 2004 maakte Belgacom zijn intrede op de beurs van Brussel. Binnen de BEL-20 index heeft de onderneming een gewicht van 6,45%.

4.2.5.2 Rapportering:

In het jaarverslag 2007 van Belgacom kunnen we terugvinden dat de vennootschap gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 2.275.112 eigen aandelen ingekocht heeft voor een gemiddelde prijs van 34,24 euro en dit voor het totaalbedrag van 78m euro. Deze inkopen werden uitgevoerd in het kader van een aandeleninkoopprogramma. Het programma werd goedgekeurd op 18 oktober 2008 door de raad van bestuur en was beperkt tot een aandeleninkoop voor een maximumbedrag van 230m euro. De redenen van deze inkopen zijn dat de onderneming dankzij de vrije kasstromen een bijkomende uitkering wil aanbieden aan haar aandeelhouders en haar leveringsverplichtingen in verband met personeelsopties wil nakomen. Met andere woorden gaat het over een uitkering van overtollige kasmiddelen en de hedge-hypothese. Er valt ook op te merken dat de vennootschap de markt op de hoogte gehouden heeft gedurende het aandeleninkoopprogramma door middel van tussentijdse persberichten. In het begin van het boekjaar bezat Belgacom 27.813.657 eigen aandelen. Door de inkoop van 2.275.112, de vernietiging van 23.750.000 en de toekenning van 385.410 eigen aandelen gedurende het boekjaar hield de vennootschap op het einde van het boekjaar 2007 nog 5.935.359 eigen aandelen over (1,8% van het geplaatste kapitaal). In verband met de vrije kasstromen kunnen we opmerken dat de vennootschap gedurende het boekjaar 2007 een stijging in kas en kasequivalenten kende van 490m euro, nadat de vennootschap 751m euro heeft uitgekeerd aan haar aandeelhouders in de vorm van dividenden en inkopen van eigen aandelen. Belgacom beschikt over vier verschillende aandelenoptieplannen. We kunnen opmerken dat 1.174.296 van deze aandelenopties uitoefenbaar waren op 31 december 2007.

Uit het jaarverslag 2008 van Belgacom kan geconcludeerd worden dat de vennootschap gedurende het boekjaar 2008 in het totaal 12.143.578 eigen aandelen ingekocht heeft. Dit is het resultaat van twee inkoopprogramma's: de afronding van het inkoopprogramma dat gestart was in het boekjaar 2007 en een tweede inkoopprogramma van 200m euro dat opgestart en afgerond werd in 2008. Het eerste inkoopprogramma bracht een inkoop van 4.763.653 eigen aandelen gedurende het boekjaar 2008 met zich mee. Het tweede inkoopprogramma was goed voor een totaal van 7.379.935 eigen aandelen tegen een gemiddelde prijs van 27,10 euro. De redenen van deze inkopen waren gelijk aan deze van het vorige boekjaar namelijk dat de onderneming dankzij de vrije kasstromen een bijkomende uitkering wil aanbieden aan haar aandeelhouders en haar leveringsverplichtingen in verband met personeelsopties wil nakomen. Het eigen aandelenbestand van de vennootschap kende een grote stijging van 5.953.359 naar 17.690.874 eigen aandelen. Deze stijging was het resultaat van de inkoop van 12.143.578 eigen aandelen en de uitkering van 406.063 eigen aandelen gedurende het boekjaar 2008. Hierbij kunnen we opmerken dat het aantal eigen aandelen in verhouding met het geplaatste kapitaal terug een stijging gekend heeft ten opzichte van het vorige boekjaar. De ratio voor het einde van het boekjaar 2007 bedraagt namelijk 1,8% en voor het einde van het boekjaar 2008 bedraagt deze 5,2%. Een belangrijke bemerking bij dit punt is het feit dat indien de annulering van 23.750.000 eigen aandelen in het boekjaar 2007 niet plaatsgevonden had de ratio op het einde van het boekjaar 2008 ongeveer 12% zou zijn geweest. Dit is beduidend groter dan het wettelijk toegelaten maximumpercentage van 10% die op dat moment van kracht was. Van de aandelenopties die toegekend waren aan het personeel waren er 1.368.929 uitoefenbaar op 31 december 2008. In verband met de vrije kasstromen kunnen we opmerken dat de vennootschap een daling in kas en kasequivalenten kende van 161m euro gedurende het boekjaar. Dit is nadat de vennootschap 1.051m euro heeft uitgekeerd aan haar aandeelhouders in de vorm van dividenden en inkopen van eigen aandelen. Globaal gezien kan er dus vastgesteld worden dat de kasstromen aanwezig waren om de inkopen te verrichten.

Uit het jaarverslag 2009 blijkt dat de groep gedurende dat boekjaar geen eigen aandelen heeft ingekocht maar wel in het totaal 280.422 eigen aandelen heeft toegekend in verband met de uitoefening van opties door personeelsleden. Dit bracht het eigen aandelenbezit van de groep op

het einde van het boekjaar 2009 op 17.410.452 eigen aandelen (5,2 % van het geplaatste kapitaal). Er kan opgemerkt worden dat de groep op het einde van het boekjaar 3.497.210 aandelenopties voor personeelsleden uitstaan had. Van deze uitstaande aandelenopties waren er op het einde van het boekjaar 1.859.810 uitoefenbaar.

Op de officiële website van Belgacom is de informatie over de inkoop van eigen aandelen onder de rubriek 'dividenden' terug te vinden. Hierbij wordt een historisch overzicht gegeven van de inkoopverrichtingen op jaarbasis. Zo worden de totale kostprijzen van de inkopen op jaarbasis weergegeven alsook het aantal aandelen en de gemiddelde kostprijs per aandeel.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	1,8	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	5,2	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	5,2	Neen	/
Website	Neen		

In de jaarverslagen van de onderneming wordt melding gemaakt dat ze de markt op de hoogte houdt van de inkopen van eigen aandelen door tussentijdse berichten. Naar de toekomst toe kan voor de onderneming aanbevolen worden om toch een aparte rubriek op haar website aan te maken die informatie over de inkoop van eigen aandelen bevat. Om op deze manier de markt op de hoogte te houden.

4.2.6 Cofinimmo-Sicafi

4.2.6.1 Inleiding

Cofinimmo-Sicafi is een Belgische genoteerde vastgoedonderneming die gespecialiseerd is in het verhuren van eigendommen. De vennootschap is genoteerd op Euronext Brussel en Euronext Parijs. Het aandeel maakt deel uit van de BEL-20 index waarbinnen het een gewicht van 1,72% heeft.

4.2.6.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van Cofinimmo-Sicafi kan vastgesteld worden dat de groep in het begin van het boekjaar al beschikte over 311.759 eigen aandelen. Gedurende het boekjaar heeft dit aantal een alternatie ondergaan, namelijk een verhoging van 452.518 door fusies en een daling van 58.314 eigen aandelen door een annulering. Deze gebeurtenissen hebben ertoe geleid dat de groep op het einde van het boekjaar 2007 over een totaal van 705.963 eigen aandelen beschikte. We kunnen opmerken dat de groep tijdens het boekjaar geen eigen aandelen gekocht en/of verkocht heeft. De verhouding tussen de eigen aandelen en het geplaatste kapitaal bedroeg 5,82%. Dit is nog beduidend lager dan de wettelijke bovengrens van 10%. De belangrijkste bemerking die gemaakt moet worden is dat het jaarverslag buiten de regels waarbinnen de raad van bestuur mag handelen geen extra informatie geeft omtrent de eigen aandelen. Dit kan mede veroorzaakt zijn door het feit dat de groep geen verhandelingen gedaan heeft in eigen aandelen. En dus ook niet wettelijk verplicht is om redenen van de verkrijgingen te geven in het jaarverslag.

In het jaarverslag 2008 van Cofinimmo-Sicafi kan geconstateerd worden dat de groep in het begin van het boekjaar 2008 in het totaal 705.963 gewone eigen aandelen bezat. Dit in rekening gebracht met een verhoging van 233.556 door fusies en een daling van 582.643 door verkoop. Zorgden ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar 2008 nog 356.876 gewone eigen aandelen in haar bezit had. Het valt op te merken dat de onderneming in vergelijking met vorig boekjaar geen annulering van eigen aandelen heeft gedaan, maar gebruik heeft gemaakt van een

verkoop van eigen aandelen. Zo werden 582.643 eigen aandelen verkocht op de beurs tegen een gemiddelde netto prijs van 126,06 euro, dit was samen goed voor 71,7m euro. Volgens het jaarverslag is het doel van deze verkoop de investeringscapaciteit van de groep te verstevigen na de verschillende acquisities. Door deze verkoop is de verhouding tussen het eigen aandelenbezit en het geplaatste kapitaal ook gedaald. Namelijk van 5,82% op het einde van het boekjaar 2007 naar 2,78% op het einde van het boekjaar 2008. De vennootschap heeft ook aandelenopties toegekend maar van deze opties waren er nog geen uitoefenbaar. Dus een indekking voor deze opties was nog niet aan de orde.

Uit het jaarverslag 2009 van de vennootschap blijkt dat de groep ook gedurende het boekjaar 2009 geen eigen aandelen ingekocht heeft. De groep bekwam wel 962.485 eigen aandelen door fusies. Gedurende het boekjaar heeft ze ook in het totaal 1.296.987 eigen aandelen afhandig gemaakt via de beurs dit bracht de groep in het totaal 98,6m euro op. Deze verrichtingen, samen met de 356.876 eigen aandelen die aan het begin van het boekjaar in het bezit van de groep waren liet de groep toe met 22.374 eigen aandelen het boekjaar af te sluiten (0,18% van het geplaatste kapitaal). Van de toegekende aandelenopties door de groep waren op 31 december 2009 nog geen uitoefenbaar.

Op de officiële website van Cofinimmo-Sicafi is er geen aparte rubriek aangemaakt in verband met de inkoop van eigen aandelen. Enkel in de rubriek aandeelhoudersstructuur valt terug te vinden hoeveel eigen aandelen de groep bezit.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	5,82	Neen	/
Boekjaar 2008	2,78	Neen	/
Boekjaar 2009	0,18	Neen	/
Website	Neen		

Er kan vastgesteld worden dat de onderneming in het algemeen weinig aandacht besteedt aan de inkoop van eigen aandelen. Zo is de rapportering die gebeurt in de jaarverslagen en op de website

erg minimaal. Dit kan waarschijnlijk verklaard worden door het feit dat de onderneming enkel haar liquide middelen wil gebruiken voor kernactiviteiten.

4.2.7 Colruyt

4.2.7.1 Inleiding

Colruyt is een Belgisch familiebedrijf dat opgericht is in 1928 door Franz Colruyt. De groep beoefent vele uiteenlopende activiteiten, maar de focus ligt vooral op detailhandel. Het aandeel van de groep wordt verhandeld op Euronext Brussel. Het aandeel is opgenomen in de BEL-20 aandelenkorf. Binnen deze aandelenkorf is het aandeel goed voor een gewicht van 3,78%.

4.2.7.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007-2008 van de Colruyt groep valt terug te vinden dat de groep gedurende het boekjaar 2007-2008 in het totaal 1.169.085 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkopen zijn verricht om extra aandeelhouderswaarde te creëren en om winstparticipaties te kunnen uitkeren onder de vorm van aandelen aan personeelsleden. Op het einde van het boekjaar bezat de groep 1.130.009 eigen aandelen (3,4% van het geplaatste kapitaal). Gedurende het boekjaar 2007-2008 werden 55.082 eigen aandelen uitgekeerd onder de vorm van winstparticipaties, goed voor het totaalbedrag van 10,86m euro.

Uit het jaarverslag 2008-2009 kan vastgesteld worden dat de groep gedurende het boekjaar in het totaal 486.136 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkopen samen met de uitgave van 54.812 eigen aandelen aan werknemers onder de vorm van winstparticipaties zorgden ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar nog 1.561.333 eigen aandelen in haar bezit had. Dit aantal vertegenwoordigt 4,67% van het geplaatste kapitaal. De redenen die binnen het jaarverslag gegeven worden als verantwoording van de inkopen zijn identiek aan deze van het vorige boekjaar.

Op de officiële website van de groep is er een aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen. Hierop kan de datum teruggevonden worden waarop er een verrichting gebeurd is. Ook van elke verrichting afzonderlijk wordt het aantal, de prijs, de totale prijs, de verhandelingplaats en het totaal aantal eigen aandelen dat op dat moment in het bezit was van de

vennootschap weergegeven. Het valt op te merken dat de vennootschap in het lopende boekjaar ook eigen aandelen ingekocht heeft.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	3,4	Ja	Aandeelhouderswaarde creëren en winstparticipatie werknemers
Boekjaar 2008	4,67	Ja	Aandeelhouderswaarde creëren en winstparticipatie werknemers
Boekjaar 2009	/	Ja	Aandeelhouderswaarde creëren en winstparticipatie werknemers
Website	Ja		

Over het algemeen kan vastgesteld worden dat de Colruyt groep veel belang hecht aan de inkoop van eigen aandelen. Dit uit zich ook in het feit dat de groep een nauwgezette en kwaliteitsvolle rapportering brengt in haar jaarverslagen en op haar website. We kunnen met andere woorden stellen dat de onderneming een vorm van voorbeeldfunctie kan vervullen op dit vlak voor de andere ondernemingen.

4.2.8 Delhaize Groep

4.2.8.1 Inleiding

Delhaize groep is een Belgische internationale voedingsdistributeur. De onderneming werd opgericht in 1867. Het aandeel van de groep is momenteel genoteerd op Euronext Brussel en de New York Stock exchange. Op Euronext Brussel kende het aandeel zijn eerste notering in 1962. In de aandelenkorf van de BEL-20 is het aandeel goed voor een gewicht van 8,99%.

4.2.8.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van de Delhaize groep kan waargenomen worden dat de groep gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 536.275 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkopen kwamen overeen met het totaalbedrag van 35,5m euro. Van deze 536.275 eigen aandelen werden er 384.575 (71,7%) ingekocht door de Delhaize groep NV en de overige 151.700 (28,3%) door Delhaize America. Tijdens de start van het boekjaar bezat de groep 918.599 eigen aandelen. Dit met de inkoop van 536.275 eigen aandelen en de uitkering van 515.925 eigen aandelen in het kader van de uitoefening van aandelenopties gedurende het boekjaar hebben ertoe geleid dat de groep op het einde van het boekjaar nog 938.949 eigen aandelen in haar bezit had. Dit totaal komt ongeveer overeen met 0,93% van alle aandelen of met andere woorden 0,93% van het geplaatste kapitaal. De reden die gegeven wordt in het jaarverslag 2007 voor deze inkopen is om zich te kunnen indekken voor de uitoefeningen van de aandelenoptieplannen die Delhaize Groep haar medewerkers aanbiedt. Gedurende het boekjaar 2007 hebben de uitoefeningen van aandelenopties geleid tot een uitkering van 515.925 eigen aandelen.

In het jaarverslag 2008 van de Delhaize groep kan vastgesteld worden dat de groep gedurende het boekjaar 2008 in het totaal 123.317 eigen aandelen ingekocht heeft voor 6m euro. En 147.550 eigen aandelen uitgekeerd heeft door de uitoefening van aandelenopties. Deze verrichtingen kunnen verder opgesplitst worden. Namelijk de Delhaize groep NV kocht 51.876 (42%) aandelen van de groep in en keerde 28.604 (19%) aandelen uit door de uitoefening van aandelenopties toegekend aan medewerkers van niet-Amerikaanse dochterondernemingen. De overige

verrichtingen zijn toe te wijzen aan Delhaize America. Delhaize America kocht 71.450 (58%) aandelen van de groep in en maakte 118.946 (81%) aandelen afhandig door de uitoefening van optieplannen toegekend aan Amerikaanse kaderleden. Tijdens de start van het boekjaar bezat de groep in het totaal 938.949 eigen aandelen. Mede door deze voorgaande vermelde verrichtingen eindigde de groep het boekjaar met 914.716 eigen aandelen in haar bezit (0,90% van het geplaatste kapitaal). De reden die in het jaarverslag gegeven wordt voor de inkopen van eigen aandelen is om te voldoen aan uitoefeningen van de aandelenoptieplannen die Delhaize Groep haar medewerkers aanbiedt. Met andere woorden is de reden de hedge-vereiste.

Uit het jaarverslag 2009 van de Delhaize groep kan vastgesteld worden dat de groep in het totaal 205.882 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkoopverrichtingen kunnen verder opgesplitst worden in twee groepen. Delhaize groep NV kocht namelijk 55.882 eigen aandelen in op Euronext Brussel, voor het totaalbedrag van 2m euro. En Delhaize America kocht gedurende het boekjaar 81.999 eigen aandelen in. Gedurende het boekjaar keerde de groep in het totaal ook 165.012 eigen aandelen uit in het kader van gelichte aandelenopties door personeelsleden. Deze verrichtingen in rekening gebracht met de 914.716 eigen aandelen die de groep op het begin van het boekjaar bezat, zorgden ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar nog 955.586 eigen aandelen in portefeuille had. Dit aantal vertegenwoordigt 0,95% van het geplaatste kapitaal. De reden die binnen het jaarverslag gegeven wordt voor de inkoop van eigen aandelen is om zich te kunnen dekken voor aandelenopties die personeelsleden bezitten.

Op de officiële website van de Delhaize groep is er een aparte rubriek aangemaakt, die handelt over de programma's voor de terugkoop van eigen aandelen. Zo kan er vastgesteld worden dat de inkopen van eigen aandelen in het verleden uitgevoerd zijn door een kredietinstelling in opdracht van de vennootschap. De vennootschap ging twee contracten aan met de kredietinstelling in verband met de inkoop van eigen aandelen. Van elk contract afzonderlijk wordt de datum, methode, aard van de transactie, aantal aandelen en eenheidsprijs gegeven van elke terugkoop die uitgevoerd is.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0,93	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2008	0,9	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2009	0,95	Ja	Hedge-hypothese
Website	Ja		

Over het algemeen kunnen we stellen dat het geven van de informatie in de jaarverslagen en op de website op een overzichtelijke en relevante wijze gebeurt.

4.2.9 Dexia

4.2.9.1 Inleiding

Dexia is een Europese bank en is wereldwijd de grootste speler op de markt van de financiering van de lokale openbare sector. Dexia ontstond in 1996 door de fusie van het Gemeentekrediet van België en Crédit Local de France. Het aandeel maakte zijn intrede op Euronext Brussel op 19 november 1996. En in november 1999 werd de vennootschap opgenomen in de BEL-20 index. Binnen deze indexering is het aandeel goed voor een gewicht van 3,75%.

4.2.9.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van Dexia kan geconstateerd worden dat Dexia NV en haar rechtstreekse dochterondernemingen gedurende het boekjaar 8.626.866 eigen aandelen ingekocht hebben, tegen een totale kostprijs van 177,5m euro. Ze verkochten ook tijdens het boekjaar 173.470 eigen aandelen, dit bracht 2m euro op. Dit samen met het feit dat ze in het totaal 479.340 eigen aandelen bezaten in het begin van het boekjaar leidde ertoe dat ze op het einde van het boekjaar nog 8.932.736 eigen aandelen in portefeuille overhielden (0,76% van het geplaatste kapitaal). De reden die in het jaarverslag gegeven wordt voor de inkopen van eigen aandelen is dat het past in het beleid van vermogens- en financieel beheer, met inbegrip van het optimaliseren van het eigen vermogen. Zo werden de kapitaalverhogingen van gedurende het boekjaar gecompenseerd aan de hand van de terugkoop van eigen aandelen.

In het jaarverslag 2008 van Dexia kan opgemerkt worden dat Dexia NV en zijn rechtstreekse dochterondernemingen in het totaal 13.631.370 eigen aandelen hebben ingekocht gedurende het boekjaar 2008, tegen een totale kostprijs van 231m euro. Dit samen met de 8.932.736 eigen aandelen die in het begin van het boekjaar in handen waren van de groep, de annulering van 22.258.236 eigen aandelen en de verkoop van 12.300 eigen aandelen tijdens de periode zorgden ervoor dat op het einde van het boekjaar nog 293.570 eigen aandelen in portefeuille waren. Dit aantal is representatief voor ongeveer 0,02% van het geplaatste kapitaal. Het valt op te merken dat deze aandelen volledig in handen zijn van dochterondernemingen. Dexia NV zelf heeft geen

eigen aandelen in portefeuille door de annuleringen gedurende het boekjaar. De reden die gegeven wordt in het jaarverslag 2008 is niet klaarblijkend.

Uit het jaarverslag 2009 van Dexia blijkt dat de groep op het einde van het boekjaar 293.570 eigen aandelen bezat, dit komt overeen met 0,02% van het geplaatste kapitaal. Deze aandelen worden aangehouden om zich te kunnen indekken voor aangegane verplichtingen. Hierbij kan opgemerkt worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft. Een verklaring hiervoor wordt er binnen het jaarverslag niet gegeven.

Op de officiële website van Dexia is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de terugkoop van eigen aandelen. Er kan wel bepaalde informatie geraadpleegd worden in het archief dat voorhanden is op de website. Zo kan er onder de rubriek 'wettelijke informatie' voor elke transactie de datum, prijs, aantal en totaalbedrag teruggevonden worden. En voor de terugkoopprogramma's worden alle redenen gegeven. Er kan met andere woorden geconcludeerd worden dat er een informatie-asymmetrie aanwezig is tussen het jaarverslag en de website.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0,76	Ja	Optimale kapitaalstructuur
Boekjaar 2008	0,02	Ja	(geen reden)
Boekjaar 2009	0,02	Neen	/
Website	Neen		

4.2.10 Fortis

4.2.10.1 Inleiding

Door de grote internationale financiële crisis die toesloeg in 2008 heeft Fortis een ingrijpende transformatie ondergaan. Zo bestaat Fortis na het vervreemden van verschillende activiteiten nog uit:

- een belang van 75% in AG Insurance;
- Fortis Insurance International;
- een belang van 45% in Royal Park Investments – een entiteit waarin een gestructureerde kredietportefeuille is ondergebracht;
- de financiële activa en verplichtingen van de verschillende financiële vehikels.

Het aandeel Fortis dat momenteel op Euronext Brussel verhandeld wordt kende zijn eerste notering op 17 december 2001. Het aandeel maakt deel uit van de BEL-20 aandelenkorf. Hierbinnen is Fortis goed voor een gewicht van 8,78%. De groep heeft na de transformatie die ze ondergaan is haar naam gewijzigd in maart 2010 naar 'Ageas'.

4.2.10.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van Fortis kan geconstateerd worden dat de groep in het begin van het boekjaar over 50.698.454 eigen aandelen beschikte. Gedurende het boekjaar maakte dit aantal een transformatie mee. Namelijk de balans tussen de gekochte en verkochte eigen aandelen bedroeg 123.934.575 op het einde van het boekjaar. Dit zorgde ervoor dat op het einde van het boekjaar de groep 174.633.029 eigen aandelen in haar bezit had (7,37% van het geplaatste kapitaal). Over het exacte cijfer van het aantal ingekochte en verkochte eigen aandelen valt er geen informatie terug te vinden in het jaarverslag 2007. Er kan wel opgemerkt worden dat de inkoop van eigen aandelen in het totaal 3.403m euro gekost hebben en de verkopen van eigen aandelen brachten 1.124m euro op. Over de reden als verantwoording voor de inkoop van eigen aandelen wordt er geen melding gemaakt in het jaarverslag hoewel dit wettelijk verplicht is.

In het jaarverslag 2008 van Fortis kan vastgesteld worden dat de groep op het einde van het boekjaar nog maar 41.828.197 eigen aandelen in haar bezit had. Dit in tegenstelling met de 174.633.029 eigen aandelen aan de start van het boekjaar. Het totale eigen aandelenbezit van de groep op het einde van het boekjaar komt overeen met 1,66% van het geplaatste kapitaal. Van dit totale eigen aandelenbezit worden er 1.100.269 eigen aandelen aangehouden door de onderneming. De overige 40.727.928 eigen aandelen worden aangehouden door dochterondernemingen. Over de reden van de inkoop van eigen aandelen wordt er geen melding gemaakt in het jaarverslag hoewel dit wettelijk verplicht is. Er kan enkel teruggevonden worden dat de groep eigen aandelen ingekocht heeft aan de hand van de kasstromentabel.

Uit het jaarverslag 2009 van de groep kan geconstateerd worden dat het eigen aandelenbezit over het boekjaar heen gedaald is van 41.828.197 naar 41.629.830 eigen aandelen. Dit eigen aandelenbestand van de groep op het einde van het boekjaar komt overeen met 1,65% van het geplaatste kapitaal. In verband met deze wijziging in het eigen aandelenbestand wordt er echter in het jaarverslag geen verdere informatie verstrekt. Bij het vorige boekjaar kon er nog opgemerkt worden aan de hand van het geconsolideerde kasstroomoverzicht dat de groep inkopen en verkopen van eigen aandelen verricht had. Maar in het jaarverslag 2009 worden er geen kasstromen gegeven in verband met de aan- en verkopen van eigen aandelen in het geconsolideerde kasstroomoverzicht. Hierdoor wordt er aangenomen dat de groep gedurende het boekjaar 2009 geen eigen aandelen ingekocht heeft.

Op de officiële website van de Fortis holding is er geen enkele informatie terug te vinden in verband met de inkopen van eigen aandelen.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	7,37	Ja	(geen reden)
Boekjaar 2008	1,66	Ja	(geen reden)
Boekjaar 2009	1,65	Neen	/
Website	Neen		

Er kan opgemerkt worden dat de rapportering in de jaarverslagen en op de website van Fortis in verband met de inkoop van eigen aandelen ondermaats is. Zo is er in de jaarverslagen en op de website nauwelijks tot bijna niets terug te vinden over de inkoop van eigen aandelen. Dat is opmerkelijk want zelfs bepaalde wettelijke verplichtingen worden niet nageleefd.

4.2.11 GBL

4.2.11.1 Inleiding

GBL is de afkorting van de portefeuillemaatschappij Groep Brussel Lambert. Het doel van de groep bestaat eruit om het doen groeien en in stand houden van de participatieportefeuille. De participatieportefeuille is zo opgebouwd om de rol van professionele aandeelhouder te kunnen spelen in een klein aantal ondernemingen. De aandelen van de groep worden sinds 15 oktober 1956 op de beurs van Brussel genoteerd. Momenteel maakt het aandeel deel uit van de BEL-20 waarbinnen het een gewicht van 7,96% heeft.

4.2.11.2 Rapportering

Uit het jaarverslag 2007 van GBL kan geconcludeerd worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft. Toch had de raad van bestuur de bevoegdheid gekregen van de gewone algemene vergadering om eigen aandelen in te kopen. Deze bevoegdheid stelde hen in staat om maximum 14.716.766 eigen aandelen van de vennootschap te verwerven op de beurs. Deze aankopen mochten echter slechts geschieden tegen een tegenwaarde die niet 10% lager mocht zijn dan de laagste koers van de 12 laatste maanden die de verrichting voorafgaan en niet hoger dan 10% mocht zijn van de hoogste koers van de 20 laatste noteringen. Deze toestemming is ook van toepassing op de verwervingen uitgevoerd door dochterondernemingen van GBL. Bij het begin van het boekjaar had de groep 5.272.701 eigen aandelen in haar bezit. Dit aantal met de 11.250 eigen aandelen die GBL gedurende het boekjaar verkocht heeft in het kader van het winstdelingsplan leidden tot een eigen aandelenbestand van 5.261.451 eigen aandelen op het einde van het boekjaar (3,26% van het geplaatste kapitaal). Van dit aandelenbestand zijn er 5.085.340 eigen aandelen bestemd om een omruilbare obligatie te dekken.

In het jaarverslag 2008 van GBL kan opgemerkt worden dat de groep 315.200 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 24m euro. Deze ingekochte eigen aandelen samen met de eigen aandelen die de onderneming bezat in het begin van het boekjaar (5.261.451) bracht het eigen aandelenbestand op het einde van het boekjaar op 5.576.651 eigen aandelen. Dit eigen

aandelenbestand vertegenwoordigt 3,45% van het geplaatste kapitaal. De redenen waarom deze eigen aandelen door de groep aangehouden worden zijn ten eerste om de omruilbare obligatie te dekken (5.085.340). En ten tweede om zich in te dekken voor de aandelenoptieplannen (491.311). De omruilbare obligaties zijn uitgegeven door een 100%-dochteronderneming van GBL op 27 april 2005. Deze obligaties zijn omruikbaar in 5.000.000 GBL-aandelen. De toegekende en niet uitgeoefende opties op het einde van het boekjaar bedroegen 505.777 opties. Het moet wel opgemerkt worden dat in 2009 en 2010 maximaal 241.535 van deze opties uitgeoefend kunnen worden.

In het jaarverslag 2009 van GBL kan teruggevonden worden dat de groep gedurende het boekjaar in het totaal 478.088 eigen aandelen ingekocht heeft. Deze inkoopoperaties kwamen overeen met een uitgave van 27,4m euro. De ingekochte eigen aandelen samen met de eigen aandelen die de groep bij het begin van het boekjaar bezat (5.576.651) leidden ertoe dat de groep op het einde van het boekjaar 6.054.739 eigen aandelen in portefeuille had (3,8% van het geplaatste kapitaal). Er kan opgemerkt worden dat de groep dit eigen aandelenbestand aanhoudt omwille van twee redenen. De eerste reden is om de omruilbare obligatie te dekken (5.085.340). De tweede reden is voor het dekken van aandelenoptieplannen (740.055). In het jaarverslag wordt ook melding gemaakt van het feit dat de informatie betreffende de inkoop van eigen aandelen door GBL of haar dochterondernemingen, sinds 1 juli 2009, op de website van GBL bekend gemaakt zal worden. Deze handeling wordt verricht om overeen te komen met de nieuwe wettelijke bepalingen. In verband met de aandelenopties voor personeelsleden kan opgemerkt worden dat de groep op het einde van het boekjaar 740.055 aandelenopties uitstaan had.

Op de officiële website van de GBL-holding kan er een aparte rubriek geraadpleegd worden, die aangemaakt is in verband met de inkoop van eigen aandelen. De rubriek behandelt de inkopen van eigen aandelen die uitgevoerd zijn door GBL en haar dochterondernemingen vanaf 1 juli 2009. De vennootschap deelt mee dat ze aan de hand van deze weg wil voldoen aan de verplichtingen die hen opgelegd worden overeenkomstig de Koninklijke Besluiten van 8 oktober 2008 en 26 april 2009 in verband met de openbaarmakingsverplichting. Zo kan er in verband met elke

inkoopverrichting de datum van inkoop, het aantal aandelen, het prijsinterval, het totaalbedrag, de handelsmethode en de onderneming die de handelingen verricht heeft teruggevonden worden.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	3,26	Neen	/
Boekjaar 2008	3,45	Ja	Conversiedoeleinden en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	3,8	Ja	Conversiedoeleinden en hedge-hypothese
Website	Ja		

4.2.12 KBC

4.2.12.1 Inleiding

De KBC groep is een geïntegreerde bank-verzekeraar die zich vooral richt op retail-, kmo- en privatebankingcliënten. De groep is tot stand gekomen in 1998 door een fusie van drie Belgische financiële instellingen, namelijk een samenvoeging van de Kredietbank, ABB-verzekeringen en Cera-bank. Het aandeel is opgenomen in de BEL-20 aandelenkorf waarbinnen het een gewicht van 8,32% heeft.

4.2.12.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van de KBC groep kan waargenomen worden dat de groep gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 10.436.312 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 1.000m euro. Deze inkoop werden verricht in het kader van een aandeleninkoopprogramma ter waarde van 3.000m euro over drie boekjaren (2007,2008 en 2009). De oorspronkelijke planning van het programma was om gedurende elk van deze drie boekjaren voor 1.000m euro aan eigen aandelen in te kopen. Deze inkooporders zouden uitgevoerd worden op de open markt. Op geconsolideerde basis had KBC groep NV en haar directe dochterondernemingen op het einde van het boekjaar 2007 voor een totaal van 15.395.852 eigen aandelen in hun bezit (4,33% van het geplaatste kapitaal). De redenen die gegeven worden in verband met de inkoop van eigen aandelen in het jaarverslag 2007 luiden als volgt. Ten eerste dat aan de hand van de inkoop van eigen aandelen de groep een substantieel deel van het kapitaaloverschot van de groep zal trachten terug te geven aan de aandeelhouders. Kapitaaloverschot wordt gedefinieerd als het verschil tussen het beschikbare kapitaal en het kapitaal nodig om zowel voor de bank- als voor de verzekeringsactiviteiten de interne financiële doelstellingen te vrijwaren. Zo kunnen we terugvinden dat het een financiële doelstelling is op groepsniveau om de verhouding tussen het beschikbare kapitaal en het vereist reglementair eigen vermogen voor verzekeringsactiviteiten 200% te laten bedragen, en voor bankactiviteiten een 8% Tier 1-ratio te laten bedragen tussen 2007 en 2009. We kunnen opmerken dat de groep een stevige stap gezet heeft om deze ratio's te

bereiken. Zo bedroeg de ratio voor de verzekeringsactiviteiten op het einde van het boekjaar 2007 nog maar 265% ten opzichte van 374% op het einde van het boekjaar 2006. De solvabiliteitsdoelstelling voor de bankactiviteiten werd bereikt, de Tier 1-ratio bedroeg namelijk op het einde van het boekjaar 8%. Ten tweede dat aan de hand van de inkopen van eigen aandelen de groep zich wil indekken voor aandelenopties van personeelsleden. Zo waren er 1.126.413 uitstaande opties aan het einde van het boekjaar 2007. Van deze uitstaande opties waren er 921.583 uitoefenbaar.

Uit het jaarverslag 2008 van de KBC groep kan vastgesteld worden dat de KBC groep NV en zijn directe dochterondernemingen in het totaal 18.171.347 eigen aandelen in hun bezit hadden op het einde van het boekjaar. Dit aantal komt overeen met 5,08% van het geplaatste kapitaal. In het boekjaar 2008 werden er onder het lopende inkoopprogramma 2.924.265 eigen aandelen ingekocht op de open markt tegen een gemiddelde aankoopprijs van 86,60 euro. Deze inkopen waren in het totaal goed voor een bedrag van 253m euro. Het valt op te merken dat dit een afwijking is van de oorspronkelijke intentie om voor 1.000m euro aan eigen aandelen in te kopen. Deze afwijking is te wijten aan het feit dat het aandeleninkoopprogramma in mei 2008 opgeschort werd als gevolg van de internationale financiële crisis. De redenen die gegeven worden voor de verrichte inkopen zijn idem aan de redenen waarom het inkoopprogramma oorspronkelijk is opgericht. Zo bedroeg de verhouding tussen het beschikbare kapitaal en het vereist reglementair eigen vermogen voor de verzekeringsactiviteiten 188% en de Tier 1-ratio voor de bankactiviteiten 10%. Deze ratio's kenden gedurende het boekjaar een belangrijke versterking door de kapitaalversterkende overheidstransactie van 3.500m euro. Aangaande de aandelenopties voor personeelsleden kunnen we opmerken dat op het einde van het boekjaar 2008 in het totaal 981.425 opties uitstonden en 807.845 van deze opties uitoefenbaar waren.

In het jaarverslag 2009 van de KBC groep kan opgemerkt worden dat de machtiging die aan de KBC Groep NV en aan haar rechtstreekse dochtervennootschappen verleend is geweest in het verleden om eigen aandelen van de KBC Groep onder bepaalde voorwaarden te verwerven en in pand te nemen verviel op 23 oktober 2009 en niet vernieuwd werd. Ze kregen wel de machtiging

tot 22 mei 2012 om eigen aandelen in te kopen wanneer dit noodzakelijk was om de Groep voor ernstig en dreigend nadeel te behoeden. Op het einde van het boekjaar had de Groep in het totaal 18.171.347 eigen aandelen in hun bezit (5,08% van het geplaatste kapitaal). De reden waarvoor deze eigen aandelen aangehouden werden is om zich te dekken voor KBC-optieplannen voor het personeel. Zo had de groep op het einde van de periode 978.045 uitstaande opties en waren 910.395 van deze opties uitoefenbaar.

Op de officiële website van de groep is er een aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoopprogramma's van eigen aandelen. Hierop kunnen de inkoopprogramma's teruggevonden worden die in het verleden verricht werden met hun bedrag en het totale aantal eigen aandelen die ze de onderneming opleverden. Er kan opgemerkt worden dat na de opschorting van 15 mei 2008 geen inkopen van eigen aandelen meer verricht zijn door de groep.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	4,33	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	5,08	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	5,08	Neen	/
Website	Ja		

4.2.13 Mobistar

4.2.13.1 Inleiding

Mobistar is een belangrijke speler op de Belgische en Luxemburgse telecommunicatiemarkt. Zo is de onderneming actief in de vaste en mobiele telefonie, in ADSL en in andere markten met een groot groeipotentieel. Mobistar behoort tot de France Telecom-groep en is genoteerd op de beurs van Brussel. Binnen de BEL-20 index heeft Mobistar een gewicht van 2,01%.

4.2.13.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van Mobistar kan gelezen worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht of verkocht heeft. Bij de start van het boekjaar had de groep ook geen eigen aandelen in portefeuille. Dit leidde ertoe dat het boekjaar 2007 werd afgesloten met geen eigen aandelen in het bezit van de groep. In het jaarverslag wordt wel melding gemaakt van het feit dat de vennootschap na afsluiting van het boekjaar 1.291.752 eigen aandelen ingekocht heeft in het kader van een terugkoopprogramma van eigen aandelen.

In het jaarverslag 2008 van Mobistar kan teruggevonden worden dat de groep gedurende het boekjaar 2008 in het kader van een aandelenterugkoopplan voor het totaalbedrag van 175m euro eigen aandelen ingekocht heeft. Dit plan verliep in twee fasen. Zo werden er in de eerste fase 1.291.752 eigen aandelen ingekocht voor het totaalbedrag van 73,3m euro. De gemiddelde aankoopprijs van deze aandelen bedroeg 57 euro per aandeel. Bij de tweede fase werden nog eens 1.985.586 eigen aandelen ingekocht voor het totaalbedrag van 101,3m euro. De gemiddelde aankoopprijs van deze aandelen bedroeg 51 euro. Gedurende het boekjaar werden alle aandelen (3.277.338) vernietigd die ingekocht zijn tijdens de twee fasen. Deze transacties leidden ertoe dat de groep op het einde van het boekjaar geen eigen aandelen in haar bezit had. De inkopen van eigen aandelen werden verricht in het kader van een uitkeringsprogramma aan de aandeelhouders. Dit uitkeringsprogramma heeft als doelstelling om een bepaalde kapitaalstructuur te handhaven of aan te passen. De solvabiliteitsratio op geconsolideerde basis bedroeg voor het boekjaar 2007

65%, voor het boekjaar 2008 was dit nog maar 38%. Deze sterke daling is te wijten aan het feit dat het balanstotaal quasi gelijk gebleven is maar het totale eigen vermogen is met 41% gedaald en het totale vreemd vermogen is met 81% gestegen. Er wordt wel gesuggereerd dat deze inkopen ertoe geleid hebben dat de aandelenkoers enige stabiliteit heeft kunnen behouden gedurende deze turbulente beursperiode.

Uit het jaarverslag 2009 van Mobistar kan geconstateerd worden dat de groep geen eigen aandelen ingekocht heeft gedurende het boekjaar 2009. Dit brengt met zich mee dat de groep op het einde van het boekjaar ook geen eigen aandelen in haar bezit had. In verband met de kapitaalstructuur op geconsolideerde basis van de onderneming kan afgeleid worden dat de solvabiliteitsratio nog steeds 38% bedroeg.

Op de officiële website van Mobistar is er een aparte rubriek aangemaakt die transparantie verschaft in verband met de programma's voor inkopen van eigen aandelen. Hierop wordt het totale aantal aandelen vermeld die ingekocht werden en het totaalbedrag dat hiervoor uitgegeven is. Omdat de vennootschap alle aandelen die ingekocht werden geannuleerd heeft worden deze geannuleerde aantallen ook vermeld.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0	Neen	/
Boekjaar 2008	0	Ja	Optimale kapitaalstructuur
Boekjaar 2009	0	Neen	/
Website	Ja		

4.2.14 NPM

4.2.14.1 Inleiding

NPM (=Nationale PortefeuilleMaatschappij) is een Belgische holding. Deze groep is genoteerd op Euronext Brussel en wordt hoofdzakelijk gecontroleerd door Baron Frère en zijn familie. Op lange termijn tracht de groep een evenwichtige verhoging van de waarde van haar vermogen, en een stijging van de dividenden die ze uitkeert aan haar aandeelhouders te bekomen. Binnen de BEL-20 aandelenkorf draagt de groep een gewicht van 1,87%.

4.2.14.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van NPM kan teruggevonden worden dat de groep in het begin van het boekjaar 4.414.918 eigen aandelen bezat. Gedurende het boekjaar heeft dit aantal wel enkele mutaties ondergaan. Zo werden 827.500 eigen aandelen ingekocht op de beurs tegen een gemiddelde prijs van 50,67 euro en het totaalbedrag van 41,9m euro. Deze inkopen werden verricht door een onafhankelijke financiële bemiddelaar. Een dochteronderneming van NPM kocht ook 226.607 NPM aandelen op de beurs tegen een prijs van 48,77 euro. De groep vervreemde ook 992.349 eigen aandelen door de uitoefening van opties door personeelsleden. In het kader van een marktactiveringsovereenkomst om de liquiditeit van het aandeel te verbeteren werden 16.013 eigen aandelen ingekocht en 15.921 eigen aandelen verkocht. Dit bracht het eigen aandelenbestand van de groep op het einde van het boekjaar 2007 op 4.476.768 eigen aandelen (4% van het geplaatste kapitaal). Er worden in het jaarverslag verschillende redenen gegeven ter verantwoording van de verwerving van eigen aandelen door de groep. De eerste reden is om de liquiditeit van het aandeel NPM te verbeteren. Een tweede reden is om te kunnen voldoen aan leveringsverplichtingen ten opzichte van derden.

In het jaarverslag 2008 van NPM kan waargenomen worden dat de groep gedurende het boekjaar 2008 in het totaal 1.553.746 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 70,1m euro. Deze inkopen samen met het beginaantal van 4.476.768 eigen aandelen en het vervreemden van 1.072.139 eigen aandelen zorgden ervoor dat de holding op het einde van het boekjaar nog

beschikte over 4.958.375 eigen aandelen (4,4% van het geplaatste kapitaal). De reden die in het jaarverslag gegeven wordt voor de inkopen van eigen aandelen is om zich te kunnen indekken tegen leveringsverplichtingen van opties aan derden.

Uit het jaarverslag 2009 van NPM kan opgemerkt worden dat de groep in het begin van het boekjaar over 4.958.375 eigen aandelen beschikte. Gedurende het boekjaar heeft de groep 2.200.000 van deze eigen aandelen geannuleerd en 143.912 uitgekeerd als gevolg van de uitoefening van opties door het personeel. Dit samen met de inkoop van 2.255.491 eigen aandelen op de beurs voor het totaalbedrag van 80,2m euro bracht het totale eigen aandelenbezit van de groep op het einde van het boekjaar op 4.869.954 eigen aandelen (4,4% van het geplaatste kapitaal). Binnen het jaarverslag worden twee redenen gegeven om deze inkopen van eigen aandelen te verklaren. Als eerste reden wordt gegeven om eigen aandelen te kunnen vernietigen. En de tweede reden die gegeven wordt is om zich te kunnen indekken voor verplichtingen die de groep heeft tegenover derden.

Op de officiële website van de vennootschap kan een aparte rubriek teruggevonden worden die informatie bevat betreffende alle inkoopverrichtingen die de vennootschap ooit verricht heeft. Zo kan voor elke dag geconsulteerd worden hoeveel eigen aandelen de onderneming ingekocht heeft mede met de handelsmethode, de gewogen gemiddelde prijs, de hoogst betaalde prijs, de laagst betaalde prijs en het totaalbedrag gebundeld per dag.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	4	Ja	Liquiditeit aandeel verbeteren en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	4,4	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2009	4,4	Ja	Aandelen vernietigen en hedge-hypothese
Website	Ja		

Het valt op te merken dat de rapportering van de onderneming in verband met de inkoop van eigen aandelen zowel in de jaarverslagen als op de website van een degelijk niveau is. Dit samen met het gegeven dat voor de onderzochte boekjaren drie verschillende redenen aangehaald worden kan erop duiden dat de onderneming de verschillende mogelijkheden die de inkoop van eigen aandelen biedt inziet.

4.2.15 Omega Pharma

4.2.15.1 Inleiding

Het farmabedrijf Omega Pharma is opgericht in 1987 door Marc Coucke en Yvan Vindevogel. De kernactiviteiten van de groep zijn uitsluitend deze in OTC (=Consumer Health-activiteiten). Hierin is de onderneming uitgegroeid tot een multinationale groep. Omega Pharma maakte zijn beursintroduktie in het jaar 1998. De onderneming neemt vanaf 1 maart 2002 de plaats van Telindus over in de BEL-20 index. Binnen deze aandelenkorf heeft de groep een gewicht van 0,96%.

4.2.15.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van Omega Pharma kan opgemerkt worden dat de groep gedurende het boekjaar 1.065.744 eigen aandelen (48,5 euro/stuk) ingekocht heeft, goed voor het totaalbedrag van 48,5m euro. Deze inkopen samen met de vernietiging van 1.000.000 eigen aandelen en een beginaantal van 1.272.794 eigen aandelen aan het begin van het boekjaar zorgden ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar 1.338.538 eigen aandelen in haar bezit had. Deze eigen aandelenportefeuille wordt volledig door de vennootschap zelf aangehouden en niet gedeeltelijk door een dochteronderneming. Dit aandelenbestand is representatief voor 5,12% van het geplaatste kapitaal. De redenen die het jaarverslag geeft als verantwoording voor de inkopen is dat het ten eerste voor een goede benutting van de vrije kasstromen zorgt. Hierbij kunnen we opmerken dat de groep op het einde van het boekjaar zelfs met de uitstroom aan liquide middelen voor deze inkopen van eigen aandelen nog een totale netto kasstroom van 9,861m euro voor deze periode overhield. En ten tweede dat de onderneming tracht om een optimale kapitaalstructuur te bezitten zodat de kapitaalkost minimaal gehouden kan worden. Om deze optimale kapitaalstructuur te bekomen kan de groep eigen aandelen inkopen. De groep volgt haar kapitaalstructuur op aan de hand van de gearing ratio. De gearing ratio geeft de netto-financiële schuld als percentage van het totale eigen vermogen. Hierbij kunnen we opmerken dat de gearing ratio van de groep tussen het einde van het boekjaar 2006 en 2007 van 81% naar 58% gegaan is.

In het jaarverslag 2008 van de groep kan teruggevonden worden dat de onderneming gedurende het boekjaar 1.596.456 eigen aandelen (29,88 euro/stuk) ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 47,7m euro. Het valt wel op te merken dat de groep zijn inkoopprogramma van eigen aandelen in het derde kwartaal stopgezet heeft. Deze stopzetting kwam er naar aanleiding van de mondiale financiële crisis. In het begin van het boekjaar beschikte de groep over 1.338.538 eigen aandelen dit met de inkoop van 1.596.456 eigen aandelen, de vernietiging van 2.000.000 eigen aandelen en de uitkering van 55.000 eigen aandelen bij een overname zorgden ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar 2008 nog 879.994 eigen aandelen in haar bezit had (3,63% van het geplaatste kapitaal). Op het vlak van gegeven redenen heeft er geen wijziging plaatsgevonden ten opzichte van het vorige boekjaar. In dit opzicht kunnen we wel opmerken dat de gearing ratio gestegen is. Zo bedroeg de gearing ratio op het einde van het boekjaar 2008 72%, einde van het boekjaar 2007 was dit nog 58%.

Uit het jaarverslag 2009 van Omega Pharma kan vastgesteld worden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft. Hoewel de raad van bestuur de bevoegdheid gekregen had om eigen aandelen in te kopen gedurende het boekjaar van de algemene vergadering van aandeelhouders. De groep vervreemde ook geen eigen aandelen tijdens de periode. Dit zorgde ervoor dat de groep op het einde van het boekjaar nog steeds 879.994 eigen aandelen in haar bezit had (3,63% van het geplaatste kapitaal). Deze stopzetting van de inkopen van eigen aandelen valt te verklaren zoals in het jaarverslag 2008 al vermeld werd door de mondiale financiële crisis.

Op de officiële website van de vennootschap is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen. De bezoekers van de website kunnen wel extra informatie verkrijgen over de inkopen die verricht zijn in het verleden aan de hand van de persberichten in het persberichten archief. Er kan opgemerkt worden dat de transparantie van informatie in verband met de inkoop van eigen aandelen via de website minimaal is. Dit kan waarschijnlijk verklaard worden door het feit dat de laatste inkoopverrichtingen geleden zijn van het begin van het boekjaar 2008.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	5,12	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en optimale kapitaalstructuur
Boekjaar 2008	3,63	Ja	Vrije-kasstroomhypothese en optimale kapitaalstructuur
Boekjaar 2009	3,63	Neen	/
Website	Neen		

4.2.16 Solvay

4.2.16.1 Inleiding

De groep Solvay werd in 1863 opgericht door Alfred en Ernest Solvay. Sindsdien is de groep uitgegroeid tot een internationale industriële groep actief in de chemie en farma. Het aandeel Solvay is genoteerd op Euronext Brussel en maakt deel uit van de BEL-20 (gewicht van 6,48%).

4.2.16.2 Rapportering

Uit het jaarverslag 2007 van de groep Solvay blijkt dat de groep gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 1.112.884 eigen aandelen ingekocht heeft op de beurs. Deze inkopen werden alle verricht door Solvay Stock Option Management BVBA, een subdochter van Solvay NV. Sinds januari 2007 is deze subdochter verantwoordelijk om aan de hand van de inkoop van eigen aandelen de groep te dekken voor aandelenopties. Deze aandelenopties worden enkel aangeboden aan hogere kaderleden met als bedoeling om deze op lange termijn aan de groep te kunnen binden. Zo waren er op het einde van het boekjaar 2007 in het totaal 2.421.100 aandelenopties in het bezit van kaderleden. Van deze toegekende aandelenopties waren er 454.200 uitoefenbaar. Door de inkoop van 1.112.884 eigen aandelen en de uitgave van 323.890 eigen aandelen in het kader van optieplannen gedurende het boekjaar onderging het aandelenbezit van de groep een mutatie. Het aandelenbezit steeg namelijk van 1.849.006 eigen aandelen op het begin van het boekjaar naar 2.638.000 eigen aandelen op het einde van het boekjaar (3,11% van het geplaatste kapitaal). Deze mutatie in het aandelenbezit bracht een negatieve kasstroom van 91m euro met zich mee voor de groep.

In het jaarverslag 2008 kan teruggevonden worden dat de groep op het einde van het boekjaar 2.567.568 eigen aandelen in haar bezit had (3% van het geplaatste kapitaal). Er valt op te merken dat het eigen aandelenbezit doorheen het boekjaar gedaald is met 70.432 eigen aandelen. Een gedeelte van deze daling wordt verklaard door het feit dat de groep 66.120 eigen aandelen heeft

uitgekeerd in het kader van de uitoefening van aandelenopties door het personeel. Voor het overige gedeelte van de daling is er geen verklaring te constateren.

In het jaarverslag 2009 van Solvay kan waargenomen worden dat de groep op het einde van het boekjaar 2009 in het totaal 2.460.818 eigen aandelen in haar bezit had (2,9% van het geplaatste kapitaal). Ten opzichte van het einde van vorig boekjaar kan opgemerkt worden dat het eigen aandelenbestand een daling van 106.750 eigen aandelen ondergaan is. Dit is deels te verklaren door de uitgave van 104.250 eigen aandelen bij de uitoefening van aandelenopties. Zo bedroeg op het einde van het boekjaar het aantal toegekende aandelenopties voor kaderleden 3.432.400 opties. En in het totaal waren op dat moment van deze toegekende aandelenopties 1.348.500 uitoefenbaar. Voor de overige daling van 2.500 eigen aandelen valt er geen verklaring terug te vinden in het jaarverslag.

Op de officiële website van de vennootschap kan een aparte rubriek geconsulteerd worden die zorgt voor de nodige informatie betreffende de inkopen van eigen aandelen. Per inkoopprogramma kan er voor elke verrichting de inkoopdata, het aantal aandelen, het totaalbedrag en de gemiddelde prijs geraadpleegd worden.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	3,11	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2008	3	Neen	/
Boekjaar 2009	2,9	Neen	/
Website	Ja		

4.2.17 Telenet Groep

4.2.17.1 Inleiding

Telenet is sinds 1996 breedbandkabelleverancier. Momenteel is ze actief op de internet, telefoon en digitale TV-diensten markt. De eerste beursnotering van het aandeel Telenet op Euronext Brussel dateert van oktober 2005. Vanaf 3 maart 2009 maakt het Telenet aandeel ook deel uit van de BEL-20 index (gewicht 1,85%).

4.2.17.2 Rapportering

In het geconsolideerde jaarverslag 2007 van de Telenet groep kan vastgesteld worden dat de groep gedurende het boekjaar 2007 geen eigen aandelen ingekocht heeft. Dit kan verklaard worden door het feit dat de Raad van Bestuur geen bevoegdheid gekregen had om eigen aandelen in te kopen. Dit brengt wel met zich mee dat er telkens nieuwe aandelen aangemaakt moeten worden of met andere woorden een kapitaalverhoging moet doorgevoerd worden wanneer het personeel aandelenopties uitoefent. Dit zorgt ervoor dat het uitstaande aandelenbestand van de onderneming een stijgend verloop kende. In het begin van het boekjaar bedroeg het uitstaande aandelenbestand namelijk nog 101.085.455 aandelen en op het einde van het boekjaar is dit aantal gestegen naar 109.313.539 aandelen.

Uit het geconsolideerde jaarverslag 2008 van de Telenet groep kan opgemerkt worden dat in vergelijking met het vorige boekjaar de Raad van Bestuur in het boekjaar 2008 wel gemachtigd was door de algemene vergadering van aandeelhouders om eigen aandelen van de vennootschap in te kopen. Gedurende het boekjaar 2008 is er wel geen gebruik gemaakt van deze bevoegdheid. Dit zorgde ervoor dat mede door de uitgifte van nieuwe aandelen voor uitgeoefende aandelenopties door personeelsleden het uitstaande aandelenbestand verder steeg tot 110.299.104 aandelen.

In het geconsolideerde jaarverslag 2009 van de Telenet groep valt terug te vinden dat de groep gedurende het boekjaar geen eigen aandelen ingekocht heeft hoewel ze hiertoe bevoegdheid verworven had. Omdat de groep geen eigen aandelen in portefeuille had moesten de verplichtingen

die in het verleden aangegaan zijn in verband met winstbewijzen en warrants nagekomen worden door nieuwe aandelen te creëren. Dit zorgde ervoor dat het aantal uitstaande aandelen gedurende het boekjaar van 110.299.104 naar 111.761.666 gestegen is.

Op de officiële website van de groep is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen. Verder is er ook nergens extra informatie terug te vinden over de inkoop van eigen aandelen. Dit kan mede verklaard worden door het feit dat de onderneming geen eigen aandelen inkoopt.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	0	Neen	/
Boekjaar 2008	0	Neen	/
Boekjaar 2009	0	Neen	/
Website	Neen		

4.2.18 UCB

4.2.18.1 Inleiding

UCB is een Belgische multinational die actief is in de farmaceutische sector. De onderneming ontwikkelt voornamelijk hoogwaardige geneesmiddelen. Het aandeel UCB wordt genoteerd op Euronext Brussel en maakt deel uit van de BEL-20 index (gewicht 4,59%).

4.2.18.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van de UCB groep kan teruggevonden worden dat UCB N.V. zelf geen UCB aandelen in haar bezit heeft en ook geen inkopen verricht heeft gedurende het boekjaar. Maar gedurende het boekjaar heeft UCB S.C.A., een indirect verbonden ondernemingen van UCB N.V., 61.200 UCB aandelen ingekocht voor 2m euro. Op geconsolideerde basis bezat de groep op 31 december 2007 in het totaal 3.233.678 eigen aandelen (1,76% van het geplaatste kapitaal). De reden voor de verwerving van deze eigen aandelen is om de groep in te kunnen dekken tegen verplichtingen die verbonden zijn aan aandelenoptieplannen van het personeel. In verband met dit onderwerp kan opgemerkt worden dat de uitstaande aandelenopties sterk gestegen (+74,5%) zijn gedurende het boekjaar, namelijk van 2.200.217 uitstaande aandelenopties naar 3.840.821.

Uit het jaarverslag 2008 van de UCB groep kan opgemerkt worden dat UCB N.V. zelf weer geen eigen aandelen ingekocht heeft. Maar UCB S.C.A., een indirect verbonden onderneming van UCB N.V., verwierf gedurende het boekjaar 2008 in het totaal 50.384 UCB N.V. aandelen voor het totaalbedrag van 1m euro. De reden voor deze inkoopverrichting is idem aan deze van het boekjaar 2007. Deze verbonden onderneming vervreemde voor een bedrag van 3m euro eigen aandelen gedurende het boekjaar. Dit bracht het totale eigen aandelenbestand van de groep op 3.187.264 eigen aandelen op 31 december 2008. Dit eigen aandelenbestand is goed voor 1,74% van het geplaatste kapitaal. In verband met de toegekende aandelenopties aan personeelsleden kan er opgemerkt worden dat deze gedurende het boekjaar met 45,7% gestegen zijn namelijk van 3.840.821 uitstaande aandelenopties naar 5.597.630.

In het jaarverslag 2009 kan waargenomen worden dat de groep gedurende het boekjaar in het totaal 128.116 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 3m euro. Deze werden alle ingekocht door UCB S.C.A.. De reden die gegeven wordt voor de inkopen van eigen aandelen is om zich te dekken tegen leveringsverplichtingen van aandelen aan het personeel. In dit opzicht keerde de groep gedurende het boekjaar 146.329 eigen aandelen uit. Zo bedroeg het totale eigen aandelenbezit van de groep 3.169.051 eigen aandelen op het einde van het boekjaar (1,73% van het geplaatste kapitaal). De uitstaande aandelenopties maakten een stijgende evolutie (+21,6%) mee gedurende het boekjaar, namelijk van 5.597.630 naar 6.805.705 uitstaande aandelenopties.

Op de officiële website van de vennootschap is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen. De verklaring hiervoor kan zijn dat de vennootschap zelf geen eigen aandelen inkoopt maar dat deze transacties verricht worden door een verbonden onderneming.

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	1,76	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2008	1,74	Ja	Hedge-hypothese
Boekjaar 2009	1,73	Ja	Hedge-hypothese
Website	Neen		

4.2.19 Umicore

4.2.19.1 Inleiding

Umicore groep was tot 2001 bekend onder de naam Union Minière. Umicore groep is een internationale non-ferro- en materialengroep. De activiteiten waarin de groep actief is behoren tot vier domeinen: nieuwe materialen, edelmetaalproducten en katalysatoren, edelmetaaldiensten en speciale zinkproducten. Het aandeel van Umicore staat genoteerd op Euronext Brussel en behoort tot de BEL-20. Binnen de BEL-20 is het aandeel goed voor een gewicht van 3,97%.

4.2.19.2 Rapportering

In het jaarverslag 2007 van de Umicore Groep kan achterhaald worden dat de Groep gedurende het boekjaar 2007 in het totaal 8.365.735 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 264m euro. Aan de start van het boekjaar bezat de Groep al 3.304.260 eigen aandelen. Dit samen met de 8.365.735 ingekochte eigen aandelen en de 758.225 uitgekeerde eigen aandelen zorgden ervoor dat de Groep op het einde van het boekjaar nog 10.911.770 eigen aandelen in haar bezit had (8,33% van het geplaatste kapitaal). In het jaarverslag worden twee redenen gegeven voor de verantwoording van de inkoopverrichtingen van eigen aandelen. De eerste reden is om de groep in te dekken voor aandelenopties die toegekend zijn aan personeelsleden. En de tweede reden is om een optimale kapitaalstructuur te kunnen hanteren om zo de kapitaalkost te verminderen. Het aantal aandelenopties toegekend door de onderneming bedroeg op het einde van het boekjaar 3.247.575 opties. Deze aandelenopties waren ook alle uitoefenbaar op het einde van het boekjaar. De Groep controleert haar kapitaalstructuur aan de hand van de gearing ratio. Deze ratio wordt berekend door de netto financiële schuld te delen door de som van de netto financiële schuld en het totale eigen vermogen van de groep. De doelstelling van de Groep is om zijn gearing ratio onder de 50% te kunnen houden. Hierin is de Groep geslaagd voor de boekjaren 2006 (43,9%) en 2007 (7,8%).

In het jaarverslag 2008 van de Groep kan opgemerkt worden dat er 8.512.002 eigen aandelen ingekocht zijn voor het totaalbedrag van 247m euro. Gedurende het boekjaar werden ook 10.986.625 eigen aandelen vernietigd en 643.925 eigen aandelen werden uitgekeerd in het kader van opties en beloningen. Deze verrichtingen samen met de 10.911.770 eigen aandelen die in het bezit van de groep waren bij het begin van het boekjaar zorgden ervoor dat de groep het boekjaar afsloot met 7.757.722 eigen aandelen in portefeuille (6,47% van het geplaatste kapitaal). Er kan opgemerkt worden dat wanneer de groep geen eigen aandelen zou vernietigd hebben ze met 15,64% van het geplaatste kapitaal duidelijk over de wettelijke bovengrens van 10% zouden gegaan zijn. De redenen die het jaarverslag geeft zijn identiek aan deze van het vorige boekjaar. De uitstaande opties die toegekend werden aan het personeel bedroegen op het einde van het boekjaar 3.309.150 aandelenopties. Deze aandelenopties zijn ook alle uitoefenbaar op het einde van het boekjaar. De gearing ratio bedroeg op het einde van het boekjaar 19,8%. We kunnen opmerken dat de gearing ratio over het boekjaar heen een opvallende evolutie ondergaan is. Ze is namelijk van 9,9% naar 19,8% gestegen. Dit percentage is wel nog beduidend beter dan de 50% doelstelling van de groep.

Uit het jaarverslag 2009 kan waargenomen worden dat de groep gedurende het boekjaar in het totaal 257.000 eigen aandelen ingekocht heeft voor het totaalbedrag van 3,88m euro. In de loop van het boekjaar werden ook 476.775 eigen aandelen uitgekeerd in het kader van uitgeoefende aandelenopties door personeelsleden. Dit samen met de 31.500 eigen aandelen die uitgekeerd werden aan het topmanagement bracht het totale aantal eigen aandelen in het bezit van de groep op het einde van het boekjaar naar 7.506.197 eigen aandelen (6,26% van het geplaatste kapitaal). De redenen die gegeven worden als verklaring voor de inkopen van eigen aandelen in het jaarverslag zijn identiek aan deze van de voorgaande boekjaren. De gearing ratio die de groep gebruikt om haar kapitaalstructuur te beoordelen bedroeg op het einde van het boekjaar 10,1%. Het valt op te merken dat de gearing ratio ruim binnen de door de groep vooropgestelde limiet blijft (doel: lager dan 50%). Het aantal uitstaande aandelenopties voor het personeel bedroegen 3.541.825 opties op het einde van het boekjaar. Iedere uitstaande aandelenoptie op het einde van het boekjaar was ook uitoefenbaar.

Op de officiële website van de vennootschap is er geen aparte rubriek aangemaakt die handelt over de inkoop van eigen aandelen. Er kan wel informatie gevonden worden of de vennootschap een programma heeft om eigen aandelen in te kopen onder de rubriek 'FQA' (Frequently Questioned Answers).

	% geplaatste kapitaal	Eigen aandelen ingekocht	Reden(en)
Boekjaar 2007	8,33	Ja	Optimale kapitaalstructuur en hedge-hypothese
Boekjaar 2008	6,47	Ja	Optimale kapitaalstructuur en hedge-hypothese
Boekjaar 2009	6,26	Ja	Optimale kapitaalstructuur en hedge-hypothese
Website	Neen		

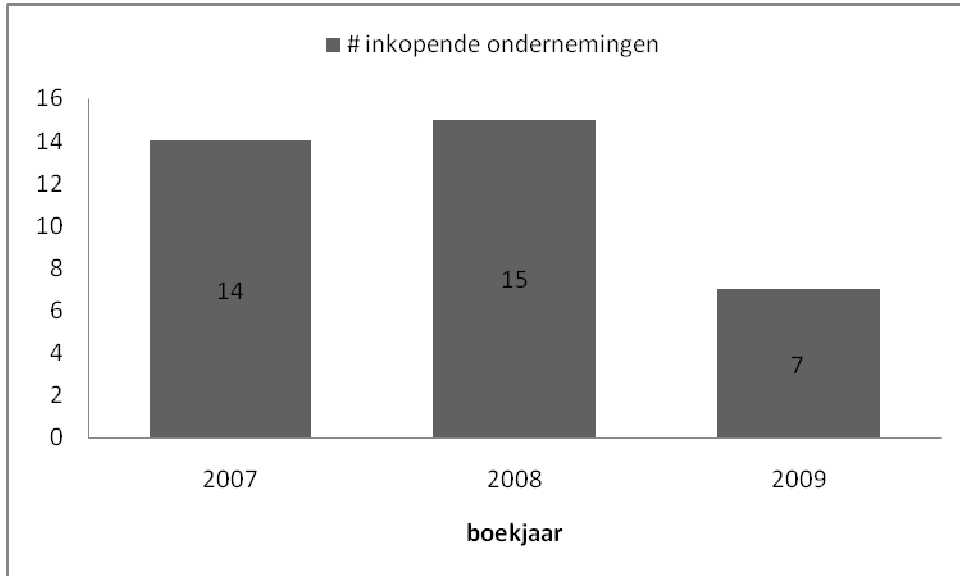
Het valt op te merken dat van alle onderzochte ondernemingen Umicore het grootste gedeelte van haar geplaatste kapitaal aanhoudt als eigen aandelen. Maar toch heeft de onderneming geen aparte rubriek op haar website om informatie te verspreiden in verband met de inkoop van eigen aandelen.

4.3 Onderzoeksresultaten

In bijlage 1 en 2 wordt een overzicht gegeven van de resultaten die bekomen werden door het praktijkgerichte onderzoek dat uitgevoerd is op de BEL-20 ondernemingen (uitgezonderd GDF Suez).

4.3.1 Inkoopverrichtingen

In Figuur 2 wordt weergegeven in absolute aantallen hoeveel van de onderzochte ondernemingen op geconsolideerde basis eigen aandelen ingekocht hebben. Er kan opgemerkt worden dat in de boekjaren 2007 (14) en 2008 (15) ongeveer 75% van de onderzochte ondernemingen op geconsolideerde basis eigen aandelen ingekocht hebben. Voor het boekjaar 2009 was dit nog maar 37% (7) van de onderzochte ondernemingen. De verklaring hiervoor is waarschijnlijk zoals Omega Pharma en de KBC groep ook aangehaald hebben in hun jaarverslagen de mondiale financiële crisis. Na een gedetailleerde analyse van dit onderzoeksgedeelte kunnen enkele opmerkingen gemaakt worden. Zo is de eerste opmerking het feit dat de drie financiële instellingen (Dexia, Fortis en KBC groep) die onderzocht werden, elk eigen aandelen ingekocht hebben gedurende het boekjaar 2007 en 2008 maar dit niet meer gedaan hebben gedurende het boekjaar 2009. De tweede opmerking is dat drie van de onderzochte ondernemingen (Befimmo-Sicafi, Cofinimmo-Sicafi en Telenet groep) op geconsolideerde basis gedurende de boekjaren 2007, 2008 en 2009 geen eigen aandelen ingekocht hebben. Bij deze ondernemingen behoren dus de twee vastgoedbevaks die onderzocht werden.



Figuur 2: aantal ondernemingen die eigen aandelen ingekocht hebben.

4.3.2 Aandelenbezit

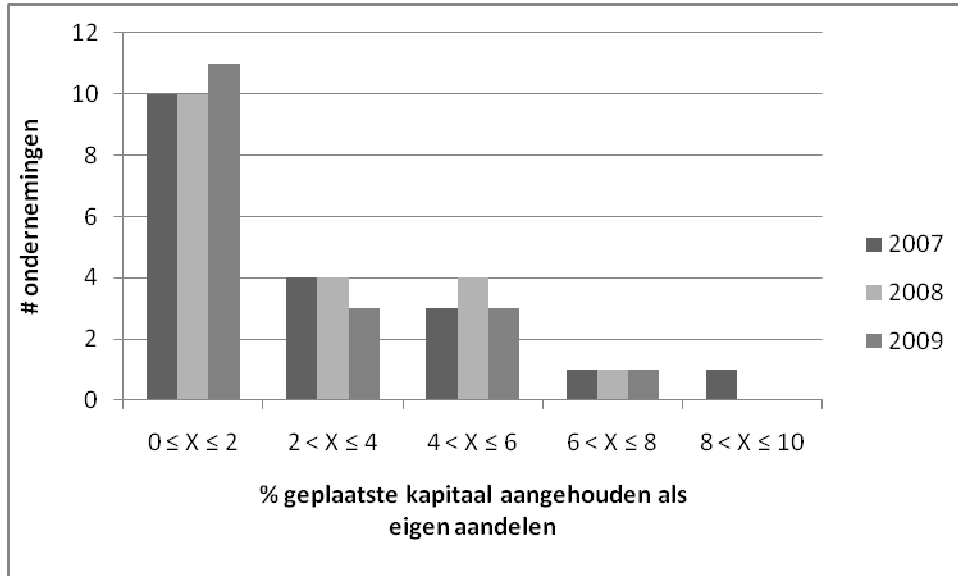
Wettelijk was het de vennootschappen voor de wetswijziging toegelaten om maximaal 10% van hun geplaatste kapitaal aan te houden als eigen aandelen. Door de wetswijziging in 2009 werd dit percentage opgetrokken tot 20%. Voor het boekjaar 2007 kan waargenomen worden dat op het einde van het boekjaar Umicore met zijn eigen aandelenbezit op geconsolideerde basis van 8,33% van het geplaatste kapitaal deze wettelijke grens van 10% het dichtst benaderde van alle onderzochte ondernemingen. Er zijn ook nog drie andere ondernemingen die tussen de 5% en 7,5% van hun geplaatste kapitaal in eigen aandelen bezaten. Alle overige ondernemingen bevonden zich onder de 5%.

Op het einde van het boekjaar 2008 bezat Umicore van alle onderzochte ondernemingen nog steeds het grootste gedeelte, namelijk 6,47%. Het valt op te merken dat op het einde van het boekjaar buiten Umicore nog maar twee andere ondernemingen (KBC en Belgacom) tussen de 5% en 7,5% van hun geplaatste kapitaal in eigen aandelen bezaten. Hieruit mag wel niet besloten worden dat de wetswijziging overbodig was, omdat waarschijnlijk de ondernemingen hier toch geen gebruik van zullen gaan maken. Want er kan waargenomen worden dat gedurende het

boekjaar 2008 drie (Belgacom, Omega Pharma en Umicore) van de onderzochte ondernemingen boven de wettelijke grens van 10% zouden gegaan zijn als ze geen eigen aandelen geannuleerd hadden.

Einde boekjaar 2009 heeft Umicore nog steeds de hoogste fractie eigen aandelen (6,26%), en valt op te merken dat nog geen enkele van de onderzochte ondernemingen gebruik gemaakt heeft van de wetwijziging om 20% van hun geplaatste kapitaal aan te houden in eigen aandelen in plaats van 10%.

In figuur 3 wordt een algemeen overzicht gegeven van het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat de onderzochte ondernemingen als eigen aandelen aanhielden op het einde van de boekjaren 2007, 2008 en 2009. Op de X-as staan de intervallen voor het procentuele gedeelte van het geplaatste kapitaal die de ondernemingen in eigen aandelen bezaten. En op de Y-as valt het aantal onderzochte ondernemingen terug te vinden die binnen een bepaald interval vallen voor een bepaald boekjaar. Er moet wel opgemerkt worden dat er voor de boekjaren 2007 en 2008 in het totaal 19 ondernemingen opgenomen zijn en voor het boekjaar 2009 zijn dit er maar 18. Dit valt te verklaren door het feit dat Colruyt zijn laatste boekjaar pas op 31 maart 2010 afgesloten heeft en hier nog geen jaarverslag beschikbaar van is. Er kan afgeleid worden dat de meerderheid van de onderzochte ondernemingen voor elk van de drie onderzochte boekjaren twee procent of minder van het geplaatste kapitaal op het einde van het boekjaar in eigendom had als eigen aandelen. Het procentuele gemiddelde kende door de boekjaren heen ook een dalend verloop, zo bedroeg het procentuele gemiddelde voor de boekjaren 2007, 2008 en 2009 namelijk 2,76; 2,39 en 2,11%.



Figuur 3: overzicht % geplaatste Kapitaal aangehouden als eigen aandelen.

4.3.3 Rapportering op de website

Zoals eerder al aangetoond werd is de inkoop van eigen aandelen door een onderneming van belang voor externe partijen. Daarom is het belangrijk dat deze partijen de informatie in verband met de inkoop van eigen aandelen kunnen raadplegen. Dit kan onder meer door de persberichten van de onderneming te volgen of door de website van de onderneming te raadplegen. Zo is de onderneming wettelijk verplicht om de inkoopverrichtingen van eigen aandelen openbaar te maken op haar website. Zoals eerder al aangehaald werd, raadt de CBFA aan dat dit gebeurt op een aparte rubriek. Van de onderzochte ondernemingen kan opgemerkt worden dat acht van hen een aparte rubriek aangemaakt hebben om informatie over de inkoop van eigen aandelen openbaar te maken. Dit komt overeen met 42% van de totale steekproef. Het valt wel aan te merken dat deze acht ondernemingen niet overeen komen met de acht onderzochte ondernemingen die gedurende het boekjaar 2009 eigen aandelen ingekocht hebben. Zo heeft maar 57% van deze onderzochte ondernemingen die gedurende het boekjaar 2009 eigen aandelen ingekocht hebben een aparte rubriek op hun website.

4.3.4 Redenen in het jaarverslag

In bijlage 2 worden de redenen weergegeven die aangehaald werden door de onderzochte ondernemingen in hun jaarverslagen voor de boekjaren 2007, 2008 en 2009 om de inkoop van eigen aandelen te verantwoorden. De onderzochte ondernemingen konden wel meerdere redenen aangeven ter verantwoording van de inkoop van eigen aandelen. Deze werden alle opgenomen binnen het onderzoek.

Voor het boekjaar 2007 kan waargenomen worden dat de meest voorkomende reden in de jaarverslagen van de onderzochte ondernemingen de hedge-hypothese was. Zo waren tien van de eenentwintig (48%) redenen die aangehaald werden terug te voeren tot de hedge-hypothese. De optimale kapitaalstructuur als verantwoording kwam ook vijf keer (24%) voor en de vrije-kasstroomhypothese drie keer (14%). Het valt wel op te merken dat Fortis in haar jaarverslag geen reden gegeven heeft ter verantwoording van de inkopen van eigen aandelen die gedurende het boekjaar 2007 uitgevoerd werden.

Ook voor het boekjaar 2008 is de meest voorkomende reden de hedge-hypothese (tien keer van de eenentwintig, 48%). Van de overige redenen waren de optimale kapitaalstructuur en de vrije-kasstroomhypothese de meest voorkomende redenen, met elk drie (14%) vermeldingen. Het valt wel op te merken dat in het jaarverslag van Fortis en Dexia geen redenen teruggevonden kunnen worden ter verantwoording van de inkopen van eigen aandelen die gedurende het boekjaar 2008 uitgevoerd werden hoewel dit wettelijk verplicht is.

Ook voor het boekjaar 2009 is het hedge-motief het belangrijkste (zes keer van de elf, 55%), de overige redenen konden in het totaal maar elk maximaal een keer teruggevonden worden. Hierbij kunnen we vaststellen dat het creëren van een optimale kapitaalstructuur en de vrije-kasstroomhypothese beiden duidelijk aan belangrijkheid hebben moeten inleveren ten opzichte van de vorige boekjaren. De vrije-kasstroomhypothese werd zowaar in de jaarverslagen van 2009 geen enkele keer aangehaald. Dit valt waarschijnlijk te verklaren door de mondiale financiële crisis die

op dat moment heerste. Voor het boekjaar 2009 valt ook op te merken dat elke onderneming die op geconsolideerde basis een inkoop van eigen aandelen verricht heeft, hier een reden voor geeft in haar jaarverslag.

Er kan geconcludeerd worden dat door alle boekjaren heen de hedge-hypothese de meest voorkomende reden is in de jaarverslagen (telkens rond de 50%). Voor de boekjaren 2007 en 2008 waren na de hedge-hypothese de twee meest voorkomende redenen het creëren van een optimale kapitaalstructuur en de vrije-kasstroomhypothese. Voor het boekjaar 2009 heeft deze rangorde enige wijziging ondergaan. Er kan ook opgemerkt worden dat voor de boekjaren 2007 en 2008 in het totaal telkens eenentwintig redenen teruggevonden konden worden in de onderzochte jaarverslagen en voor het boekjaar 2009 waren dit nog maar elf redenen. Dit valt deels te verklaren door het feit dat er minder ondernemingen op geconsolideerde basis eigen aandelen ingekocht hebben. Als we een vergelijking maken met de resultaten van de enquête die Deweirdt et al. (2004) uitgevoerd hebben bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen (zie tabel 2) kan vastgesteld worden dat de hedge-hypothese telkens als meest voorkomende reden naar voren geschoven wordt. Een belangrijke opmerking die gemaakt kan worden is het feit dat bepaalde redenen (signalisatie van onderwaardering, ondersteuning beurskoers en verhoging winst per aandeel) uit de resultaten van de enquête als belangrijk naar voren komen maar deze redenen komen geen enkele keer voor in de onderzochte jaarverslagen.

4.3.5 Nieuwe wetgeving

Binnen de onderzochte ondernemingen kan waargenomen worden dat enkel Anheuser-Busch Inbev gebruik gemaakt heeft van de versoepeling van de wetgeving die doorgevoerd werd in het boekjaar 2009 in verband met de inkooptechniek en de verhoging van het eigen aandelenbezit van 10 tot 20% van het geplaatste kapitaal. Zo kocht Anheuser-Busch Inbev gedurende het boekjaar 2009 eigen aandelen in aan de hand van de private inkoop. Een kanttekening die hierbij gemaakt moet worden is het feit dat de tegenpartij bij de private aankoop een verbonden onderneming was. Er maakte ook geen enkele onderzochte onderneming gebruik van de wettelijk toestemming om

het eigen aandelenbezit op te trekken tot meer dan 10% en minder dan 20% van het geplaatste kapitaal.

Hoofdstuk 5: Conclusies en aanbevelingen

5.1 Conclusies

Belgische vennootschappen die bereid zijn om eigen aandelen in te kopen kunnen sinds 2009 kiezen tussen vijf methoden. Zo kunnen ze gebruik maken van het openbaar bod, de dutch auction, de open markt aankoop, de private aankoop en optiecontracten. Er kan opgemerkt worden dat de inkoopmethode die de vennootschap wenst te gebruiken het best gekozen kan worden in functie van de doelstelling van de inkoopverrichting.

Er zijn tal van redenen die aanleiding kunnen geven om eigen aandelen in te kopen. Het valt wel op te merken dat bepaalde redenen een beperkt geldigheidsdomein bezitten. Dit komt door het feit dat deze redenen afhankelijk zijn van bepaalde omgevingsfactoren. Uit de resultaten van Deweirtdt et al. (2004) en het empirisch onderzoek in deze masterproef kan geconcludeerd worden dat de hedge-hypothese de meest voorkomende reden is bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Een bemerking hierbij is dat bepaalde motieven (om onderwaardering te signaleren, de beurskoers te ondersteunen of een verhoging van de winst per aandeel te bekomen) voor de inkoop van eigen aandelen binnen de resultaten van de enquête een grote belangrijkheidsgraad toegewezen kregen, maar dat dit in tegenstelling is met de resultaten die bekomen werden door een analyse van de jaarverslagen van de BEL-20 ondernemingen (uitgezonderd GDF Suez) waar deze redenen geen enkele keer vermeld werden.

Voor de boekjaren 2007 en 2008 hebben ongeveer 75% van de onderzochte ondernemingen op geconsolideerde basis eigen aandelen ingekocht. Voor het boekjaar 2009 was dit nog maar 37%. Hieruit kan vastgesteld worden dat de mondiale financiële crisis een grote invloed gehad heeft op de inkoop van eigen aandelen bij de onderzochte ondernemingen. Betreffend de verhouding van het eigen aandelenbezit ten opzichte van het geplaatste kapitaal kan opgemerkt worden dat de meerderheid van de onderzochte ondernemingen minder dan 2% van het geplaatste kapitaal aanhielden als eigen aandelen in hun portefeuille.

In verband met de transparantie van de inkoop van eigen aandelen op de websites van de onderzochte ondernemingen kan geconcludeerd worden dat nog maar 42% van hen een aparte rubriek aangemaakt hebben, hoewel dit wordt aanbevolen door de CBFA. Van de versoepeling van de wetgeving voor de inkoop van eigen aandelen maakte van de onderzochte ondernemingen enkel Anheuser-Busch Inbev gebruik door eigen aandelen in te kopen aan de hand van een private inkoop bij een verbonden onderneming.

5.2 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Voor verder onderzoek valt het aan te bevelen om te achterhalen of er enige verandering optreedt in de informatie die ondernemingen aan de buitenwereld geven in verband met de inkoop van eigen aandelen. Hierbij kan het best gekeken worden naar de informatie die ondernemingen op hun website meedelen. Uit het onderzoek dat in het kader van deze masterproef verricht is kan ook gehaald worden welke ondernemingen het exacte tijdstip meedelen wanneer ze een inkoop van eigen aandelen verricht hebben. Aan de hand van deze gegevens kan er onderzocht worden of de inkoop van eigen aandelen effectief voor een abnormale return zorgt zoals Vermaelen (1982) concludeerde uit zijn onderzoek.

Lijst van geraadpleegde werken:

- Bagwell, L.S. (1991). Share repurchase and takeover deterrence. [elektronische versie]. *RAND journal of economics*, Vol. 22 Issue 1, 72-88.
- bedrijf mag dubbel zoveel eigen aandelen inkopen (z.d.). Opgevraagd op 9 mei, 2009, via http://www.finance-jobs.stepstone.be/content/be/bnl/Bedrijf_mag_dubbel_zoveel_eigen_aandelen_inkopen.cfm)
- bedrijfsleiders steeds actiever in eigen aandelen, *Trends*, geraadpleegd op 9 mei, 2009, via <http://www.trends.be/nl/non-stop-news/78-1-48766/bedrijfsleiders-steeds-actiever-in-eigen-aandelen.html>
- Boven, J. (2000). *De inkoop van eigen aandelen door Belgische beursgenoteerde bedrijven*. Diepenbeek : LUC.
- Braam, G., & Dijkma, J. (2002). Inkoop eigen aandelen [elektronische versie]. Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie, bladnr. 2, 177-182.
- Chuang, S.,(2003). Why firms repurchase stock ? *Oxford journal of management sciences*, vol 19 nr 1, 79-108.
- Comment, R., & Jarrell, G.A. (1991). The relative signaling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases [Elektronische versie]. *The journal of finance*, Vol. 46 Issue 4, 1243-1271.
- commissie voor het bank-, financie- en assurantiewezen (2005). *Verkrijging van eigen aandelen door genoteerde vennootschappen*. Opgevraagd op 13 mei, 2009, via www.cbfa.be/nl/gv/info/circ/pdf/fmi_2005_01.pdf
- Cudd, M., Duggal, R., & Sarkar, S. (1996). Share Repurchase Motives and Stock Market Reaction. *Journal of Business and Economics*, 35, 66-76.
- Dann, L.Y. (1981). Common stock repurchases. *The journal of financial economics*, Vol. 9 Issue. 2, 113-138.
- Denis, D.K., & McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 38 Issue 1, 1-36.

- Deweirdt, E., Goeminne, W., & Van Campenhout, G., (2004). *Bedrijfseconomische redenen voor inkoop van eigen aandelen*. Opgevraagd op 9 mei, 2009, via <http://ideas.repec.org/p/ant/wpaper/2004008.html>
- Dittmar, A.K., (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, 73, 331-355.
- Engelen, P.-J., Laveren, E., Limère, A., & Vandemaele, S. (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen : Intersentia.
- Foster, E.M. (1974). *Common stock investment*. Lexington : Lexington books.
- Grullon, G., Ikenberry, D.L. (2000). What do we know about stock repurchases ? [elektronische versie]. *Journal of applied corporate finance*, Vol. 13 Issue 1, 31-51.
- Jacob, O., & Allen, M. (2008). Stock repurchases and the EPS enhancement fallacy. [elektronische versie]. *Financial analysts journal*, Vol. 64 Issue 4, 62-75.
- Kracher, B., & Johnson, R.R. (1997). Repurchase announcements, lies and false signals. *Journal of business ethics*, Vol. 16 Issue 15, 1677-1685.
- Koegel, J.,(2006). Is it time to consider a stock repurchase program ? *Community banker*, September 2006, 26-28.
- Lie, E., & McConnell, J.J. (1998). Earnings signals in fixed-price and Dutch auction self-tender offers [elektronische versie]. *The journal of financial economics*, Vol. 49 Issue 2, 161-186.
- Mercken, R., Rapportering in de jaarrekening van ingekochte eigen aandelen door beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde Belgische vennootschappen. *Accountancy & Bedrijfskunde*, 28(10), 26-39
- Minow, N., & Monks, R.A.G. (2008). *Corporate governance*. Malden : Blackwell.
- Notionele intrestaftrek. (20 augustus 2008). Opgevraagd op 20 december, 2009, via <http://www.unizo.be/viewobj.jsp?id=335074>.
- Persons, J.C. (1994). Signaling and takeover deterrence with stock repurchases : dutch auctions versus fixed price tender offers. *The journal of finance*, Vol. 49 Issue 4, 1373-1402.
- Raghavan, K.R. (2005). Do executive options promote share repurchases ? [elektronische versie]. *Bank accounting and finance*, Vol. 19 Issue 6, 11-18.

- Randall, M. R.,(2000). Share repurchases: The impact on stock valuation. *Financial Practice & Education, Spring/Summer2000, Vol. 10 Issue 1*, 256-263.
- Schreuders, H. (2007). *Inkoop van eigen aandelen door vennootschappen : Redenen, manieren, regels, voorwaarden, en inkoop van eigen aandelen in de praktijk*. Opgevraagd op 9 mei, 2009, via <http://essay.utwente.nl/58071/>.
- Theys, B. (2002). *De signaalfunctie van de inkoop van eigen aandelen*. Diepenbeek : LUC.
- Van Arendonk, H.P.A.M. (1992). *Inkoop van eigen aandelen*. Deventer : Kluwer.
- *Verkrijging van eigen aandelen of certificaten door genoteerde vennootschappen of vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op bepaalde MTF's*. (2009). Opgevraagd op 9 maart, 2010, via http://www.cbfa.be/nl/gv/info/circ/pdf/cbfa_2009_24.pdf
- Vermaelen, T. (1982). De terugkoop van aandelen als informatiesignaal. *Tijdschrift voor Economie en Management, Vol. 27 Nr. 3*, 334-352.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signaling. *Journal of financial economics, Vol. 9 Issue 2*, 139-183.
- wetboek van vennootschappen, geraadpleegd op de website <http://www.ejustice.just.fgov.be/wet/wet.htm> (tekstbijwerking tot 25 februari 2009)
- Wilber, R. (2007). Why do firms repurchase stock to acquire another firm ? [elektronische versie]. *Review of quantitative finance and accounting, Vol. 29 Issue 2*, 155-173.

Bijlagen

Bijlage 1: resultaten praktijkonderzoek

bedrijven	% binnen BEL-20	inkopen			% geplaatste kapitaal			zonder vern boven 10%			Stopzetting	Aparte Rubriek
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009		
AB Inbev	12,36	1	1	0	1,49	1,28	0,84	0	0	0	0	0
Ackermans en van Haaren	1,79	1	1	1	0,87	0,94	1,13	0	0	0	0	0
Befimmo-Sicafi	1,28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bekaert	2,38	1	1	0	0	0,27	0,15	0	0	0	1	1
Belgacom	6,45	1	1	0	1,8	5,2	5,2	0	1	0	1	0
Cofinimmo-Sicafi	1,72	0	0	0	5,82	2,78	0,18	0	0	0	0	0
Colruyt	3,78	1	1	1	3,4	4,67	/	0	0	/	0	1
Delhaize groep	8,99	1	1	1	0,93	0,9	0,95	0	0	0	0	1
Dexia	3,75	1	1	0	0,76	0,02	0,02	0	0	0	1	0
Fortis	8,78	1	1	0	7,37	1,66	1,65	0	0	/	/	0
GBL	7,96	0	1	1	3,26	3,45	3,8	0	0	0	0	1
KBC	8,32	1	1	0	4,33	5,08	5,08	0	0	0	1	1
Mobistar	2,01	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
NPM	1,87	1	1	1	4	4,4	4,4	0	0	0	0	1
Omega Pharma	0,96	1	1	0	5,12	3,63	3,63	0	1	0	1	0
Solvay	6,48	1	0	0	3,11	3	2,9	0	0	0	1	1
Telenet groep	1,85	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UCB	4,59	1	1	1	1,76	1,74	1,73	0	0	0	0	0
Unicore	3,97	1	1	1	8,33	6,47	6,26	0	1	0	0	0
GDF Suez	10,71											
Gemiddeld					2,76	2,39	2,11					
TOTAAL	100,00	14	15	7				0	3	0	7	8
percentage		0,74	0,79	0,37				0,00	0,16	0,00	0,39	0,42

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

De verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2010**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Wouters, Jan

Datum: **28/05/2010**