

2015•2016  
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN  
*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
handelsingenieur*

## Masterproef

Openbare uitgiften van aandelen in België: wijzigingen in  
aandeelhoudersstructuur en koersevolutie

Promotor :  
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Anthony Vangeel

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische  
wetenschappen: handelsingenieur*

2015•2016

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE  
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
handelsingenieur*

## Masterproef

Openbare uitgiften van aandelen in België: wijzigingen  
in aandeelhoudersstructuur en koersevolutie

Promotor :  
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Anthony Vangeel

*Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische  
wetenschappen: handelsingenieur*



## **Woord vooraf**

In het kader van mijn studie Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt werd mij de mogelijkheid gegeven om deze thesis uit te werken. Deze thesis vormt het sluitstuk van mijn (master)opleiding Handelsingenieur. Omdat ik zelf al enige tijd actief ben op de aandelenmarkt en mijn portefeuille ook enkele aandelen bevat van ondernemingen die een kapitaalverhoging gedaan hebben, leek het mij uiterst interessant om dit onderwerp verder te bestuderen.

Tijdens de literatuurstudie heb ik veel bijgeleerd en eveneens nieuwe inzichten verworven. Ik ben op enkele tegenstrijdige bevindingen gestoten, maar dit maakte het voor mij des te interessanter om empirisch te onderzoeken hoe de situatie van Belgische aandelenuitgiftes aansluit bij de literatuur. Tijdens dit empirisch onderzoek werd duidelijk dat het merendeel van de onderzoeken uit de literatuur dilutie over het hoofd zagen. Door hier wel rekening mee te houden tijdens mijn onderzoek ben ik tot enkele opmerkelijke resultaten gekomen die een beter inzicht geven op het koersverloop bij kapitaalverhogingen.

Tot slot wil ik graag een woord van dank richten aan enkele personen. Zonder Prof. Dr. Vandemaele zou ik in eerste instantie niet eens mijn thesis kunnen aanvangen. Door in samenspraak met haar een nieuw thema te zoeken en haar goedkeuring te bekomen, kon ik uiteindelijk toch mijn thesis uitwerken. Daarnaast wil ik haar ook bedanken voor de enorme steun en hulp die zij mij heeft geboden. Verder wil ik graag mijn ouders bedanken die me de mogelijkheid hebben gegeven om de opleiding Handelsingenieur te kunnen volgen. Voor hun geduld, vertrouwen en morele steun, bedankt.



## **Samenvatting**

In dit onderzoek staat het koersverloop van seasoned equity offerings oftewel kapitaalverhogingen door middel van de openbare uitgifte van aandelen centraal. Uit de literatuur blijkt dat er vaak een negatieve koersreactie is wanneer er een seasoned offering plaatsvindt. Dit verklaart men door het feit dat de bestaande aandeelhouders over betere informatie beschikken dan de nieuwe aandeelhouders, en hiervan gebruik maken om aandelen uit te geven wanneer de marktprijs hoger ligt dan de reële waarde. Door deze asymmetrie in informatie kunnen de aandelenuitgiftes dus getimed worden wanneer het voor de bestaande aandeelhouders het voordeligst is. De uitgifte geeft dan een signaal aan de markt waarop de markt zal reageren. Bijgevolg zal er een daling waargenomen kunnen worden in de koers.

Verder constateert men ook voor de lange termijn een ondermaatse prestatie van deze aandelen in vergelijking met de markt. Een mogelijke verklaring die hier voor wordt gegeven is dat de investeerders te optimistische verwachtingen hebben van de toekomstige plannen van de onderneming. Deze verwachtingen zullen geleidelijk aan bijgesteld worden en zodoende zal er een lange termijn daling waargenomen kunnen worden in de aandelenkoers.

De studie van Larrain en Urzúa (2013) op de Chileense beurs werpt een heel ander licht op dit vooropgestelde koersverloop. Zij onderzoeken de effecten van dilutie bij de meerderheidsaandeelhouders en komen tot de bevinding dat indien er geen dilutie is, er ook geen negatieve koersreacties zijn, noch op de korte termijn, noch op de lange termijn. In lijn met hun onderzoek zal deze thesis een blik werpen op de Belgische situatie. Om te beginnen worden eerst de aandelenuitgiftes met betrekking tot een kapitaalverhoging van 2000 tot en met 2010 opgezocht. Daarna wordt er gekeken in welke mate de meerderheidsaandeelhouders aandelen bijkopen of hun aandeel in de onderneming laten verwateren. Voor ons onderzoek hebben we een sample van 31 uitgiftes van Belgische ondernemingen, genoteerd op de Belgische beurs.

We onderzoeken allereerst of er een verschil is in de cumulatieve abnormale returns van de hele sample ten opzichte van de marktindex. Vervolgens splitsen we de sample op in de uitgiftes waar substantiële dilutie optreedt en de uitgiftes waar geen dilutie optreedt. Dan vergelijken we de cumulatieve abnormale returns van deze twee groepen afzonderlijk met de marktindex. We gaan verder met de twee groepen onderling te vergelijken om te zien of er een statistisch significant verschil is in de cumulatieve abnormale returns van de groepen. Zowel op de korte termijn als op de lange termijn zullen we deze effecten onderzoeken. Voor de korte termijn gaan we oorspronkelijk uit van één maand na de uitgifte. We voeren wel een sensitiviteitsanalyse uit door later de korte termijn te definiëren als één week na de uitgifte. We vergelijken deze resultaten dan met de eerder gevonden resultaten om te kijken of onze resultaten robuust zijn. Verder bekijken we het effect van te werken met dagelijkse of wekelijkse koersen. Wat betreft de lange termijn stellen we een periode van vijf jaar na de uitgifte voorop. Ook hier zullen we gebruik maken van dagelijkse en wekelijkse koersen, en bijkomen bekijken we wat er gebeurt indien we werken met maandelijks koersen.

Uit het empirisch onderzoek komen verschillende significante resultaten naar voren. Zo presteren uitgiftes zonder dilutie significant beter dan de markt index en genereren deze uitgiftes een positieve abnormale return op de korte en lange termijn. Voor de uitgiftes met dilutie vinden we negatieve abnormale returns, maar deze zijn niet significant. Gaan we verder door de uitgiftes met dilutie te vergelijken met de uitgiftes zonder dilutie, dan vinden we zo goed als allemaal significante resultaten. Hieruit blijkt dat de cumulatieve abnormale return van uitgiftes met dilutie op de korte termijn gemiddeld 9,315% lager is dan de uitgiftes zonder dilutie. Voor de lange termijn zijn de cumulatieve abnormale returns gemiddeld 114,913% lager bij de uitgiftes met dilutie in vergelijking met de uitgiftes zonder dilutie. Uit dit werkstuk blijkt dus dat dilutie een enorm belangrijke factor is voor de toekomstige returns bij een kapitaalverhoging.

## **Inhoudsopgave**

<b>Woord vooraf.....</b>	<b>I</b>
<b>Samenvatting.....</b>	<b>III</b>
<b>Inhoudsopgave .....</b>	<b>V</b>
<b>Figuren en tabellen.....</b>	<b>VII</b>
<b>1. Inleiding.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Literatuurstudie.....</b>	<b>7</b>
2.1. Asymmetrische informatie.....	7
2.2. Signaaltheorie.....	12
2.2.1. Signaaltheorie en korte termijn prijseffecten.....	12
2.2.2. Signaaltheorie en lange termijn prijseffecten.....	15
2.3. Belgisch juridisch kader.....	18
2.4. Literatuurbevindingen.....	20
<b>3. Hypotheses .....</b>	<b>25</b>
<b>4. Data beschrijving.....</b>	<b>27</b>
4.1. Data verzameling.....	27
4.2. Data constructie.....	29
4.3. Beschrijving dataset.....	32
<b>5. Methodologie.....</b>	<b>37</b>
<b>6. Resultaten.....</b>	<b>41</b>
<b>7. Conclusie.....</b>	<b>49</b>
<b>Referentielijst.....</b>	<b>53</b>
<b>Bijlagen.....</b>	<b>59</b>





## **Figuren en tabellen**

### **Figuren**

Figuur 1: Algemeen koersverloop zoals de literatuur vooropstelt.....	21
Figuur 2: Gemiddelde jaarlijkse returns van SEO's.....	23
Figuur 3: Verdeling van $\beta^d$ .....	33
Figuur 4: Verdeling van $\beta^w$ .....	33
Figuur 5: Verdeling van $\beta^m$ .....	33
Figuur 6: $CAR^d(KT)$ .....	33
Figuur 7: $CAR^w(KT)$ .....	33
Figuur 8: $CAR^d(LT)$ .....	34
Figuur 9: $CAR^w(LT)$ .....	34
Figuur 10: $CAR^m(LT)$ .....	34
Figuur 11: Aantal blokaandeelhouders.....	35
Figuur 12: Frequentie van de grootteorde van de dilutie.....	36
Figuur 13: Verdeling van $\beta$ 's Reuters.....	37
Figuur 14: $CAR^d(KT)$ via $\beta$ 's van Reuters.....	38
Figuur 15: $CAR^w(KT)$ via $\beta$ 's van Reuters.....	38
Figuur 16: $CAR^d(LT)$ via $\beta$ 's van Reuters.....	38
Figuur 17: $CAR^w(LT)$ via $\beta$ 's van Reuters.....	38
Figuur 18: $CAR^m(LT)$ via $\beta$ 's van Reuters.....	38

## Tabellen

Tabel 1: Lange termijn returns voor SEO's uit de bestaande literatuur.....	10
Tabel 2: Maandelijkse/jaarlijkse SEO returns.....	23
Tabel 3: Overzicht uitgiftes zonder dilutie en uitgiftes met dilutie.....	32
Tabel 4: Overzicht variabelen.....	36
Tabel 5: Overzicht bèta's Reuters.....	37
Tabel 6: Overzicht bèta's en CAR's.....	39
Tabel 7: Overzicht resultaten hypothese 1.....	42
Tabel 8: Overzicht resultaten hypothese 2.....	44
Tabel 9: Overzicht resultaten hypothese 3.....	45
Tabel 10: Overzicht resultaten hypothese 4.....	46
Tabel 11: Uitgiftes niet bruikbaar voor dit onderzoek.....	59
Tabel 12: Uitgiftes gebruikt in dit onderzoek.....	59

## **1. Inleiding**

In deze masterproef wordt een licht geworpen op de koersevolutie van aandelen. Het gaat hierbij specifiek over het koersverloop in functie van de wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur, en dat bij de openbare uitgifte van aandelen in België. Uit de literatuur blijkt dat de aandelenprijs alsmede de toekomstige opbrengsten zullen dalen indien de eigendom van de meerderheidsaandeelhouder(s) in de onderneming aanzienlijk vermindert, zo vinden Larrain en Urzúa (2013). Maar wat indien de controlerende aandeelhouder zijn procentueel deel van de aandelen behoudt? In deze thesis wordt een licht geworpen op de seasoned equity offerings, oftewel een aanbieding van aandelen op de openbare markt door ondernemingen die reeds beursgenoteerd zijn. IPO's, initiële aanbiedingen van aandelen, worden buiten beschouwing gelaten, daar deze buiten de focus van dit onderzoek vallen. Er is weinig literatuur die zich specifiek richt op de Belgische context en daarom zal in deze studie onderzoek verricht worden naar de koersevolutie van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Bedrijven geven nieuwe aandelen uit om zo nieuw kapitaal te verwerven. Als bedrijf dient men daarbij sterk over te komen naar de buitenwereld toe. Om het vertrouwen te winnen van mogelijke investeerders is het noodzakelijk dat de bestuurders en aandeelhouders van het bedrijf tonen dat zij ook werkelijk geloven in de onderneming. De beste manier hiervoor is door het zelf bijkopen van aandelen indien er een nieuwe uitgifte komt. Dit wekt vertrouwen bij potentiële financierders. Gebeurt dit echter niet, dan treden er dilutie-effecten op bij de controlerende aandeelhouder, waardoor zijn of haar zeggenschap in de onderneming daalt. Dilutie-effecten treden dus op wanneer de (controlerende) aandeelhouder geen extra aandelen verwerft indien er een seasoned equity offering is. Hierdoor daalt bijgevolg het percentage van zijn of haar aandelen in het bedrijf en zodoende ook de (controlerende) positie. Dit wordt door de markt aanzien als een negatief signaal, omdat men denkt dat de controlerende aandeelhouder zelf niet meer gelooft in het bedrijf (Larrain & Urzúa, 2013). Eén van de belangrijkste theorieën bij de uitgifte van aandelen is de signaaltheorie. Deze theorie zegt dat bedrijven die goede toekomstvooruitzichten hebben, de markt hiervan kunnen overtuigen door een duidelijk signaal te geven. Zo zal er een positief signaal aan de markt gegeven worden wanneer de meerderheidsaandeelhouders hun procentueel aandeel in de onderneming behouden na de uitgifte van aandelen (Leland & Pyle, 1977). Het is bijgevolg belangrijk om verder te bestuderen hoe wijzigingen in de positie van een controlerende aandeelhouder in het bedrijf, het koersverloop kunnen beïnvloeden. Daarop is ook de centrale onderzoeksvraag van deze thesis gebaseerd:

*"Hoe beïnvloeden wijzigingen in de meerderheidsaandeelhoudersstructuur bij een kapitaalverhoging door openbare uitgifte van aandelen de koers van het aandeel?"*

Indien de bestaande aandeelhouders zelf aandelen bijkopen, en zo hun positie in de onderneming behouden, leidt dit dan tot een hoger gewaardeerd aandeel? Uit een studie in Chili blijkt dat wanneer de bestaande aandeelhouders geen aandelen bijkopen, en er dus dilutie optreedt, de totale toekomstige waarde voor de bestaande minderheidsaandeelhouders 20% lager zal zijn dan indien er wel aandelen bij aangekocht zouden worden door alle bestaande aandeelhouders. Larrain en Urzúa (2013) concluderen dan ook dat meerderheidsaandeelhouders de marktprijs van de aandelen in de toekomst kunnen sturen, door al dan niet aandelen bij aan te kopen. Verschillende bronnen en studies hieromtrent tonen soortgelijke bevindingen (Donelli, Larrain & Urzúa, 2013; Silva & Bilinski, 2015; Bilinski & Strong, 2013; Dasilas & Leventis, 2013). Echter is er zeer weinig onderzoek verricht in de Belgische context. In deze masterproef zal daarom dus onderzocht worden wat de effecten zijn van aandeelhoudersstructuurwijzigingen bij seasoned equity offerings in de Belgische context.

Om tot de centrale onderzoeksvraag te komen zal er een opsplitsing gemaakt worden in enkele deelvragen. Deze sluiten nauw aan bij de centrale vraag, maar gaan elk dieper in op een specifiek aspect, zodoende bijkomende inzichten te verwerven. Dit zal ons nadien in staat stellen om een gegrond en gericht antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag. De volgende vier deelvragen zullen onderzocht worden, te beginnen met:

*"Waarom voeren bedrijven een kapitaalverhoging door en hoe bepaalt de reden het koersverloop?"*

Het is natuurlijk logisch dat we even kort kijken naar de motieven om extra aandelen uit te geven, zodoende kan er een beter kader gevormd worden rond de centrale onderzoeksvraag. Daarom beginnen we in deze masterproef ook met in de literatuur te zoeken naar antwoord op deze deelvraag.

Bedrijven geven extra aandelen uit om enkele verschillende redenen. Finnerty (1975) stelt in zijn onderzoek dat bedrijven extra aandelen uitgeven om meer kapitaal te vergaren voor nieuwe investeringen, om het risico bij 'highly levered firms' (bedrijven met veel vreemd vermogen t.o.v. eigen vermogen) te verminderen en om voordeel te halen uit overgewaardeerde aandelenprijzen, door in te spelen op asymmetrische informatie. Een cruciaal begrip dat hier dus naar voor komt is asymmetrische informatie. Asymmetrische informatie wijst op het feit dat de ene partij meer weet dan de andere (Bishop, 2004). De 'market timing' hypothese is een theorie die binnen het concept van asymmetrische informatie past. Deze theorie zegt dat managers een aandelenuitgifte 'timen'. Zo verklaart Mathew (2002) dat managers overgaan tot de uitgifte van nieuwe aandelen, door gebruik te maken van asymmetrische informatie, op het moment dat de markt de aandelen overwaardeert.

Naast de bovenvermelde redenen worden er ook soms extra aandelen uitgegeven in het kader van employee stock options (ESO's). ESO's zijn een motivatie instrument, en geven de werknemers van een bedrijf het recht om een bepaald aantal aandelen van het bedrijf aan te kopen op een bepaalde datum, tegen een vooraf bepaalde prijs (Majewska, 2015). Employee stock ownership plans (ESOP's) zijn soortgelijk, en geven dus ook het recht aan werknemers om aandelen van het bedrijf te kopen of zelfs gratis te verkrijgen, als deel van het remuneratiepakket (Chan & Tan, 2015).

Tot slot zal binnen deze deelvraag ook het juridische kader omtrent het uitgeven van extra aandelen worden toegelicht. Dit is zeker een belangrijk aspect omdat het bindende voorwaarden oplegt aan het bedrijf.

Een tweede deelvraag die aan bod zal komen is:

*"Hoe reageren de aandeelkoersen in de periode rond en na de uitgifte van nieuwe aandelen?"*

Deze studie richt zich op het koersverloop van de aandelen en bekijkt de koersen in de periode voor de uitgifte, tot en met 5 jaar na de uitgifte. Uit de literatuur blijkt dat er voor de aankondiging van de aandelenuitgifte een sterke prijsstijging plaatsvindt. Er is een tijdelijke over-prestatie van de aandelen in vergelijking met de markt, aldus Bessler, Drobetz, Seim en Zimmermann (2016). Hieruit kunnen we afleiden dat de aandelen mogelijk overgewaardeerd zijn, waarvan de managers en insiders gebruik maken om een goede prijs vast te klikken voor de aandelen bij de SEO (Lee, 1997). Asymmetrische informatie en de market timing hypothese spelen hierin een prominente rol (Booth & Chang, 2011).

Dan volgt de aankondiging van de uitgifte en vanaf dit moment zal ook geleidelijk aan duidelijk worden wat de meerderheidsaandeelhouders zullen doen. Zullen zij aandelen bijkopen of zullen zij dit niet doen en hun zeggenschap (deels) laten verwateren? Ook hier komt informatie asymmetrie weer naar voren. Dierkens (1991) vindt dat de aandelenprijs zal dalen na de aankondiging en voor de effectieve uitgifte, door informatie asymmetrie. Ook Brous en Kini (1994), Lee (1997) en meer recent Booth en Chang (2011) bemerken dat door asymmetrische informatie, er een negatief koerseffect optreedt bij de aankondiging van een SEO. Vervolgens zullen de aandelenkoersen ook op lange termijn blijven onder presteren na de SEO, in vergelijking met de markt en bedrijven die geen SEO hebben doorgevoerd (Bessler, et al., 2016).

Na de aankondiging volgt uiteraard de uitgifte, waar we ook weer zullen kijken naar de reactie van de aandelenkoers. Het is vervolgens belangrijk om de effecten op lange termijn (vijf jaar) te onderzoeken. Dit wordt gedaan door de koers van de bedrijven met SEO te vergelijken met een beursindex. Deze deelvraag zal allereerst in de literatuur worden onderzocht, gevolgd door een empirische analyse van de Belgische context, waarbij we Belgische SEO's toetsen aan de EURO STOXX 50 index.

In het kader van deze thesis zal er ook worden ingegaan op 'voorkeurrechten'. Voorkeurrechten, ook inschrijvingsrechten of claimrechten genoemd, geven de bestaande aandeelhouders de mogelijkheid in te tekenen op de kapitaalsverhoging, in evenredigheid met het deel van het kapitaal dat zij al vertegenwoordigen, nog voor alle andere belangstellenden dit kunnen (Mercken & Siau, 2012). Zodoende komen we tot de derde deelvraag:

*"Welk effect hebben voorkeurrechten van de bestaande aandeelhouders en de uitoefening van deze rechten op de koers van de aandelen?"*

Voorkeurrechten kunnen door de aandeelhouder gebruikt worden, maar kunnen indien de aandeelhouder deze niet wenst te gebruiken, ook verkocht worden. Dit kan hij zelf doen, of kan de onderneming ook in zijn plaats doen. Meestal worden de claims zoals dit noemt, eerst aangeboden aan de andere aandeelhouders, en als er dan nog over zijn worden deze aangeboden aan het brede publiek (Mercken & Siau, 2012). De verkoop van de claims zet dus het voordeel dat de aandeelhouder gehad zou hebben om aandelen te verwerven met zekerheid, om in een geldhoeveelheid. De koper van de claims betaalt met andere woorden voor het recht om aandelen te kunnen verwerven.

Door de voorkeurrechten wordt getracht dilutie tegen te gaan. Immers kunnen de bestaande aandeelhouders zo hun percentage van aandelen behouden als zij de voorkeurrechten uitoefenen. In dit onderzoek zal er ook kort worden gekeken naar het verband tussen de waarde van de claims en het koersverloop van de aandelen. Belangrijk is eveneens hoe de prijs van de claims tot stand komt. Dit zal nader toegelicht worden in het theoretische deel van deze thesis. In het empirische deel van deze thesis zal onderzocht worden wat de koersreactie is afhankelijk van het al dan niet uitoefenen van de voorkeurrechten.

Tot slot zal voor deze deelvraag ook het wettelijke aspect van de voorkeurrechten worden aangehaald. Meer bepaald wordt een blik geworpen op de literatuur omtrent de uitoefentermijnen en de regels in verband met de verkoop van de claims.

De laatste deelvraag luidt:

*"Welk effect heeft het instellen van een lock-up en de lengte van de lock-up op de koers van het aandeel?"*

Een lock-up of lock-in overeenkomst is een bindend contract dat de managers en andere insiders verbiedt van hun aandelen te verkopen voor een bepaalde termijn na de uitgifte van aandelen (Karpoff, Lee, & Masulis, 2013). De termijn waarin er geen verhandeling mag plaatsvinden wordt op voorhand vastgelegd en bedraagt meestal zes maanden (Karpoff et al., 2013).

Wanneer de lock-up periode eindigt, zijn er ineens veel meer aandelen beschikbaar om te verhandelen. Harper, Johnston en Madura (2004) stellen vast dat de aandelenkoers zal dalen na het verlopen van de lock-up periode. Echter zal ook reeds enkele dagen voor het effectieve einde van de lock-up periode een daling waargenomen kunnen worden in de koers, doordat de markt op deze gebeurtenis zal anticiperen (Garfinkle, Malkiel, & Bontas, 2002).

Lock-ups kunnen we zien als een tijdelijke barrière die de verkoop van aandelen tegengaat. Daardoor zal de daling in aandelenprijs die optreedt door asymmetrische informatie (Booth & Chang, 2011) worden uitgesteld, zo verkondigen Harper et al. (2004). Hieruit blijkt dat een lock-up voorziening de asymmetrische informatie in een bepaalde mate wegwerkt en dus een positief signaal geeft aan de markt. Er zal in de bestaande literatuur gekeken worden naar de effecten van lock-ups op de aandelenkoersen.

Na een grondige analyse van de bestaande literatuur over elke deelvraag, zal ik overgaan tot een empirische studie. In deze empirische studie zal ik de effecten van de wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur op de aandelenkoersen bij kapitaalverhogingen via openbare uitgifte van aandelen nagaan in de Belgische context. Het empirische deel van deze thesis zal vooral trachten een antwoord te bieden op deelvragen twee, drie en vier. Dit zal gebeuren door data te verzamelen over de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Ik zal eerst kort toelichten hoe de data verzameld werd en vervolgens zal er een beschrijving van de dataset volgen. Deze data worden dan gebruikt om regressies en analyses uit te voeren, waarbij ook mijn gehanteerde werkwijze zal worden toegelicht. Daarna zullen de resultaten van de regressies en analyses gepresenteerd en geïnterpreteerd worden. Tot slot zal ik hieruit mijn conclusies verwoorden.





## **2. Literatuurstudie**

De literatuurstudie zal vier grote blokken omvatten. Een eerste onderwerp dat aan bod zal komen is asymmetrische informatie. Zoals duidelijk zal worden is dit een zeer belangrijk concept binnen deze thesis. Daarop volgt het tweede onderwerp, de signaaltheorie. Deze theorie bouwt verder op asymmetrische informatie en is een belangrijk aspect bij SEO's. Vervolgens wordt er binnen de literatuurstudie ook gekeken naar het juridische kader omtrent aandelenuitgiftes. Tot slot zal er een samenvatting volgen van de bevindingen uit de literatuur.

### **2.1. Asymmetrische informatie**

Bedrijven geven om diverse redenen extra aandelen uit. De belangrijkste reden is zonder twijfel om meer kapitaal te vergaren. Finnerty (1975) haalt dit ook aan als belangrijkste reden voor de uitgifte van nieuwe aandelen. Dit kapitaal kan dan worden aangewend om nieuwe investeringen te financieren (Bradford, 1987). Goergen (2012) verklaart dat bedrijven extra aandelen uitgeven omdat de huidige kapitaalsbasis samen met de intern gegenereerde middelen zoals overgedragen winsten, niet voldoende zijn om de nieuwe investeringsmogelijkheden te financieren. Bedrijven die zelf niet genoeg middelen genereren om hun groei te financieren en die niet kunnen lenen, hebben geen alternatief dan extra aandelen uit te geven (Carpentier, L'Her, & Suret, 2012). Daarnaast haalt Finnerty nog twee belangrijke redenen aan voor het uitgeven van aandelen, namelijk om het risico te verminderen in bedrijven met een grote hefboom en om voordeel te halen uit relatief hoge aandelenprijzen.

Bedrijven met een grote hefboom zijn bedrijven met een zeer groot deel vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen. De mogelijke winsten voor de aandeelhouders zijn hierdoor groter, maar ook de mogelijke verliezen zijn groter. Dit zorgt voor een hoger risico voor de aandeelhouders. Om dit risico weg te werken, kunnen bedrijven extra aandelen uitgeven om zo de ratio van eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen te verbeteren.

Voordeel halen uit overgewaardeerde aandelenprijzen is eveneens één van de belangrijkste redenen om over te gaan tot het uitgeven van aandelen. In de literatuur wordt dit ook omschreven als gebruik maken van asymmetrische informatie. Carpentier et al. (2012) stellen dat opportunistische managers gebruik maken van informatie asymmetrie om overgewaardeerde aandelen uit te geven. Asymmetrische informatie treedt op wanneer een van de partijen toegang heeft tot betere en meer informatie dan de andere partij, waardoor deze eerste een correctere schatting kan maken van de werkelijke aandelenprijs (Bradford, 1987). Bishop (2004) geeft een zeer simpele maar duidelijke omschrijving van het begrip asymmetrische informatie: "wanneer iemand meer informatie heeft dan iemand anders". Mathew (2002) haalt in zijn studie aan dat er veel bedrijven zijn die misbruik maken van overgewaardeerde aandelenprijzen om zo meer geld bijeen te krijgen bij het uitgeven van aandelen. In de V.S. en in Japan is asymmetrische informatie de prominente factor voor het uitgeven van nieuwe aandelen. Ook in andere landen zoals Hong Kong en Korea is dit een belangrijke factor voor aandelenuitgiftes (Mathew, 2002).

Managers hebben superieure informatie over de huidige situatie van het bedrijf alsook over de toekomstige groeiperspectieven en individuele investeerders zijn minder in staat om de waarde van bedrijven juist in te schatten aan de hand van de beschikbare informatie (Brav & Gompers, 2003 en Booth & Chang, 2011). Dit draagt dus bij tot een grotere informatie asymmetrie. Om investeerders te beschermen kan er een lock-up overeenkomst worden voorzien. Een lock-up overeenkomst of ook wel lock-in overeenkomst genoemd, is een overeenkomst die ervoor zorgt dat de insiders van een bedrijf dat aandelen uitgeeft, hun aandelen niet kunnen verkopen voor een bepaalde periode na de uitgifte (Brau, Lambson, & McQueen, 2005). Karpoff et al. (2013) benadrukken dat het om bindend contract gaat, dat de verkoop van aandelen verbiedt voor een bepaalde periode. In hun onderzoek verklaren zij dat lock-ups het risico dat investeerders hebben door informatie asymmetrie kunnen verlagen. Lock-ups zorgen er bijgevolg dus ook voor dat er een grotere interesse is in de uitgifte. Walker en Yost (2008) halen echter aan dat wanneer de markt de informatie die beschikbaar wordt bij de aankondiging langzaam opneemt, dit het bedrijf in staat stelt om een deel van de rijkdom van de nieuwe aandeelhouders over te dragen naar de bestaande aandeelhouders. Dit doen ze door de aandelenuitgifte te 'timen' wanneer de aandelen overgewaardeerd zijn. Het gebruik maken van asymmetrische informatie om aandelen uit te geven wanneer ze overgewaardeerd zijn, valt bijgevolg binnen het concept van 'Equity market timing'. 'Equity market timing' verwijst dus naar het feit dat aandelen worden uitgegeven op het moment dat ze overgewaardeerd zijn, en terug worden ingekocht als ze ondergewaardeerd zijn (Baker & Wurgler, 2002).

Loughran en Ritter (1995) vinden dat SEO's veelal gebeuren na een sterke prijsstijging. Meer recent vinden Dasilas en Leventis (2013) in hun onderzoek dat er een aandelenprijs-rally is voor de aankondiging van de SEO. Ook Lee (1997) en Bessler et al. (2016) komen tot de conclusie dat bedrijven die extra aandelen uitgeven, gekenmerkt worden door een tijdelijke over performance in vergelijking met de markt, in de periode voor de aankondiging. Carpentier et al. (2012) concluderen hieruit dat er dus een aandelenprijs stijging waargenomen zou kunnen worden vóór de aankondiging van de SEO.

Op het moment van de aankondiging van de SEO zal duidelijk worden dat er een overwaardering is, en bijgevolg zal de markt hierop reageren. Lucas en McDonald (1990) tonen dat de aandelenprijs daalt na de aankondiging van de uitgifte. Loughran en Ritter (1995) bestuderen in hun onderzoek deze daling en komen tot de conclusie dat er inderdaad een daling van de aandelenprijs is bij de aankondiging van een SEO. Meer bepaald bedraagt deze daling gemiddeld 3%, zo blijkt uit hun onderzoek. Deze bevinding sluit aan bij eerder onderzoek door Smith (1986), die constateert dat er een prijsdaling van 3,14% is in de aandelenkoers bij de aankondiging van een SEO. Ook He, Wang en Wei (2014) vinden in een recenter onderzoek dat over het algemeen er een daling van de aandelenprijs is wanneer een SEO wordt aangekondigd. Deze daling van de koers wordt door de verschillende auteurs verklaard door de asymmetrie in informatie. Dierkens (1991) geeft aan dat hoe groter de informatie asymmetrie, hoe groter de daling in de koers zal zijn bij de SEO aankondiging.

Vóór de uitgifte van de aandelen zal de aandelenprijs stijgen, door enerzijds 'earnings management', waarbij de onderneming kunstmatig de aandelenprijs omhoogdrijft, en anderzijds door over-optimisme bij de investeerders, waarbij de investeerder te positief zijn over de toekomstperspectieven (Farinós, García, & Ibáñez, 2007). Ook Pastor-Llorca en Martín-Ugedo (2004) stellen vast in hun onderzoek dat investeerders te optimistische verwachtingen hebben van de bedrijven en de toekomstige prestaties. De markt waardeert de aandelen dus niet correct en op het moment van de uitgifte is de overwaardering nog niet volledig verdwenen (Loughran & Ritter, 1995). Ook Bilinski en Strong (2013) bemerken dat investeerders niet in de juiste mate reageren op de SEO aankondiging, en dat de aandelen bijgevolg misprijst zijn op het moment van de uitgifte.

Uit onderzoek van Altinkiliç en Hansen (2003) blijkt dat er een daling is in de aandelenkoers op de dag van uitgifte. Ook Lease, Masulis en Page (1991) documenteerde dit al eerder in hun onderzoek. Dit zou verklaard kunnen worden door het feit dat bedrijven de intekenprijs wat lager zetten in vergelijking met de noteringsprijs, om zo investeerders aan te trekken om in te tekenen. Het kan ook dienen om de investeerders te compenseren voor asymmetrie in informatie, of soms is het zo dat investeerders zelf reageren op het gebrek aan bepaalde informatie en zodoende een lagere prijs willen betalen voor de aandelen. Hoe groter de informatie asymmetrie, hoe lager de prijs zal zijn bij de SEO uitgifte (Chemmanur & Jiao 2011). Op de dag van uitgifte reageert de markt als geheel hier op en zodoende kan er een algemene koersdaling waargenomen worden. Karpoff et al. (2013) voegen hier aan toe dat hoe groter de informatie asymmetrie, hoe waarschijnlijker dat de onderneming een lock-up zal instellen en hoe langer de lock-up termijn zal zijn. Ook Brau et al. (2005) komen tot deze bevindingen. Lock-ups kunnen vroegtijdig beëindigd worden, wanneer dit in het contract is opgenomen. De insiders kunnen dan voor de officiële datum reeds hun aandelen verkopen. Volgens Karpoff et al. (2013) zou dit kunnen gebeuren als de informatie asymmetrie is opgelost, waardoor investeerders geen bescherming meer nodig hebben. Ook als de aandelenkoers elke dag in de vijf dagen na de SEO gestegen is, of wanneer de koers een bepaald punt bereikt heeft (dat hoger is dan de koers bij uitgifte), zou er een vroegtijdige beëindiging kunnen zijn, omdat het risico voor de investeerders sterk is afgenomen.

Larrain en Urzúa (2013) constateren dat aandelenuitgiftes over het algemeen gevolgd worden door lage returns op de lange termijn. Zij verklaren dit door het feit dat nieuwe informatie langzaam in de prijs wordt opgenomen. Als het investeerdersoptimisme geleidelijk aan wegebt, zal bijgevolg de overwaardering verdwijnen en zullen de returns laag zijn. Bilinski en Strong (2013) komen tot dezelfde bevinding. Zij voegen nog toe dat als investeerders niet in de juiste mate reageren op de aankondiging en zodoende er nog altijd een overwaardering van de aandelen is na de aankondiging, er op de lange termijn een correctie moet plaatsvinden en dat de lange termijn returns nog zwakker zullen zijn. He, Wang en Wei (2014) verklaren de ondermaatse lange termijn prestatie van SEO's aan de hand van de 'market timing theory', of 'equity market timing' zoals we dit eerder reeds omschreven. Door 'earnings management' drijven ondernemingen de aandelenprijs tijdelijk omhoog vóór de uitgifte, waardoor er een overwaardering ontstaat. Die zal gecorrigeerd worden na verloop van tijd en dit is dus de verklaring voor de zwakke prestaties van SEO's op lange termijn.

De volgende tabel geeft een overzicht weer van enkele belangrijke onderzoeken die de returns van SEO's op lange termijn bestuderen:

**TABEL 1: Lange termijn returns voor SEO's uit de bestaande literatuur**

Land	Onderzoeker	Steekproef omvang	Holding periode	Steekproef periode	BHAR*
Australië	Brown et al. (2009)	1828	3jaar	1992-2006	-14,40%
Canada	Carpentier et al. (2012)	958	3jaar	1993-2003	-53,33%
Frankrijk	Jeanneret (2005)	232	3jaar	1984-1998	-18,22%
Duitsland	Stehle et al. (2000)	584	3jaar	1960-1992	-9,01%
	Bessler et al. (2016)	71	1jaar	1998-2002	-30,07%
Griekenland	Dasilas & Leventis (2013)	308	1jaar	1990-2006	-10,19%
	"	"	3jaar	"	0,89% <sup>1</sup>
Japan	Cai & Loughran (1998)	1389	5jaar	1971-1992	-29,10%
	Mathew (2002)	744	3jaar	1977-1992	-36,69%
Korea	Mathew (2002)	415	3jaar	1979-1992	-17,38% <sup>1</sup>
China	Mathew (2002)	313	3jaar	1982-1992	-36,77%
Spanje	Pastor-Llorca & Martín-Ugedo (2004)	44	3jaar	1989-1996	-13,74%
	Farinos et al. (2007)	29	1jaar	1993-2000	-0,70% <sup>1</sup>
UK	Levis (1995)	203	1,5jaar	1980-1988	-18,49%
	Silva & Bilinski (2015)	1546	3jaar	1994-2007	-10,72%
USA	Loughran & Ritter (1995)	3702	3jaar	1970-1990	-33,00%
	"	"	5jaar	"	-59,40%
	Spiess & Affleck-Graves (1995)	1247	5jaar	1975-1989	-42,39%
	Mitchell & Stafford (2000)	4439	3jaar	1961-1993	-10,20%
	Eckbo et al. (2000)	3315	5jaar	1964-1995	-23,20%
	Brav et al. (2000)	3775	5jaar	1975-1992	-26,30%
	Autore et al. (2009)	880	3jaar	1997-2003	-11,15%
	Bilinski & Strong (2013)	2879	3jaar	1970-2007	-25,87%

\*: BHAR = buy-and-hold abnormal return.

Er wordt gekeken naar de equally weighted returns, waarbij ieder aandeel een zelfde gewicht krijgt in de portfolio. Deze portfolio wordt dan vergeleken met een portfolio van bedrijven die dezelfde grootte en structuur hebben, maar die geen SEO uitgevoerd hebben.

1: Deze waarde is niet statistisch significant.

Zoals al gauw duidelijk wordt uit tabel 1, zien we dat er op de lange termijn significante negatieve returns zijn. In bepaalde landen (Canada en de USA bijvoorbeeld) zijn de returns enorm negatief. In andere landen is het effect beperkter, al zien we wel dat bedrijven die SEO's doorvoeren, overall ondermaats presteren op de lange termijn in vergelijking met de markt. Het merendeel van de auteurs verklaart deze ondermaatse prestaties door het feit dat investeerders te optimistisch zijn over de toekomst van het bedrijf bij de uitgifte en de aandelen overgewaardeerd zijn door asymmetrische informatie. Zoals net aangehaald, zal dit over-optimisme langzaam wegtrekken en zullen de aandelenprijzen dalen.

Loughran en Ritter (1995) vinden in hun onderzoek dat de return niet ondermaats is in de eerste 6 maanden na de uitgifte. Dit zou verklaard kunnen worden door het aanwezig zijn van lock-up overeenkomsten. De volgende 18 maanden is er echter wel een sterke ondermaatse prestatie, maar tegen jaar vijf is deze ondermaatse prestatie aanzienlijk afgenomen. Dasilas en Leventis (2013) vinden in hun onderzoek wel negatieve returns in de eerste zes maanden na uitgifte. Ook Jeanneret (2005) vindt negatieve returns in de eerste zes maanden na uitgifte. Mogelijke verklaringen voor deze tegenstrijdigheden zijn dat de onderzoeken zich afspelen op verschillende markten alsook in verschillende periodes. Hier zou verder onderzoek naar verricht kunnen worden.

Het onderzoek van Dasilas en Leventis (2013) toont een negatieve return voor SEO's op een termijn van één jaar en twee jaren na de uitgifte. Drie jaren na de uitgifte vinden zij dat de returns veranderen en positief zullen zijn (Deze bevinding is echter niet statistisch significant). Allen en Soucik (2008) bestuderen de Australische markt van 1984 tot 1993. Net als Brown et al. (2009) vinden zij een negatieve return voor SEO's in de eerste vijf jaren na uitgifte. Maar hun onderzoek gaat verder dan de tijdshorizon van vijf jaar. Zij bestuderen de effecten van SEO's tot twaalf jaren na de uitgifte, en vinden dat in de jaren zes en zeven er een volledige ommekeer plaatsvindt. SEO's presteren significant beter dan bedrijven die geen extra aandelen hebben uitgegeven vanaf jaar zes. Deze over prestatie neemt geleidelijk af, en tegen jaar acht zijn de cumulatieve prestatie van SEO's en niet-SEO's ongeveer gelijk. Dit toont ons dat de tijdshorizon een grote invloed heeft op de bevindingen over de lange termijn prestaties van SEO's.

## 2.2. Signaaltheorie

### 2.2.1. Signaaltheorie en korte termijn prijseffecten

Leland en Pyle (1977) analyseren de rol van signalen bij aandelenuitgiftes. Zij tonen dat bedrijven met goede toekomstplannen en een hoge kans op succes, best duidelijke signalen geven aan de markt wanneer er een aandelenuitgifte plaatsvindt. Een voorbeeld van zo een duidelijk (en positief) signaal is volgens hen wanneer de meerderheidsaandeelhouder zijn procentueel deel van de onderneming behoudt, waarvoor voorkeurrechten een ideaal instrument zijn. Wordt er echter geen duidelijk signaal gegeven aan de markt, dan zullen investeerders minder geneigd zijn om aandelen te verwerven. We zien dus dat het voor ondernemingen erg belangrijk is dat ze sterk overkomen naar de markt toe en dat ze zelf geloven in de toekomst en dit tonen door de juiste signalen te geven aan de markt.

Voorkeurrechten, ook inschrijvingsrechten, claims of warrants genoemd, geven de bestaande aandeelhouders het recht om nieuwe aandelen te verwerven. Voor ieder aandeel dat men heeft, krijgt men één recht. Op voorhand is bepaald hoeveel rechten er nodig zijn om een nieuw aandeel te kunnen bekomen. Ook de aandelenprijs en vervaldatum zijn op voorhand gespecificeerd (Smith, 1986). Voorkeurrechten zorgen ervoor dat de bestaande aandeelhouders prioriteit krijgen bij het verwerven van nieuwe aandelen (Pastor-Llorca & Martín-Ugedo, 2004). Een belangrijk doel van de voorkeurrechten is het vermijden van veranderingen in de stemrechtverhoudingen in de onderneming ten gevolge van de uitgifte. Als iedere aandeelhouder zijn rechten uitoefent, behouden zij hun relatieve stemkracht op de algemene vergadering (Verschelden, 2004). Voorkeurrechten geven dus een bepaald signaal aan de markt. Dhatt, Kim en Mukherji (1996), Jeanneret (2005) en ook Larrain en Urzúa (2013) vinden dat er veel minder kans is op een prijsdaling na de uitgifte indien de meerderheidsaandeelhouders de voorkeurrechten uitoefenen. De meerderheidsaandeelhouders tonen dat ze zelf geloven in de toekomst van de onderneming en niet proberen om hun aandelen tegen een hoge prijs te verkopen. Hierbij aansluitend verklaren Kang en Stulz (1996) in hun onderzoek van de Japanse markt, dat er op de korte termijn een sterke positieve reactie is van de markt wanneer wordt aangekondigd dat er voorkeurrechten zijn. Ook Tsangarakis (1996) vindt in zijn studie op de Griekse markt een positieve reactie van investeerders wanneer er voorkeurrechten zijn. Paskelian en Bell (2010) bestuderen de Chinese markt en komen tot de conclusie dat er op de korte termijn een significante positieve reactie is, maar dat op de lange termijn deze ondernemingen ondermaats presteren in vergelijking met de markt. Dhatt et al. (1996) komen tot dezelfde conclusie voor de Koreaanse markt. Bolognesi en Gallo (2013) daarentegen vinden dat voor de USA, er een negatief (aankondigings-) effect is bij een voorkeurrechtenuitgifte. Pastor-Llorca en Martín-Ugedo (2004) komen tot de conclusie dat in Spanje er een statistisch significante negatieve return is op de korte termijn wanneer er een SEO is met voorkeurrechten. De verklaring voor deze negatieve effecten is het feit dat bij voorkeurrechten de prijs die moet worden betaald op voorhand is bepaald. Als deze prijs lager is dan de huidige marktprijs voor de aandelen, en er zodoende dus een overwaardering is van de aandelen op het moment van de uitgifte, willen de bestaande aandeelhouders uiteraard hun voorkeurrechten gebruiken. Daarom aanschouwt de markt dit als een negatief signaal. Ook Slovin, Sushka en Lai

(2000) vinden in hun studie dat voorkeurrechtenuitgifte door Britse bedrijven een negatief signaal geven aan de markt. In de literatuur is er dus geen eensgezindheid over welk signaal de voorkeurrechten geven, maar we kunnen wel stellen dat het afhankelijk is van het land en het marktsentiment.

Wanneer de SEO wordt aangekondigd, geraakt de markt op de hoogte van een mogelijke overwaardering van de aandelen. De SEO aankondiging is een belangrijk en tevens één van de eerste signalen die de markt zal ontvangen en meestal signaleert een SEO een overwaardering. Investerders zullen hun verwachtingen bijsturen met als gevolg dat de koers zal dalen (Gombola, Lee, & Liu, 1997). Ook Lee (1997) geeft deze verklaring in zijn onderzoek.

Indien bedrijven aandelen uitgeven, zullen ze ook een reden meedelen voor deze uitgifte. Walker en Yost (2008) onderzoeken de ex-ante redenen die een onderneming opgeeft voor het gebruiken van de opbrengst van een aandelenuitgifte, het werkelijke ex-post gebruik van de opbrengsten en de reactie van de markt op deze informatie. Investerings in vaste activa en onderzoek en ontwikkeling (R&D) zijn de primaire redenen voor het uitgeven van aandelen. Walker en Yost tonen vervolgens in hun studie dat ongeacht de reden die een onderneming opgeeft, er sowieso middelen gebruikt worden voor investeringen in vaste activa en onderzoek en ontwikkeling (R&D). Opmerkelijk is dat bedrijven ook hun lange termijn schulden laten toenemen, ook al verklaren ze als reden voor de uitgifte net het reduceren van de schulden. Er is dus duidelijk een mismatch tussen het opgegeven gebruik van de opbrengsten van een aandelenuitgifte en het werkelijke gebruik van de opbrengsten. De reactie van de markt op korte termijn hangt echter af van wat het bedrijf opgeeft als reden en niet zozeer van wat het bedrijf werkelijk zal doen, zo blijkt volgens Walker en Yost (2008). Het bedrijf kan kiezen om vage en ambigue informatie mee te delen. Dit kan worden gedaan omdat er misschien concurrenten zijn die anders gebruik kunnen maken van de weergegeven informatie. Een andere reden is omdat de managers persoonlijk voordeel proberen te halen uit de uitgifte door de uitgifte te 'timen'. Veelal gaan investeerders ervanuit dat het om deze tweede reden is, en wanneer de onderneming dus vage informatie meedeelt, geeft dit een negatief signaal aan de markt. Een onderneming kan daarentegen ook kiezen om gerichte en specifieke informatie weer te geven. Een belangrijk motief om specifieke informatie weer te geven is zodat de markt een betere schatting van de werkelijke waarde kan maken, vooral als het bedrijf projecten zal ondernemen die meer waarde creëren dan het gemiddeld project in de markt. Als de bedrijven specifiek zijn over wat er zal gebeuren met de verkregen opbrengsten van de uitgifte, geeft dit een sterk positief signaal en scheidt dit vertrouwen bij de investeerders.

Walker en Yost (2008) halen in hun studie specifiek drie redenen aan voor het uitgeven van aandelen. De opbrengsten kunnen volgens hen gebruikt worden voor investeringen, voor het terugbetalen van schulden en voor algemene bedrijfsdoeleinden. De term investeringen omvat in hun studie alles waarbij het bedrijf de opbrengsten gebruikt om de bestaande basis van activa uit te breiden, overnames en alle uitgaven aan R&D. Indien als reden het terugbetalen van schulden wordt opgegeven (herkapitalisatie), zal er meestal ook worden meegedeeld welke openstaande schulden (deels) zullen worden terugbetaald. De categorie van algemene bedrijfsdoeleinden omvat alle bedrijven die geen gedetailleerde beschrijving geven van wat ze willen doen met de opbrengsten. Uit de studie blijkt dat de bedrijven die als reden investeringen en algemene



bedrijfsdoeleinden opgeven, meer groeien in de twee jaren na de uitgifte dan de bedrijven die terugbetaling van schulden als reden opgeven. Voorts wordt aangetoond dat investeerders een gunstig beeld hebben van de investeringen die een bedrijf maakt, indien het als uitgiftereden had aangegeven de opbrengsten te gebruiken voor investeringen. Heeft het bedrijf echter algemene bedrijfsdoeleinden als reden gegeven, dan worden de investeringen die het bedrijf maakt als ongunstig aanschouwd. Hierbij aansluitend tonen Larrain en Urzúa (2013) dat als er teveel aandelen worden uitgegeven in vergelijking met de investeringsvooruitzichten van het bedrijf, dit een indicatie is dat de managers persoonlijk voordeel proberen te halen uit de uitgifte, en dit geeft een negatief signaal aan de markt. Pontiff en Woodgate (2008) vinden dat hoe groter de uitgifte, hoe lager de toekomstige return zal zijn. Ook Lin en Wu (2013) komen tot dezelfde bevinding dat naarmate de uitgifte groter is, de toekomstige returns lager zijn. Fama en French (2008) vinden in hun studie dat kleine aandelenuitgiftes gevolgd worden door positieve returns, terwijl grote aandelenuitgiftes gekenmerkt worden door negatieve returns op de lange termijn.

Ongeacht wat de reden van uitgifte is, Walker en Yost (2008) vinden dat er een negatief aankondigingseffect zal zijn. Zo blijkt de tweedaagse algemene abnormale return -2,76% te zijn, wat aansluit bij eerdere bevindingen in de literatuur. Opgesplitst naar reden van uitgifte bedraagt dit voor investeringsmotieven -2,18%, voor herkapitalisatie motieven -3,26% en ondernemingen die algemene bedrijfsdoeleinden als reden opgeven hebben een abnormale return van -3,20%. Het onderzoek toont vervolgens aan dat de verschillen tussen de returns, afhankelijk van de reden van uitgifte, niet statistisch significant zijn. Silva en Bilinski (2015) komen tot de bevinding dat bedrijven die investeringen opgeven als uitgifte reden, net niet onderpresteren na de uitgifte in vergelijking met de uitgiftes met herkapitalisatie of algemene bedrijfsdoeleinden als reden. Zij vinden voorts een significant verschil afhankelijk van de opgegeven reden, voor bedrijven in het Verenigd Koninkrijk. Uit hun onderzoek blijkt dat bedrijven die investeringen als reden opgeven zelfs een positieve abnormale return van 2,66% realiseren bij de aankondiging van de SEO. Bedrijven die herkapitalisatie opgeven als reden hebben een negatieve abnormale return van -2,56%. Dasilas en Leventis (2013) tonen dat voor Griekse SEO's er een positief aankondigingseffect is van 1,215%. Dit effect is statistisch significant. Zij verklaren dit effect door het feit dat er in Griekse bedrijven enkele grote en sterke aandeelhouders zijn, en dat dit de informatie asymmetrie grotendeels elimineert. SEO's geven in Griekenland een positief signaal aan de markt. Er vinden bijgevolg prijsappreciaties plaats bij het aankondigen van een SEO in Griekenland.

De aankondiging van een aandelenuitgifte geeft dus een bepaald signaal aan de markt. Bedrijven met herkapitalisatie motieven en algemene bedrijfsdoeleinden, geven algemeen een negatief signaal en hebben een negatief aankondigingseffect, omdat de markt deze bedrijven ziet als opportunistische 'market timers'. In de literatuur is er echter geen eensgezindheid over het signaal en het aankondigingseffect voor bedrijven die investeringen als reden vooropstellen. Wel kunnen we stellen dat bedrijven die specifiek zijn over het gebruik van de opbrengsten en deze opbrengsten zullen investeren, een positiever signaal geven aan de markt. Dit komt omdat ze geloofwaardiger overkomen bij de investeerders.

Buiten de drie redenen die Walker en Yost (2008) aanhalen voor een uitgifte, kunnen er ook nieuwe aandelen worden uitgegeven aan de werknemers van het bedrijf, in wat men in de literatuur 'employee stock options (ESO's)' noemt, of ook wel 'employee stock option plans (ESOP's)'. Dit is een motivatiemechanisme voor de werknemers, waarbij ze de mogelijkheid hebben om aandelen van het bedrijf te kopen of in sommige gevallen zelfs gratis te verwerven, als deel van het remuneratiepakket (Chan & Tan, 2015). Op voorhand is reeds vastgelegd wanneer de werknemers het ESO recht kunnen gebruiken, hoeveel aandelen ze kunnen verwerven, en tegen welke prijs (Majewska, 2015). Kedia en Mozumdar (2002) vinden in hun studie dat wanneer bedrijven aandelenopties geven aan hun werknemers, dit geassocieerd wordt met een positief signaal en dat deze bedrijven een positieve abnormale return verwezenlijken.

### 2.2.2. Signaaltheorie en lange termijn prijseffecten

Naast de aankondigingseffecten zijn er ook lange termijn effecten waar te nemen. Silva en Bilinski (2015) vinden voor de lange termijn een algemene abnormale return van -10,72%. Opgesplitst naar de reden van uitgifte, vinden zij dat bedrijven die herkapitalisatie als reden opgeven de laagste return genereren, namelijk een abnormale return van -45,38%. Bedrijven die algemene bedrijfsdoeleinden als reden opgeven genereren een abnormale return van -9,35%. Bedrijven die investeringen als reden opgeven hebben een positieve abnormale return van 3,13%, maar deze waarde is niet statistisch significant. Autore, Bray en Peterson (2009) komen eveneens tot de conclusie dat bedrijven die herkapitalisatie of algemene bedrijfsdoeleinden als reden opgeven, zwak presteren in de volgende drie jaren. Wederom is er weinig bewijs dat bedrijven die investeringen als reden opgeven ook zwak presteren op de lange termijn. Jeanneret (2005) vindt in zijn studie net het omgekeerde. Hij stelt vast dat voor Franse SEO's, de bedrijven die investeringen als reden aangeven, ondermaats presteren, en dat bedrijven die herkapitalisatie aangeven als reden net niet ondermaats presteren. De bedrijven die aandelen uitgeven om nieuwe investeringen te doen presteren zo een 4% tot 8% per jaar minder goed dan de markt, gedurende een periode van drie jaar na de uitgifte. Bedrijven die aandelen uitgeven om aan herkapitalisatie te doen vertonen geen significante abnormale returns in diezelfde periode. Jeanneret verklaart dat bedrijven die investeringen zullen gaan doen veel meer onderhevig zijn aan asymmetrische informatie, en dat er naast de onderreactie op korte termijn op het signaal van overwaardering, een verdere correctie zal optreden in de periode na de uitgifte.

Wanneer er een aandelenuitgifte is, moet er een onderscheid gemaakt worden tussen de primaire markt en de secundaire markt. De primaire markt wordt gekenmerkt door nieuwe aandelen die worden uitgegeven, waardoor de onderneming vers kapitaal verwerft. Uitgiftes op de secundaire markt zijn uitgiftes waarbij de bestaande aandeelhouders een deel van hun aandelen verkopen, en er dus geen extra kapitaal verworven wordt door de onderneming (Walker & Yost, 2008). Leland en Pyle (1977) tonen dat de bestaande aandeelhouders een negatief signaal geven aan de markt wanneer zij hun aandeel in het bedrijf laten dalen door geen aandelen bij te kopen in de primaire markt bij een uitgifte, alsook door zelf aandelen te verkopen bij een uitgifte op de secundaire markt. Uit onderzoek van Lee (1997) blijkt dat uitgiftes op de primaire markt gepaard gaan met

een negatief signaal. De markt vreest voor het 'free cash flow' probleem, waarbij de onderneming de nieuw verkregen middelen niet gaat gebruiken zoals vooropgesteld maar deze zal verspillen. Hierdoor zal er op de lange termijn een correctie plaatsvinden en zullen de returns ondermaats zijn. Huyghebaert en Van Hulle (2006) vinden dat uitgiftes op de secundaire markt ook een negatief signaal geven. Zij verklaren dit door de 'market timing' hypothese waarbij de aandeelhouders proberen hun aandelen te verkopen aan (te) hoge prijzen. Ook Leland en Pyle (1977) tonen dat een uitgifte op de secundaire markt het negatieve signaal van een overwaardering geeft, waarna er ook weer een correctie zal plaatsvinden op de lange termijn.

Het instellen van een lock-up is een andere factor die een duidelijk signaal geeft aan de markt. Lock-ups geven een signaal dat insiders hun aandelen niet proberen van de hand te doen naar aanleiding van het feit dat de werkelijke waarde kleiner is dan de marktwaarde (Field & Hanka, 2001). Daarnaast zorgen lock-ups er ook voor dat de markt zekerheid heeft dat de managers (die aandelen bezitten) zichzelf zullen blijven inzetten. Courteau (1995) stelt dat kwaliteitsvolle ondernemingen (ondernemingen met een hoge rating, gebaseerd op hoge stabiele returns en weinig schulden) veel waarschijnlijker vrijwillig een lock-up invoeren en een langere lock-up periode vaststellen. De markt reageert positief op het opnemen van een lock-up en op de lengte van de lock-up (hoe langer, hoe positiever). Zo tonen Cline, Fu en Tang (2015) dat bedrijven met een lock-up, een significant hogere return hebben bij de SEO aankondiging en uitgifte en dat ook de lengte van de lock-up een positief effect heeft op de return. Bedrijven die een lock-up voorzien bij hun SEO, hebben een 1,6% hogere return bij de uitgifte van de aandelen dan bedrijven die geen lock-up voorzien. Zij vinden echter dat noch een lock-up voorziening, noch de lengte van de lock-up gerelateerd zijn aan de lange termijn return van SEO's.

Wanneer de lock-up eindigt, zijn de betrokken aandeelhouders terug in staat om hun aandelen te verkopen. Er komen op dat moment ineens veel meer aandelen op de markt (Field & Hanka, 2001). Volgens Harper et al. (2004) zorgt dit voor een uitgesproken daling in de aandelenprijs. Ofek en Richardson (2000), Bradley, Jordan, Roten en Yi (2001) en Field en Hanka (2001) tonen allen in hun onderzoek dat op de vervaldag van de lock-up, er een daling is van de aandelenkoers. Karpoff et al. (2013) vinden een statistisch significante gemiddelde return van -0,54% wanneer de lock-up periode eindigt. Dit is wel enkel voor lock-ups die niet vroegtijdig eindigen. Bij een vroegtijdige beëindiging van de lock-up is er een significante positieve return van 0,80% op de dag van de lock-up stopzetting. Zij verklaren dit doordat investeerders positief reageren op het feit dat er geen lock-up meer nodig is, wat een indicatie is dat er geen overwaardering meer aanwezig is. Een vroegtijdige lock-up beëindiging geeft dus een positief signaal aan de markt. Ook Keasler (2001) stelt dat een beëindiging van de lock-up voor de officiële datum nieuwe informatie aan de markt overbrengt. Echter vindt hij dat dit gepaard gaat met een significante negatieve return, in tegenstelling tot Karpoff et al. (2013).

Kim en Purnanandam (2013) tonen aan dat deugdelijk bestuur een impact kan hebben op de operationele prestaties, wat gereflecteerd zal worden in de aandelenprijs. Bedrijven die een goede corporate governance hebben, kunnen investeerders ervan verzekeren dat de opbrengsten van de uitgifte productief gebruikt zullen worden. Zwakke corporate governance daarentegen zorgt ervoor dat ondanks mooie groeivoorzichten, investeerders toch een negatief beeld hebben en zich

zorgen maken over het gebruik van de opbrengsten. Hieruit kunnen we de link leggen tussen Kim en Purnanandam, Walker en Yost (2008), Autore et al. (2009) en Silva en Bilinski (2015). Investeerders willen liefst dat bedrijven een duidelijke reden stellen voor het uitgeven van aandelen, alsmede weergeven waarvoor de opbrengsten gebruikt zullen worden. Zo zal er geen 'free cash flow' probleem zijn of zal dit gemitigeerd worden. Investeerders zullen positiever zijn indien investeringen als uitgiftereden worden opgegeven, in tegenstelling tot herkapitalisatie en algemene bedrijfsdoeleinden als motieven. Hierbij sluit aan dat goede corporate governance ervoor zal zorgen dat de opbrengsten productief worden gebruikt alsook effectief gebruikt zullen worden zoals wordt vooropgesteld, waardoor investeerders zich ook minder zorgen moeten maken dat de onderneming de nieuw gegenereerde middelen zal verspillen.

### 2.3. Belgisch juridisch kader

Het is natuurlijk ook belangrijk dat we kort even kijken naar het juridische aspect omtrent aandelenuitgiftes, voorkeurrechten en lock-ups. Deze paragraaf focust op enkele belangrijke regelgevingen binnen België en geeft een beknopte bespreking. Voor een extensievere uitleg kan u terecht in het Wetboek van Vennootschappen.

Wanneer bedrijven aandelen uitgeven, zal het kapitaal van de onderneming toenemen. In de literatuur noemt men de kapitaalverhoging door het uitgeven van aandelen een materiële kapitaalverhoging (Mercken & Siau, 2012). De Algemene Vergadering van een onderneming beslist over het verhogen van het kapitaal. Er kan ook een buitengewone Algemene Vergadering opgeroepen worden om over een kapitaalverhoging te beslissen. Voor de formaliteiten omtrent de beslissing en de toepasselijke wetsartikelen verwijs ik u verder naar Mercken en Siau (2012). Er is een authentieke akte vereist voor een materiële kapitaalverhoging, alsook moet er een geblokkeerde rekening geopend worden. De regels en voorwaarden voor de oprichting van een vennootschap, zijn eveneens van toepassing bij elke verhoging van het kapitaal (Verschelden, 2004). Er kunnen in de statuten striktere regels en voorwaarden worden opgenomen, die dan bindend zijn voor de onderneming. Het belangrijkste is dus dat de statuten, als aanvulling op het vennootschapsrecht, worden nageleefd bij een kapitaalverhoging.

Wat betreft 'employee stock options' geeft het Wetboek van Vennootschappen ook enkele wettelijke bepalingen. Verschelden (2004) toont dat in de Belgische context er aandelen aan werknemers kunnen worden toegewezen via aandelenopties. De werknemers kunnen deze aandelen niet gratis verkrijgen, maar kunnen wel een prijskorting bekomen tot maximaal 20% van de 'normale' uitgifteprijs van de aandelen. Ook omtrent de inschrijvingstermijn, de anciënniteit van de werknemer in kwestie en andere vormvereisten legt het Wetboek van Vennootschappen bepaalde regels vast. Wederom kunnen in de statuten striktere regels gesteld worden.

In de Belgische context is het wettelijk zo bepaald door het Wetboek van Vennootschappen (Artikel 592), dat bij een aandelenuitgifte in geld, de aandelen eerst aan de bestaande aandeelhouders moeten worden aangeboden in evenredigheid met het deel van het kapitaal dat zij vertegenwoordigen (Mercken & Siau, 2012). Er zijn dus automatisch voorkeurrechten voor alle bestaande aandeelhouders. Het voorkeurrecht moet niet uitgeoefend worden, het is een recht en geen verplichting. Wanneer een aandeelhouder zijn recht niet uitoefent, is hij vrij om dit recht te verkopen (Mercken & Siau, 2012). De opbrengst van de verkoop van de rechten is een vergoeding voor het verminderde stemrecht dat de aandeelhouder zal hebben (Verschelden, 2004). Het is tevens ook een vergoeding voor het verlies in intrinsieke waarde dat zal optreden door de stijging in het aantal aandelen.

Mercken en Siau (2012) verklaren dat het recht vrij verhandelbaar is gedurende de hele inschrijvingsperiode, en dat in de statuten geen beperkingen omtrent de verhandelbaarheid kunnen worden opgenomen (behoudens wettelijke uitzonderingen). Meestal is het verkopen of aankopen van enkele rechten zelfs noodzakelijk, om zo een veelvoud te bekomen van het aantal rechten dat vereist is voor een nieuw aandeel. Wanneer een aandeelhouder zelf geen actie onderneemt, kan de

Raad van Bestuur van een onderneming beslissen om de niet uitgeoefende rechten aan te bieden aan de andere aandeelhouders. Reageren ook deze niet, dan kunnen ze worden aangeboden aan het brede publiek. Een 'scrip' is het door de vennootschap verkochte inschrijvingsrecht dat de niet uitgeoefende claims vertegenwoordigt, aldus Mercken en Siau (2012). Een scrip geeft de koper het recht om in te schrijven op een nieuw aandeel.

Voor het bepalen van de prijs van de claims zal er een kort voorbeeld gegeven worden.

*Voorbeeld: bepalen van de prijs van een claim.*

Stel een vennootschap, vertegenwoordigd door 6.000 aandelen, wenst een kapitaalverhoging te doen van 2.000 aandelen met een uitgifteprijs van €50. De intrinsieke waarde van het bestaande aandeel is €75.

De ruilverhouding is als volgt:  $6.000/2.000 = 3$

Dit wilt dus zeggen dat er 3 oude aandelen tegenover 1 nieuw aandeel staan. Bestaande aandeelhouders kunnen dus per 3 oude aandelen (3 claims), inschrijven op 1 nieuw aandeel.

De waarde van ieder aandeel na de kapitaalverhoging is:  $\frac{(6.000 * \text{€}75) + (2.000 * \text{€}50)}{(6.000 + 2.000)} = \text{€}68,75$

De oude aandeelhouders verliezen bijgevolg €6,25 per bestaand aandeel indien zij hun voorkeurrechten niet zouden uitoefenen. Dit is eveneens de prijs van iedere claim.

Naar Verschelden (2004), aangepast voor deze studie.

In het bovenstaande voorbeeld zijn er drie claims nodig om één nieuw aandeel te verwerven. Als we de prijs per claim vermenigvuldigen met drie, komt dit overeen met €18,75, wat ook het verschil is tussen de waarde van ieder aandeel na de kapitaalverhoging en de uitgifteprijs. We zien dus dat de berekende prijs voor een claim een faire prijs is die ervoor zorgt dat aandeelhouders die hun rechten verkopen, vergoed worden in die mate dat dit hun verlies neutraliseert.

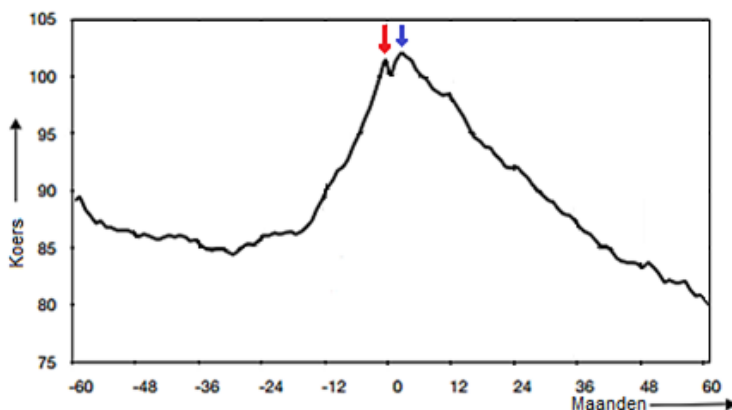
Wanneer er een SEO zal plaatsvinden, moet er een berichtgeving naar de aandeelhouders toe gebeuren, die hen inlicht over de SEO en hun voorkeurrecht (Verschelden, 2004). Naar aanleiding van een specifieke kapitaalverhoging kan het voorkeurrecht worden beperkt of opgeheven, maar enkel in het belang van de vennootschap. Voor deze beperkingen en opheffing zijn er specifieke vereisten die nageleefd dienen te worden (Voor en gedetailleerdere uitleg verwijs ik wederom naar het Wetboek van Vennootschappen). De aandeelhouders hebben tenminste 15 dagen om hun recht uit te oefenen. Dit kan niet beperkt worden in de statuten, maar er kan wel een maximum termijn worden vastgelegd (langer dan 15 dagen, tot maximum 10 jaar).

Voor lock-ups komen Karpoff et al. (2013) tot de bevinding dat de gangbare lock-up termijn 90 dagen is voor SEO's. Goergen, Renneboog en Khurshed (2006) tonen vervolgens dat de lock-ups erg divers zijn afhankelijk van het land en de onderneming zelf, maar ook binnen een onderneming zijn er verschillen in de lock-ups. Goergen (2012) vult hier nog bij aan dat zelfs al zijn er wettelijke vereisten omtrent de minimum lengte van de lock-up, er heel vaak vrijwillig langere termijnen worden vastgelegd. In België is er een vrije overdraagbaarheid van aandelen, maar bij ESO's is er wel een wettelijke lock-up van vijf jaar (Art. 609 Wetboek van Vennootschappen). De Belgische wetgeving voorziet enkele regels inzake de statutaire restricties die kunnen worden opgelegd omtrent de overdraagbaarheid.

## 2.4. Literatuurbevindingen

Bedrijven geven voornamelijk aandelen uit om kapitaal te vergaren. Echter worden er ook aandelen uitgegeven om voordeel te halen uit overgewaardeerde aandeelprijzen of om het risico te verminderen wanneer het bedrijf een hoge hefboom heeft. Daarnaast worden er vaak aandelen toegekend aan de werknemers als motieviatiemechanisme. Belangrijk is dat de reden van uitgifte een bepaald signaal geeft aan de markt en afhankelijk van dit signaal zal de markt de SEO als positief of als negatief ervaren.

SEO's gebeuren bijna altijd na een sterke stijging van de aandelenkoers. Deze prijs 'run-up' die wordt waargenomen voor de aankondiging van de SEO kan het effect zijn van 'earnings management'. Het kan ook zo zijn dat de SEO net wordt aangekondigd wanneer het bedrijf vaststelt dat de aandelenkoers sterk gestegen is. Hoe dan ook, asymmetrische informatie speelt een prominente rol hierin. Op het moment van de aankondiging zal er nieuwe informatie vrijkomen voor de investeerders, en zullen zij een verwachting maken van de toekomstige returns. Het is als onderneming belangrijk om de investeerders te verzekeren dat er goede toekomstplannen zijn en dat er niet getracht wordt om voordeel te halen uit een overwaardering. De literatuur is niet eensgezind over het koerseffect van de aankondiging van de SEO. Er is vaak een negatief effect, maar dit effect is onder meer afhankelijk van de reden van uitgifte (Walker & Yost, 2008; Silva & Bilinski, 2015), de onderzochte aandelenmarkt (Larrain & Urzúa, 2013; Bolognesi & Gallo, 2013) en de eigendomsconcentratie (Dasilas & Leventis, 2013). In de periode tussen de aankondiging en de effectieve uitgifte zal de koers weer stijgen, door over optimisme bij de investeerders over de toekomstperspectieven van het bedrijf. Op het moment van de uitgifte is er een negatieve reactie van de markt. Cline, Fu, Tang & Wiley (2012) vinden echter positieve initiële returns op de dag van uitgifte. Na het controleren voor dilutie-effecten concluderen zij dat de gemiddelde returns slechts 0,21% bedragen, en dat de mediaan statistisch significant en negatief is. De gevonden resultaten uit hun onderzoek zijn dus niet doorslaggevend over het feit of de returns nu positief al dan negatief zijn. Op de lange termijn (vijf jaar) is er in de literatuur zo goed als consensus dat de koersen dalen en dat de investeerders negatieve abnormale returns zullen realiseren. Op een termijn van twaalf jaar zullen er in totaal wel positieve returns gegenereerd worden (Allen & Soucik, 2008). De volgende figuur toont een voorbeeld van het algemene koersverloop tot vijf jaar na de uitgifte, van bedrijven die een SEO hebben uitgevoerd. Er zijn natuurlijk afwijking van dit verloop, om tal van uiteenlopende redenen.



Figuur 1. Algemeen koersverloop zoals de literatuur vooropstelt.

De rode pijl op de figuur geeft het tijdstip van de aankondiging van de SEO weer. Zoals duidelijk te zien is, is er een sterke prijsstijging voor de aankondiging. Op het moment van de aankondiging is er een directe daling in de koers van het aandeel. De koers zal dan na deze daling terug wat stijgen, tot op het moment van de uitgifte, aangegeven door de blauwe pijl. Vanaf dan is er een neerwaarts verloop in de aandelenkoers waar te nemen tot zo'n vijf jaar na de uitgifte.

Voorkeurrechten stellen de bestaande aandeelhouders in staat om hun procentueel deel van de onderneming te behouden. In België heeft iedere aandeelhouder sowieso voorkeurrechten, naar evenredigheid met zijn of haar aandeel in de onderneming bij een SEO. Het is vooral belangrijk om te kijken naar de mate waarin de voorkeurrechten worden uitgeoefend of worden verkocht. Hieruit kunnen investeerders afleiden of de bestaande aandeelhouders zelf nog geloven in de onderneming en de toekomstperspectieven. De uitoefening of verkoop van voorkeurrechten geven dus een duidelijk signaal aan de markt.

Lock-ups geven een positief signaal aan de markt op het moment van de SEO aankondiging alsook bij de SEO uitgifte. Investeerders moeten zich minder zorgen maken over asymmetrische informatie, en zullen dus meer geneigd zijn om deel te nemen aan de SEO. Op het moment van de lock-up beëindiging (vroegtijdig of niet), is het effect niet eenduidig in de literatuur. Sommigen vinden een positief effect, anderen een negatief effect. Ook stelt men dat deze effecten van korte duur zijn, en dat op de lange termijn deze effecten niet van invloed zijn op de aandelenkoers.

In deze thesis wordt er getracht een antwoord te vinden op wat het effect is van dilutie op de aandelenkoers bij een SEO. Dilutie kan verminderd worden door voorkeurrechten en lock-ups, vandaar dat deze concepten eerder al aan bod kwamen. Jeanneret (2005) verklaart dat voorkeurrechten de dilutie van de economische en de stemrechten van de bestaande aandeelhouders kunnen voorkomen. Dilutie treedt op wanneer een bestaande aandeelhouder een lager percentage van de onderneming bezit dan hij had voor de uitgifte van de nieuwe aandelen. Als gevolg hiervan zullen zijn stemrechten een kleiner deel uitmaken van de totale stemrechten en zullen zijn cashflows ook kleiner zijn (Ganor, 2011). Het begrip dilutie staat centraal binnen deze thesis, omdat we net onderzoeken wat het effect hiervan is op de aandelenkoersen bij een SEO. Donelli, Larrain en Urzúa (2013) stellen dat dilutie voorafgegaan wordt door hoge returns en dat dilutie lage returns voorspelt in de toekomst, wanneer we te maken hebben met een aandelenuitgifte. Zij tonen in hun onderzoek dat piramidestructuren minder gevoelig zijn voor dilutie. Dit is te verklaren door het feit dat aandeelhouders in een piramidestructuur hun aandeel niet zullen laten verwateren, omdat ze net die piramidestructuur willen behouden.

Het belangrijkste en meest aansluitende werk bij mijn thesis, is dat van Larrain en Urzúa (2013). Zij onderzoeken het verband tussen dilutie en het koersverloop in Chili. Allereerst verklaren zij dat wanneer een onderneming aandelen uitgeeft, de controlerende aandeelhouders hun deel van de aandelen kunnen behouden of wijzigen, afhankelijk van op hoeveel nieuwe aandelen zij inschrijven. Wanneer een bedrijf aandelen uitgeeft, zal dit gekenmerkt zijn door hoge returns voor de uitgifte, en lage returns na de uitgifte, maar enkel wanneer er dilutie is bij de controlerende aandeelhouder, zo stellen Larrain en Urzúa (2013). Wanneer de controlerende aandeelhouder pro rata inschrijft op de uitgifte, zal zijn deel niet verwateren. De markt ziet dit ook als een signaal dat de aandelen niet



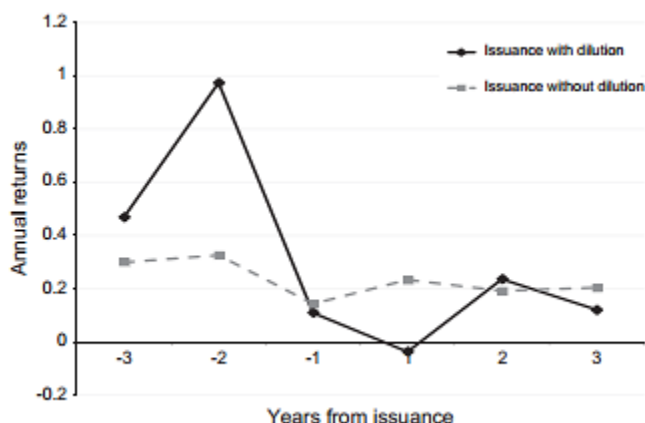
overgewaardeerd zijn, en dus zullen er geen ondermaatse returns zijn na de uitgifte. Belangrijk is dat in dit onderzoek alle aandeelhouders, net zoals in België, automatisch voorkeurrechten hebben. De Chileense wetgeving schrijft dit namelijk zo voor, om minderheidsaandeelhouders te beschermen tegen dilutie. Dit impliceert dat alle aandeelhouders in staat zijn om pro rata in te schrijven op de aandelen. Wanneer de aandeelhouders hun rechten niet uitoefenen zal er dus dilutie optreden. Larrain en Urzúa nemen voor hun onderzoek een drempelwaarde van 5% om te meten wat het effect is van dilutie. Als een controlerende aandeelhouder zijn procentueel deel van de onderneming dus met meer dan 5% laat dalen bij de uitgifte, spreekt men in dit onderzoek van substantiële dilutie. Zo vinden zij dat in dit geval, bij substantiële dilutie, er een gemiddelde maandelijkse return is van 0,54%, terwijl dit voor ondernemingen waar geen dilutie optreedt bij de uitgifte, rond de 2,6% per maand ligt. Zij kijken naar een periode tot drie jaar na de uitgifte. De volgende tabel uit het onderzoek van Larrain en Urzúa (2013) toont de maandelijkse en jaarlijkse returns van SEO's, afhankelijk van dilutie-effecten.

Stake of controlling shareholder (SCS)	Average monthly returns	Standard deviation of monthly returns	Average annual returns	Standard deviation of annual returns
Decreases by more than 5%	0,54%	11,37%	-3,58%	38,13%
Decreases between 0% and 5%	1,91%	11,31%	12,10%	38,57%
Does not change	2,63%	12,06%	24,04%	60,92%
Increases between 0% and 5%	2,54%	11,10%	32,64%	98,75%
Increases by more than 5%	2,43%	12,16%	21,17%	64,71%

Tabel 2. Uit Larrain en Urzúa (2013), aangepast voor deze studie.

Sample bestaat uit niet-financiële Chileense bedrijven van 1990 tot 2009.

De volgende figuur toont de gemiddelde jaarlijkse return van SEO's, waarbij de zwarte lijn staat voor bedrijven waar dilutie optreedt, en de grijze stippellijn voor bedrijven waar geen dilutie optreedt.



Figuur 2. Uit Larrain en Urzúa (2013).

In figuur 2 zien we duidelijk dat wanneer er dilutie is, de returns sterk stijgen voor de uitgifte. Het jaar na de uitgifte ontstaat er een verschil van zo'n 25% in de jaarlijkse returns tussen uitgiftes met substantiële dilutie en uitgiftes zonder. Dit verschil trekt langzaam terug weg in de volgende jaren. Verder zien we dat de returns van ondernemingen waar geen dilutie optreedt, vrij stabiel zijn. Minderheidsaandeelhouders verliezen ongeveer 20% van hun rijkdom over een periode van drie jaren wanneer er een SEO is met dilutie, in vergelijking met te investeren in andere ondernemingen waar geen dilutie is.

Volgens Larrain en Urzúa (2013) kunnen aandeelhouders kiezen uit drie opties: hun procentueel deel van de onderneming behouden door hun rechten uit te oefenen, hun deel laten verwateren door hun rechten niet uit te oefenen of te verkopen en hun deel vergroten door extra rechten te kopen van andere aandeelhouders. Zoals net reeds getoond zullen bij verwatering, de returns abnormaal laag zijn. Echter wanneer de controlerende aandeelhouder aandelen bijkoopt en zo zijn procentueel deel van de onderneming vergroot, gaat dit niet gepaard met abnormaal hoge returns.

Uit het onderzoek van Larrain en Urzúa (2013) blijkt dus dat dilutie een sterk bepalende factor is voor de returns na een SEO. In lijn met hun onderzoek is het de bedoeling dat ik dit empirisch zal onderzoeken voor de Belgische markt, om zo conclusies te kunnen trekken over de effecten van dilutie bij een SEO hier in België.



### **3. Hypotheses**

Na een grondige studie van de literatuur zal ik hieruit nu enkele hypothesen vormen die ik dan zal testen in het empirisch onderzoek. Allereerst controleren we of bedrijven die een aandelenuitgifte doen, een gemiddeld rendement hebben dat afwijkt van de EURO STOXX 50 index. We gaan dit na voor de periode rond de uitgifte (tot een maand na de uitgifte, gedefinieerd als de korte termijn) en op de lange termijn (tot vijf jaren na de uitgifte). We doen dit aan de hand van de cumulatieve abnormale return (CAR). Uit de literatuur blijkt dat bedrijven gebruik maken van asymmetrische informatie, en dat zij een SEO zullen uitvoeren wanneer de marktprijs van de aandelen hoger is dan de werkelijke waarde. Op het moment van de uitgifte zal deze informatie asymmetrie duidelijk worden en zullen investeerders hun verwachtingen bijstellen. Op basis hiervan verwachten we een CAR die negatief is op de korte termijn. Echter wordt er in deze redenering geen rekening gehouden met de effecten van dilutie. Naar analogie met het werk van Larrain en Urzúa (2013), zouden we dus een positieve CAR op de korte termijn kunnen verwachten.

#### ❖ Hypothese 1

H1<sub>0</sub>: De CAR in de periode na de uitgifte (korte termijn) van bedrijven die een SEO doen, in vergelijking met de EURO STOXX 50 index, is 0.

H1<sub>a</sub>: De CAR in de periode na de uitgifte (korte termijn) van bedrijven die een SEO doen, in vergelijking met de EURO STOXX 50 index, is verschillend van 0.

'Earnings management' en over-optimisme bij de investeerders zorgen ervoor dat de aandelenprijs tijdelijk omhoog gaat voor de uitgifte. Hierdoor ontstaat er een overwaardering, en investeerders zullen langzaam aan deze overwaardering bijstellen. Op de lange termijn zullen er dus correcties plaatsvinden en als gevolg hiervan zou er voor de lange termijn (tot vijf jaar na de uitgifte) een negatieve CAR kunnen worden waargenomen. Houden we wederom rekening met dilutie, dan zouden we een positieve abnormale return op de lange termijn kunnen verwachten zoals Larrain en Urzúa (2013) vooropstellen. Daarenboven is het zo dat bedrijven die een SEO uitvoeren, deze nieuwe middelen kunnen aanwenden om groei te realiseren, waardoor er positieve toekomstige returns kunnen zijn. De tweede hypothese is als volgt:

#### ❖ Hypothese 2

H2<sub>0</sub>: De CAR op de lange termijn van bedrijven die een SEO doen, in vergelijking met de EURO STOXX 50 index, is 0.

H2<sub>a</sub>: De CAR op de lange termijn van bedrijven die een SEO doen, in vergelijking met de EURO STOXX 50 index, is verschillend van 0.

Na deze hypothesen zullen we kijken naar de effecten van dilutie op de returns. Dit zullen we doen aan de hand van de voorkeurrechten. We kijken naar hoeveel procent van de voorkeurrechten er worden uitgeoefend door de meerderheidsaandeelhouders. Het deel dat zij niet uitoefenen en bijgevolg verkocht wordt, is een indicator voor de dilutie. In lijn met de literatuur kunnen we stellen dat wanneer de meerderheidsaandeelhouders hun voorkeurrechten niet verkopen maar zelf uitoefenen, ze zo tonen dat ze zelf geloven in de toekomst van de onderneming. Verkopen ze echter de rechten, dan ervaart de markt dit als een indicatie van een overwaardering van de aandelenprijs. Ook kijken we naar de evolutie in het aandeelhouderspercentage van de meerderheidsaandeelhouder, om hieruit eveneens af te leiden in welke mate zij meegaan met de nieuwe uitgifte. We mogen verwachten dat uitgiftes met dilutie, negatieve abnormale returns zullen hebben op de korte termijn, terwijl voor uitgiftes zonder dilutie we geen abnormale returns op de korte termijn verwachten.

❖ Hypothese 3

$H_{3_0}$ : Er is geen verschil in de CAR op korte termijn tussen uitgiftes met dilutie en uitgiftes zonder dilutie.

$H_{3_a}$ : Op korte termijn is de CAR van uitgiftes met dilutie lager dan de CAR van uitgiftes zonder dilutie.

Tot slot wordt er gekeken naar de effecten van dilutie op de lange termijn. Hierbij wordt er allereerst gekeken naar het verschil tussen de bedrijven waar er dilutie optrad bij de uitgifte en de bedrijven waar dit niet was. Daarnaast zal er kort worden nagegaan in welke mate de meerderheidsaandeelhouders nog altijd hun deel van de onderneming bezitten in een periode van vijf jaar na de uitgifte, om mogelijk een verklaring te geven voor eventuele lange termijn effecten. Is hun positie niet afgenomen, dan zou dit het positieve signaal moeten blijven verder zetten. Hebben zij echter hun positie wel doen laten dalen, dan mogen we verwachten dat de markt hier negatief op zal reageren en dat we bijgevolg dus een negatieve CAR mogen verwachten op de lange termijn.

❖ Hypothese 4

$H_{4_0}$ : Er is geen verschil in de CAR op lange termijn tussen uitgiftes met dilutie en uitgiftes zonder dilutie.

$H_{4_a}$ : Op lange termijn is de CAR van uitgiftes met dilutie lager dan de CAR van uitgiftes zonder dilutie.

## **4. Data beschrijving**

### **4.1. Data verzameling**

Om de dataset op te bouwen moesten we eerst kijken welke bedrijven er genoteerd zijn op de Brusselse beurs. Via raadpleging van de website van de Euronext kwam een lijst voort van 179 bedrijven. Laten we de Vrije Markt (14 ondernemingen) en de Alternext (10 ondernemingen) buiten beschouwing, dan behouden we een lijst van 155 bedrijven. Uit deze lijst van bedrijven moesten we dan kijken welke een aandelenuitgifte hebben gedaan in de jaren 2000 tot en met 2015. Via de website van de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten) konden we opzoeken welke bedrijven een aandelenuitgifte hebben gedaan, echter waren op de website enkel gegevens vanaf 2010 beschikbaar. Na contact met de FSMA heb ik een mail gehad met daarin de gegevens van de aandelenuitgiftes van 2000 tot en met 2010. Daar we enkel zochten naar bedrijven die genoteerd zijn op de Euronext, moesten er zes ondernemingen buiten beschouwing gelaten worden (zie tabel 11 in de bijlage). Verder blijkt dat de uitgifte van Galapagos in 2005, minder dan een jaar na de IPO was. Om de effecten van de IPO niet op te nemen, zal Galapagos bijgevolg uit de sample gelaten worden.

Een volgende stap in de opbouw van de dataset was het bekomen van alle dagelijkse koersen van de aandelen van onze ondernemingen. Voor de uitgiftes die plaatsvonden vóór 2003 hebben we beroep gedaan op Yahoo Finance om de koersen op te zoeken. Dit omdat de website van de Euronext geen gegevens had van de koersen in de jaren 1999, 2000, 2001 en 2002. Het probleem dat zich hierbij voordeed was dat de data die we bekwamen via Yahoo Finance nog moest worden aangepast, omdat er ook feestdagen waren opgenomen, waar de Belgische beurzen gesloten waren, en waar dus de koersen onveranderd bleven. Deze data zorgden bijgevolg voor twee opeenvolgende dagen met dezelfde slotprijzen. Na het elimineren van deze dagen was de data wel bruikbaar. Voor de uitgiftes vanaf 2003 hebben we alle koersen wel gewoon kunnen opzoeken via de website van de Euronext. Enkele ondernemingen hebben doorheen de jaren hun activiteiten stopgezet of zijn niet meer beursgenoteerd. Daarbij aansluitend zijn er ook enkele ondernemingen die zijn overgenomen en waarvan er dus ook niet voldoende data te vinden is. Bijgevolg worden deze uitgiftes uit de sample gelaten (zie tabel 11 in de bijlage). Verder hebben we ook de wekelijkse koersen en maandelijkse koersen van ieder aandeel opgezocht via Yahoo Finance, om zo later een sensitiviteitsanalyse uit te kunnen voeren.

Na het elimineren van de niet bruikbare uitgiftes, moesten we natuurlijk opzoeken wanneer de nieuwe aandelen van de bruikbare uitgiftes voor het eerst noteerden op de beurs. Dit is de dag waarop er voor het eerst publieke handel kan plaatsvinden in deze nieuwe aandelen. Een heel groot deel van deze informatie was te vinden via de website van de Nationale Bank België. Echter waren er geen gegevens van de jaren 2000, 2001 en 2002. Verder vonden we niet alle gegevens van alle bruikbare uitgiftes op deze website terug. Om dit op te lossen zijn we vervolgens gaan zoeken in de jaarverslagen of andere openbaargemaakte verslagen van de bedrijven waarvoor deze gegevens nog ontbraken. Daarnaast zijn er ook enkele gegevens bekomen via de website van De Tijd. We bekomen uiteindelijk een lijst met 37 bruikbare uitgiftes. Echter zijn er enkele uitgiftes waarvoor we enkel de korte termijn effecten kunnen onderzoeken, daar er bijkomende uitgiftes

plaatsvinden in een periode kleiner dan vijf jaar na de vorige uitgifte, waardoor dit zou kunnen zorgen voor een vertekend beeld van de lange termijn effecten. Het gaat hierbij over de uitgiftes van: Pinguin, Zenitel, GBL, Befimmo, Montea, Aedifica en Ascencio (Zie asterisk in tabel 12 in de bijlage). Om een vergelijking van de returns te kunnen maken hebben we natuurlijk ook een indicator nodig. Hiervoor maken we gebruik van de EURO STOXX 50 index, die het verloop van de markt weergeeft. De koersdata van deze index werd bekomen via Yahoo Finance. Verder hebben we ook de risicovrije return nodig. Via de website van de Europese Centrale Bank konden we de jaarlijkse ECB interestvoeten vinden. Deze nemen we als de risicovrije interest, die we dan zullen omvormen naar dagelijkse en wekelijkse returns.

Eenmaal we deze gegevens hadden verzameld, moesten we nog de gegevens omtrent dilutie verzamelen. Om te kijken in welke mate er dilutie optreedt bij de uitgifte zijn we begonnen met het raadplegen van de individuele jaarverslagen van alle bedrijven uit onze finale lijst. We hebben allereerst de jaarverslagen opgezocht via de online website van de bib KU Leuven. Op deze website waren van zeer veel bedrijven de jaarverslagen terug te vinden van de jaren 2000 tot en met 2010. Voor de bedrijven waarvan er geen data op deze website stonden zijn we vervolgens gaan zoeken via de website van de Belfirst. Via deze website konden we de jaarrekeningen raadplegen, waar meestal ook de aandeelhoudersstructuur bij vermeld was. Als er hier echter ook geen gegevens te vinden waren, zijn we naar de website van de desbetreffende onderneming gegaan en hebben daar de jaarverslagen kunnen downloaden. Om de dilutie te meten hebben we gekeken naar de aandeelhoudersstructuur na de uitgifte en deze vergeleken met de aandeelhoudersstructuur vóór de uitgifte. De nadruk lag hierbij vooral op het kijken naar wat de meerderheidsaandeelhouders deden. In sommige jaarverslagen stond vermeld in welke mate de meerderheidsaandeelhouders gebruik maakten van hun voorkeurrechten. Deze gegevens konden we dan direct gebruiken als maatstaf voor de dilutie. In veel verslagen stond dit echter niet vermeld en hebben we dus moeten werken met een andere maatstaf. Om de dilutie te meten werd er dan gekeken naar twee opeenvolgende jaarverslagen om zo te kijken in welke mate de aandeelhoudersstructuur wijzigde. Tijdens dit onderzoek werd duidelijk dat voor de onderneming Agfa-Gevaert, we geen dilutie effecten konden onderzoeken. In de jaarverslagen van Agfa-Gevaert wordt er gewerkt met een interval waarin het percentage van de meerderheidsaandeelhouder ligt. Er is dus geen specifieke informatie beschikbaar waaruit we kunnen afleiden hoe groot de dilutie al dan niet is. Bijgevolg kunnen we deze onderneming niet gebruiken voor het testen van hypothese drie en vier.

## 4.2. Data constructie

Na het verzamelen van de data zijn er enkele bewerkingen nodig om uiteindelijk de gewenste gegevens te bekomen die nodig zijn voor dit onderzoek. In deze paragraaf zal worden besproken hoe we de data bewerkt hebben.

Omdat we onderzoek verrichten naar de aandelenreturns moeten we eerst de dagelijkse koersen die we gevonden hebben, omzetten naar dagelijkse returns voor de respectievelijke bedrijven. We maken gebruik van de dagelijkse slotkoers om de returns te berekenen. Voor elke onderneming vinden we de dagelijkse return door gebruik te maken van de volgende formule:

$$\frac{\text{Slotkoers dag}_n - \text{Slotkoers dag}_{n-1}}{\text{Slotkoers dag}_{n-1}} \times 100$$

Om tot de wekelijkse returns te komen passen we een soortgelijke formule toe op de wekelijkse slotkoersen:

$$\frac{\text{Slotkoers week}_n - \text{Slotkoers week}_{n-1}}{\text{Slotkoers week}_{n-1}} \times 100$$

Tot slot voor de maandelijkse returns passen we de onderstaande formule toe op de maandelijkse slotkoersen:

$$\frac{\text{Slotkoers maand}_n - \text{Slotkoers maand}_{n-1}}{\text{Slotkoers maand}_{n-1}} \times 100$$

Ook voor de EURO STOXX 50 index hebben we deze formules gebruikt om de dagelijkse, wekelijkse en maandelijkse returns te vinden. Daarnaast moesten we de risicovrije return berekenen en dit werd gedaan door de return van de jaarlijkse ECB interestvoeten om te zetten in dagelijkse, wekelijkse en maandelijkse equivalenten. Dit werd gedaan via de formules:

$$\text{Dagelijkse return} = [(1 + \text{Jaarlijkse return})^{1/365} - 1]$$

$$\text{Wekelijkse return} = [(1 + \text{Jaarlijkse return})^{1/52} - 1]$$

$$\text{Maandelijkse return} = [(1 + \text{Jaarlijkse return})^{1/12} - 1]$$

In de bovenstaande formule voor de dagelijkse return werd geen rekening gehouden met het aantal trading dagen per jaar (252) maar werd gewoon het aantal dagen per jaar genomen om de omrekening te maken. Dit is omdat de dagelijkse interest ook verdiend wordt in de weekends en op feestdagen, en er dus effectief 365 dagen interest verdiend zou worden. Verder wordt er van uitgegaan dat er steeds herbelegd wordt.



Om onze hypothesen te testen hebben we de cumulatieve abnormale return (CAR) nodig en niet gewoon de dagelijkse returns. We maken hierbij eveneens het onderscheid tussen de CAR op korte termijn, CAR(KT) en de CAR op lange termijn, CAR(LT). Daarenboven dienen we ook telkens te definiëren of we aan het werken zijn met de CAR bekomen via dagelijkse returns (d), via de wekelijkse returns (w) of via de maandelijkse returns (m). Hiervoor gebruiken we de notatie CAR<sup>d</sup>, CAR<sup>w</sup> en CAR<sup>m</sup>. Om de CAR te berekenen steunen we op het Capital Asset Pricing Model (Sollis, 2012). Volgens het CAPM is de verwachte return gedefinieerd als volgt:

$$\text{Verwachte return} = \text{Risicovrije return} + \beta \times [\text{Markt return} - \text{Risicovrije return}]$$

Om de verwachte return te kunnen berekenen hebben we eerst voor elke onderneming de desbetreffende bèta nodig. Deze kunnen we schatten aan de hand van de returns van de onderneming. We zullen dit doen door gebruik te maken van de returns van een jaar voor de notering van de nieuwe aandelen. Voor iedere onderneming werd om te beginnen een Excel file opgesteld met daarin de dagelijkse returns tot meer dan een jaar voor de uitgifte. In diezelfde file werden ook telkens de marktreturn en risicovrije return in een kolom gezet. Er werd tevens een tweede file per onderneming gemaakt met daarin de wekelijkse returns van de onderneming, alsook de wekelijkse marktreturn en wekelijkse risicovrije return. Tot slot werd er per onderneming een derde file gemaakt met daarin de maandelijkse returns van de onderneming en wederom de maandelijkse markt returns en risicovrije returns. Dan werden de gegevens van een jaar voor de uitgifte genomen om de bèta te schatten via het statistische programma SPSS. We berekenden het verschil tussen de verwachte return en de risicovrije return alsook het verschil tussen de markt return en de risicovrije return. We zetten dus de vergelijking van het CAPM om naar de verwachte return-bèta vergelijking:

$$\text{Verwachte return} - \text{Risicovrije return} = \beta \times [\text{Markt return} - \text{Risicovrije return}]$$

Uit deze vergelijking kunnen we dan door middel van een regressie met de kleinste kwadratenmethode, waarbij de som van de kwadraten van de afwijkingen zo klein mogelijk is, onze bèta's per onderneming schatten via SPSS.

Bij het schatten van de bèta van IBA werden er slechts koersdata gebruikt van zes maanden voor de uitgifte, omdat er niet meer data beschikbaar was voor deze onderneming. Verder kwam tijdens het berekenen van de CAR van de uitgifte in 2003 van Warehouses De Pauw aan het licht dat er een onregelmatigheid zat in de slotkoersen. De koers springt van €2,99 ineens naar €30,93. Omdat dit waarschijnlijk te maken heeft met een fout op de website van de Euronext, en dit ervoor zal zorgen dat de CAR onnauwkeurig is, laten we deze uitgifte uit de sample.

Na het berekenen van de dagelijkse en wekelijkse cumulatieve abnormale returns werd eveneens duidelijk dat de uitgifte van Accentis in 2010 niet bruikbaar was. De aandelen van Accentis noteerden aan twee eurocent, en de quotes gingen niet tot op drie cijfers na de komma. Hierdoor zorgde een daling van (afgerond) twee naar (afgerond) één eurocent ervoor dat er een dagelijkse return was van -50%, terwijl een stijging van één naar twee eurocent een dagelijkse return gaf van ineens +100%. Dit was ook het geval voor de wekelijkse returns waar er returns waren van +200% in amper een week tijd. Omdat de data dus niet precies genoeg is, zal deze uitgifte bijgevolg uit de sample gelaten worden.

Een laatste berekening die we moesten doen was het berekenen van de dilutie die optreedt na de uitgifte. Hiervoor vergeleken we het aandeelhouderschap van de meerderheidsaandeelhouder of meerderheidsaandeelhouders vlak na de uitgifte met het aandeelhouderschap net voor de uitgifte. Via de volgende formule konden we de procentuele verandering in het aandeelhouderschap berekenen:

$$\frac{PA_n - PA_v}{PA_v} \times 100$$

Waarbij  $PA_n$  staat voor het procentueel deel van de aandelen na de uitgifte en  $PA_v$  voor het procentueel deel van de aandelen voor de uitgifte. Vervolgens stellen we in dit onderzoek een drempelwaarde van 5% op om te gebruiken. Zodra het procentueel deel van de meerderheidsaandeelhouder gedaald is met meer dan 5% spreken we van substantiële dilutie.

De onderneming Solvac laten we uit de sample omdat er geen meerderheidsaandeelhouder is. Alle aandelen van de onderneming worden gehouden door meer dan 12.500 verschillende aandeelhouders, en geen enkele aandeelhouder heeft meer dan 5% van de aandelen. Daarom zijn er bijgevolg ook geen dilutie-effecten die meespelen. Daarnaast moeten we een belangrijke opmerking maken omtrent de uitgifte van Punch International in 2009. De meerderheidsaandeelhouders zijn Creacorp nv (30,68%) en Movist bv (10,41%). Creacorp nv tekent niet in op de kapitaalverhoging, maar maakt wel enkele afspraken met de andere reeds bestaande aandeelhouders om alle scrips aan deze laatstgenoemden te verkopen. Zodoende worden er toch bijna 100% van de voorkeurrechten uitgeoefend. Dit geeft bijgevolg nog altijd een positief signaal aan de markt, daar alle voorkeurrechten uitgeoefend worden en er zelfs bijkomend extra scrips gekocht werden door de oude aandeelhouders. Daarom zullen we deze uitgifte ook opnemen in de categorie van uitgiftes zonder dilutie. De tabel die volgt geeft een overzicht van de uitgiftes zonder dilutie en de uitgiftes met dilutie.

Uitgiftes zonder dilutie (18)	Uitgiftes met dilutie (11)
Atenor	Ion Beam Applications
Sipef	Retail Estates
Zenitel (2005)*	Umicore
Groupe Bruxelles Lambert (2006)*	Accentis (2003)
Zenitel (2007)*	Pinguin (2004)*
Befimmo (2007)*	Spector Photo Group
Groupe Bruxelles Lambert (2007)*	Hamon
AB InBev	Pinguin (2007)*
Befimmo (2009)*	Ablynx
Warehouses De Pauw (2009)	Aedifica*
Picanol	Warehouses Estates Belgium
Deceuninck	
Exmar	
Option	
Punch International	
Elia	
Montea*	
Ascencio*	

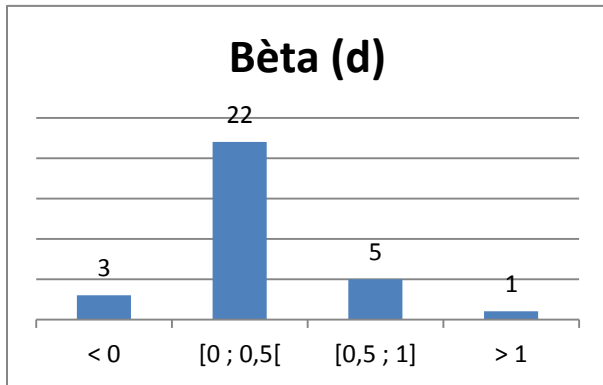
Tabel 3. Overzicht uitgiftes zonder dilutie en uitgiftes met dilutie.

\* Deze uitgiftes worden enkel gebruikt om de CAR op korte termijn te berekenen.

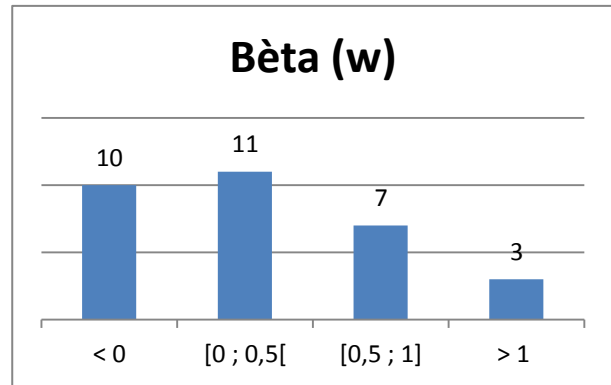
### 4.3. Beschrijving dataset

In deze paragraaf zullen we kort de gebruikte variabelen bespreken. Voor het testen van hypothese één hebben we een sample van 31 ondernemingen. Voor het testen van hypothese twee hebben we een sample van 20 ondernemingen. Voor hypothese drie bestaat de sample uit 29 ondernemingen en ten slotte voor hypothese vier hebben we een sample van 18 ondernemingen.

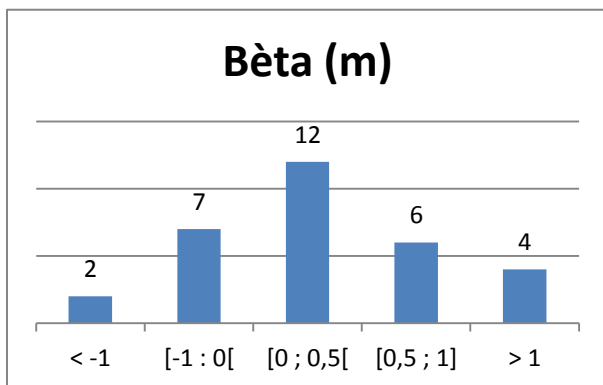
Als eerste werpen we een blik op de bèta's van de ondernemingen. De bèta van een onderneming geeft weer in welke mate de koersen van deze ondernemingen mee bewegen met de marktindex. Het is een uitdrukking voor het systematisch risico. Voor het berekenen van de bèta's werd er gekeken naar de dagelijkse, wekelijkse en maandelijkse koersen van een jaar vóór de uitgifte van de nieuwe aandelen. De gemiddelde bèta geschat aan de hand van dagelijkse returns bedraagt 0,30752, de gemiddelde bèta geschat via wekelijkse returns bedraagt 0,31381 en de gemiddelde bèta geschat via maandelijkse returns bedraagt 0,22839. Dit zijn geen heel hoge waarden, wat erop wijst dat gemiddeld de aandeelkoersen van onze sample minder volatiel zijn dan de markt als geheel. Figuur 3 geeft een overzicht van de bèta's uit onze sample berekend aan de hand van dagelijkse koersen. We zien duidelijk in deze figuur dat het merendeel van de observaties in het interval  $[0 ; 0,5[$  ligt, waar eveneens het gemiddelde zich situeert. Figuur 4 geeft een overzicht van de bèta's berekend aan de hand van wekelijkse koersen en figuur 5 toont een overzicht van de bèta's berekend via maandelijkse koersen.



Figuur 3. Verdeling van de bèta's (geschat via dagelijkse koersen) uit de sample.

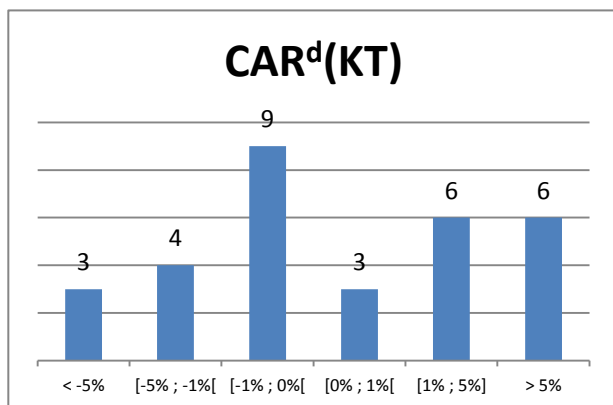


Figuur 4. Verdeling van de bèta's (geschat via wekelijkse koersen) uit de sample.

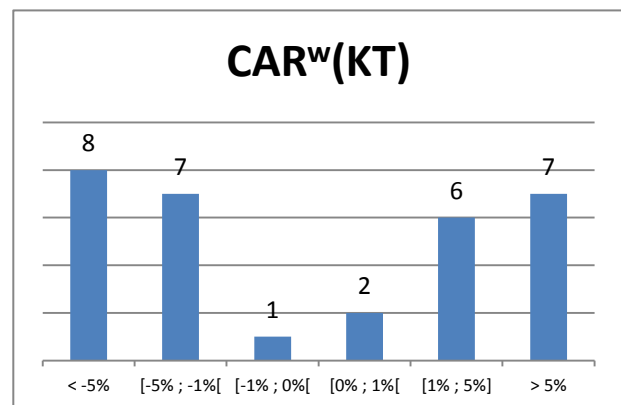


Figuur 5. Verdeling van de bèta's (geschat via maandelijkse koersen) uit de sample.

Een tweede variabele die aan bod komt in dit onderzoek is de cumulatieve abnormale return op korte termijn. De  $CAR^d(KT)$  bestaat uit de som van de dagelijkse abnormale returns tot één maand na de notering van de nieuwe aandelen. De  $CAR^w(KT)$  bestaat uit de som van de wekelijkse abnormale returns tot één maand na de notering. De gemiddelde cumulatieve abnormale return op korte termijn bedraagt 2,622% als we kijken naar de dagelijkse returns. In figuur 6 zien we dat er veel waardes tussen -1 en 0 liggen. Er zijn ook vrij veel grote waardes, wat resulteert in een hoger gemiddelde. De gemiddelde cumulatieve abnormale return op korte termijn bedraagt 2,434% als we kijken naar wekelijkse returns. Dit sluit goed aan bij de bevindingen van de dagelijkse CAR. Echter zien we wel dat er nu meer waardes aan de uiterste kanten liggen en veel minder waardes in het midden.

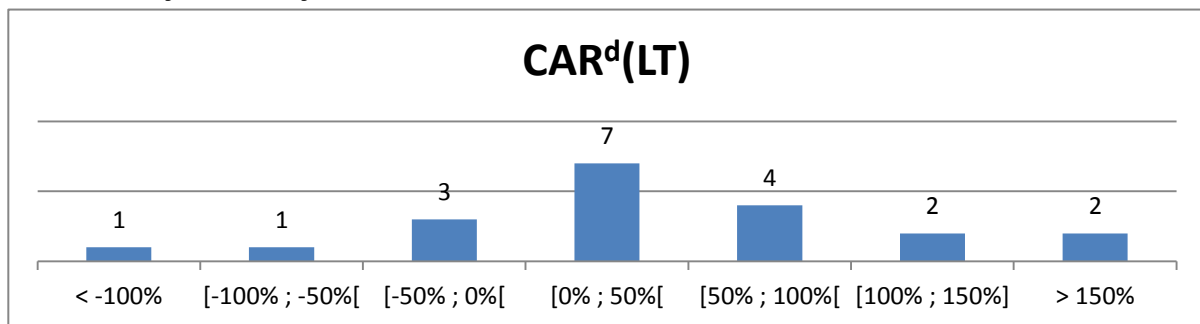


Figuur 6.  $CAR^d(KT)$ , 31 waarnemingen.

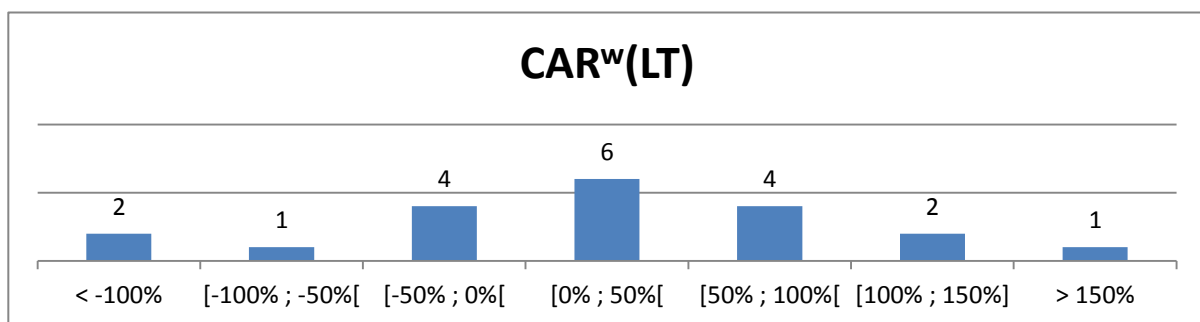


Figuur 7.  $CAR^w(KT)$ , 31 waarnemingen

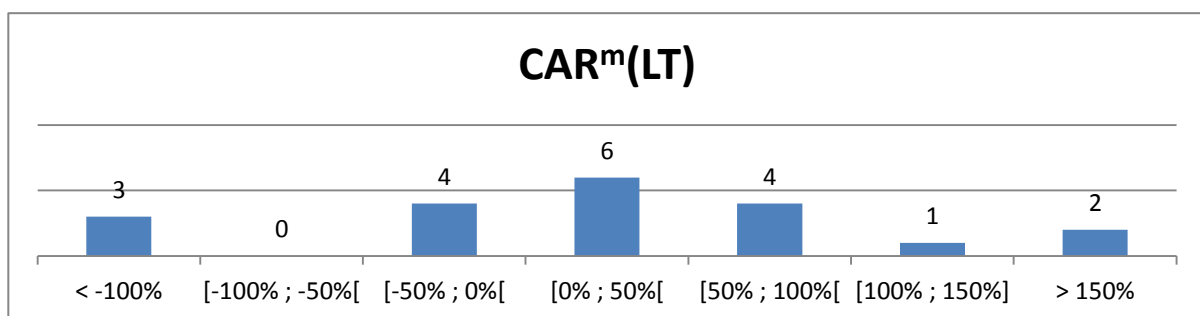
Naast de CAR(KT) bekijken we ook de CAR(LT), de cumulatieve abnormale return over een periode tot vijf jaar na de notering van de nieuwe aandelen. De gemiddelde cumulatieve abnormale return op de lange termijn bedraagt 43,882% (via dagelijkse returns). Deze waarde ligt in het interval  $[0\% ; 50\%[$ , waar tevens ook de meeste observaties liggen. Daarenboven bedraagt de maximale  $CAR^d(LT)$  315,68% in deze sample, en de minimale waarde bedraagt -128,705%. Er zijn ook meer grote waarden dan kleine waarden, waardoor het gemiddelde hoger komt te liggen. Figuur 8 geeft een grafisch overzicht van de  $CAR^d(LT)$ . Wat betreft de cumulatieve abnormale return op lange termijn bekomen via wekelijkse returns, is het gemiddelde 27,250%. Dit is iets lager dan bij de dagelijkse returns. De minimale waarde bedraagt hier -135,921% en de maximale waarde bedraagt 323,851%. Deze liggen allebei in lijn met wat we vinden voor de CAR(LT) op basis van dagelijkse returns. Voor de cumulatieve abnormale return op lange termijn bekomen via maandelijkse returns bedraagt het gemiddelde 26,242%. De minimumwaarde is nu -203,124% en de maximumwaarde is 276,678%. Ook dit is ongeveer in lijn met de bevindingen van  $CAR^d(LT)$ . Werpen we een blik op de figuren 9 en 10, dan zien we dat deze bijna volledig gelijk verdeeld zijn als figuur 8. Dit wilt zeggen dat de CAR(LT) gebaseerd op wekelijkse en maandelijkse data ongeveer gelijk is als de CAR(LT) gebaseerd op dagelijkse data. Hieruit kunnen we concluderen dat deze data vrij robuust zijn.



Figuur 8.  $CAR^d(LT)$ , 20 waarnemingen.

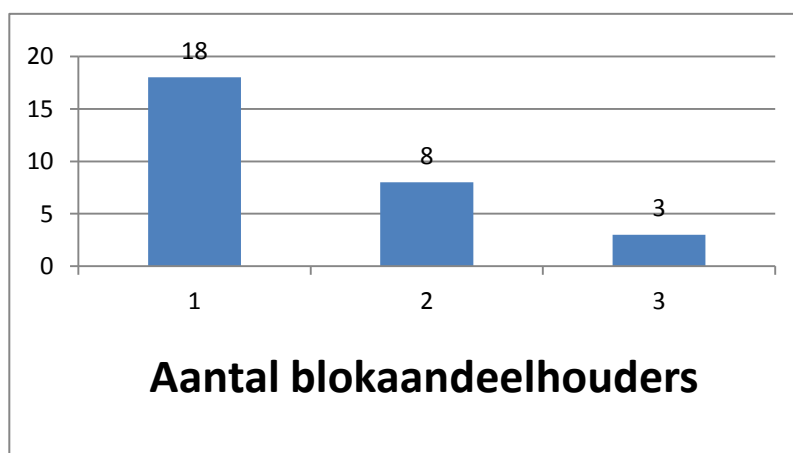


Figuur 9.  $CAR^w(LT)$ , 20 waarnemingen.



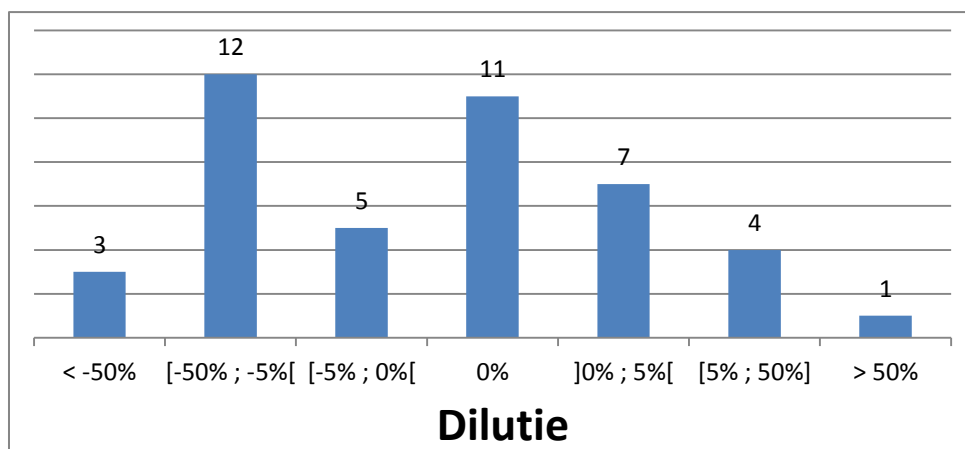
Figuur 10.  $CAR^m(LT)$ , 20 waarnemingen.

Tot slot bespreken we nog de variabele dilutie. Dit is één van de belangrijkste variabelen omdat het onderzoek rond deze variabele is opgebouwd. Zoals eerder reeds werd aangehaald werd er gekeken naar het aandeelhouderspercentage van de meerderheidsaandeelhouder(s) na de uitgifte en vergeleken we dit met het aandeelhouderspercentage voor de uitgifte. Zo konden we de procentuele verandering meten hierin. Ook werd er gekeken naar de verslagen van de uitgifte en in sommige gevallen werd er vermeld in welke mate de voorkeurrechten werden uitgeoefend. Dit is een directe indicator van het al dan niet verwateren van het belang in de onderneming van de meerderheidsaandeelhouder. In dit onderzoek spreken we van substantiële dilutie vanaf het moment dat het belang van de meerderheidsaandeelhouder daalt met meer dan 5% ten opzichte van voor de uitgifte. Voor de bespreking van deze variabele hebben we meer waarnemingen dan dat er ondernemingen in de sample zijn. Dit komt door het feit dat sommige ondernemingen twee meerderheidsaandeelhouders hebben en we soms ook de drie grootste aandeelhouders (blokaandeelhouders) in beschouwing nemen. We hebben voor elk van deze aandeelhouders dan de dilutie gemeten en mee opgenomen als variabele. Voor elke onderneming is het wel zo dat indien we kijken naar de twee of drie grootste aandeelhouders, deze altijd in dezelfde richting handelen. Koopt er één van de grootste aandeelhouders bij, dan ook de andere(n). Treedt er dilutie op, dan is dit voor beide of alle drie de blokaandeelhouders. Zodoende is er geen probleem bij het classificeren van de uitgiftes in uitgiftes met dilutie en uitgiftes zonder. De enige uitzondering hierop is de uitgifte van Spector Photo Group in 2005. Bij deze uitgifte zijn er twee meerderheidsaandeelhouders die we in beschouwing nemen, namelijk Spector zelf (en de hieraan verbonden aandeelhouders) en het Consortium VIT. Het Consortium VIT koopt aandelen bij en de positie stijgt met 26,41%. Echter classificeren we de uitgifte van Spector Photo Group onder de uitgiftes met dilutie, daar het belang van Spector daalt met 80,87%. Twee bijkomende opmerkingen dienen gemaakt te worden. Ten eerste heeft de onderneming Solvac geen meerderheidsaandeelhouders, en zal daarom ook buiten de sample gelaten worden voor het testen van hypothesen drie en vier. Daarnaast heeft de onderneming Agfa-Gevaert geen concrete informatie over de aandeelhoudersstructuur (zie eerder) waardoor deze uitgifte ook niet zal worden opgenomen in de sample voor het testen van hypothese drie en vier. Figuur 11 geeft een overzicht van de frequentie van het aantal blokaandeelhouders dat in beschouwing werd genomen.



Figuur 11. Het aantal blokaandeelhouders dat in beschouwing werd genomen.

Er zijn in de sample dus 18 uitgiftes waarbij we te maken hebben met één meerderheidsaandeelhouder, acht uitgiftes met twee meerderheidsaandeelhouders en drie uitgiftes met drie grote blokaandeelhouders. Vervolgens kijken we naar de grootte van de dilutie. Figuur 12 geeft een overzicht van hoe vaak een bepaald percentage van dilutie voorkomt.



Figuur 12. Frequentie van de grootte van de dilutie.

In de bovenstaande grafiek staat 0% voor het feit dat de meerderheidsaandeelhouder volledig heeft bijgekocht a rata zijn bestaande belang in de onderneming. Positieve percentages wijzen erop dat er aandelen zijn bijgekocht door voorkeurrechten bij aan te kopen, waardoor de belangenpositie in de onderneming stijgt. Negatieve percentages wijzen erop dat er geen aandelen zijn bijgekocht en er dus dilutie optreedt. Opmerkelijk is dat hoewel er veel observaties in het segment 0% vallen, er nog meer observaties vallen binnen het segment [-50% ; -5%]. Dit zou erop kunnen wijzen dat, in lijn met de literatuur, deze uitgiftes waar de dilutie optreedt getimed zijn om zo voordeel te halen uit een overwaardering van het aandeel. De meerderheidsaandeelhouder koopt dan niet bij omdat hij op de hoogte is van deze overwaardering.

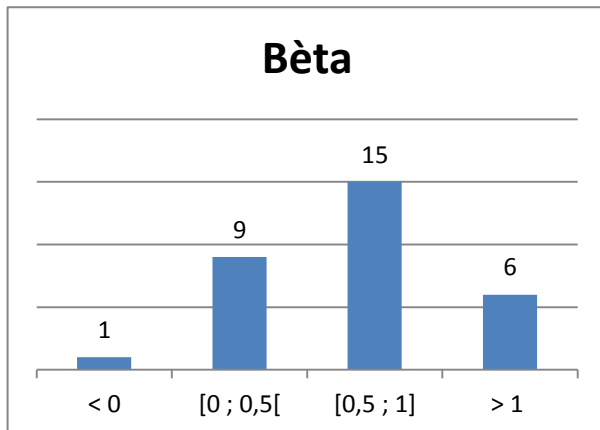
We eindigen deze paragraaf met een overzicht van de variabelen, met daarbij het aantal observaties, de gemiddelde waarde, de standaardafwijking en de minima en maxima.

Variabele	Aantal observaties	Gemiddelde	Standaard afwijking	Minimum	Maximum
Dilutie	43	-6,126%	28,953%	-100,000%	73,510%
CAR <sup>d</sup> (KT)	31	2,622%	10,490%	-26,040%	28,074%
CAR <sup>w</sup> (KT)	31	2,434%	14,472%	-23,523%	38,907%
CAR <sup>d</sup> (LT)	20	43,882%	92,626%	-128,705%	315,680%
CAR <sup>w</sup> (LT)	20	27,250%	100,703%	-135,921%	323,851%
CAR <sup>m</sup> (LT)	20	26,242%	100,609%	-203,124%	276,678%
Bèta <sup>d</sup>	31	0,3075	0,2619	-0,120	1,059
Bèta <sup>w</sup>	31	0,3138	0,4443	-0,544	1,053
Bèta <sup>m</sup>	31	0,2284	0,7135	-1,420	1,493

Tabel 4. Overzicht variabelen.

## 5. Methodologie

Wat nu volgt is een beschrijving van de uitwerking van het verdere onderzoek. Om te beginnen dient er nog bijkomend enkele data verzameld te worden. We zullen enkele sensitiviteitsanalyses uitvoeren door te kijken wat de effecten zijn indien we werken met bèta's die we online vinden voor iedere onderneming. Via de website van Reuters vinden we voor iedere onderneming een overall-bèta. Dit is een bèta die wordt geschat aan de hand van alle koersdata die beschikbaar is voor een onderneming. Voor deze bèta's geven we een kort overzicht in figuur 13 en tabel 5.



Figuur 13. Verdeling bèta's (Reuters.com)

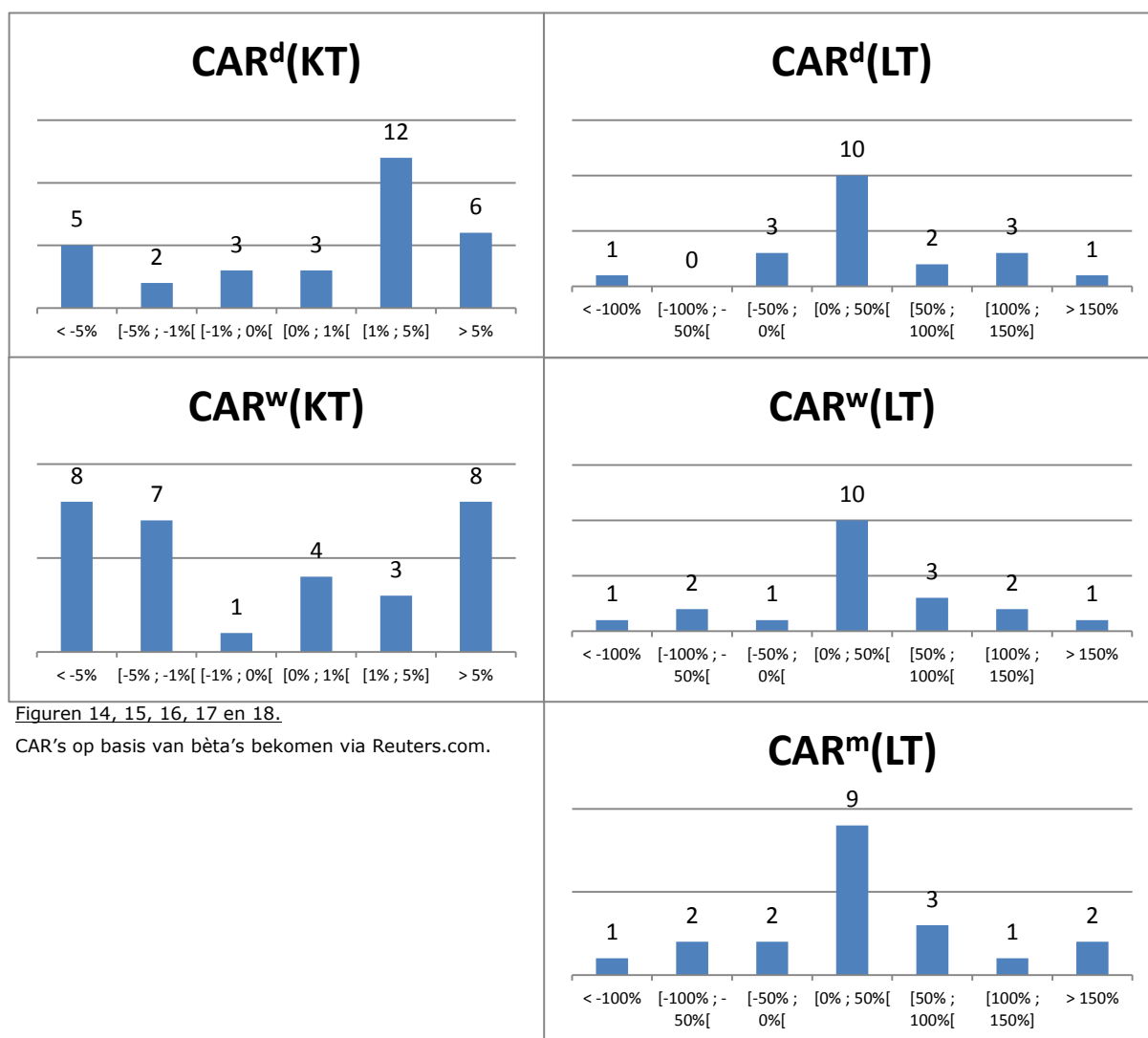
Aantal observaties	Gemiddelde	Standaard afwijking	Min	Max
31	0,7561	0,4906	-0,480	1,840

Tabel 5. Overzicht bèta's (Reuters.com)

Wat meteen in het oog springt is dat er, in tegenstelling tot onze berekende bèta's, er nu veel meer observaties in het interval  $[0,5 ; 1]$  liggen. Dit kan verklaard worden door het feit dat deze bèta's berekend zijn op basis van veel meer koersgegevens. Hierdoor zullen de deviaties die soms optreden in de koersen ten opzichte van de markt, meer geneutraliseerd worden, waardoor plotse stijgingen of dalingen minder impact hebben. Voorts zien we dat het gemiddelde veel hoger ligt, namelijk 0,7561. Gemiddeld zijn de returns van onze ondernemingen in de sample minder volatiel als de markt, maar sluiten er wel veel dichterbij aan dan de geschatte bèta's die eerder in dit onderzoek aan bod kwamen. De marktindex geeft weer hoe alle ondernemingen samen, gemiddeld bewegen. Gaan we ervan uit dat onze sample een goede representatie is van de marktindex, dan is het normaal dat deze gemiddelde bèta dicht bij 1 ligt. Daarnaast is er twee keer een bèta van exact 1. Dit wilt zeggen dat deze koersen gemiddeld nauw meebewegen met de markt. Het gaat hierbij om de bèta's van de ondernemingen Solvac en ABInBev.



Na het bekomen van deze bèta's gaan we deze gebruiken bij de berekeningen van de cumulatieve abnormale returns van de dagelijkse koersen, de wekelijkse koersen alsook de maandelijks koersen. De figuren hieronder tonen de gevonden CAR's.



Figuren 14, 15, 16, 17 en 18.

CAR's op basis van bèta's bekomen via Reuters.com.

De CAR op lange termijn is ongeveer hetzelfde verdeeld, onafhankelijk of er gewerkt wordt met dagelijkse, wekelijkse of maandelijks returns. De meeste observaties liggen in het interval [0% ; 50%]. Dit sluit aan bij de CAR's die werden gevonden via onze geschatte bèta's. Voor de CAR op korte termijn echter zien we een enorm verschil afhankelijk of we gewerkt hebben met dagelijkse returns of wekelijkse returns. Daarnaast is er ook een groot verschil tussen de verdeling van CAR<sup>d</sup>(KT) op basis van de bèta's van Reuters.com en de CAR<sup>d</sup>(KT) bekomen door onze geschatte bèta's (zie figuur 6, pag 33). Daar waar oorspronkelijk het meeste observaties in het interval [-1% ; 0%[ lagen, liggen er nu het meeste observaties in het interval [1% ; 5%]. Wel blijkt uit tabel 6 dat de gemiddeldes op korte termijn lager zijn, en de gemiddeldes op lange termijn hoger.

Variabele	Aantal observaties	Gemiddelde	Standaard afwijking	Minimum	Maximum
Bèta <sup>d</sup>	31	0,3075	0,2619	-0,120	1,059
Bèta <sup>w</sup>	31	0,3138	0,4443	-0,544	1,053
Bèta <sup>m</sup>	31	0,2284	0,7135	-1,420	1,493
Bèta <sup>R</sup>	31	0,7561	0,4906	-0,480	1,840
CAR <sup>d</sup> (KT)	31	2,622%	10,490%	-26,040%	28,074%
CAR <sup>d</sup> (KT) R.	31	1,824%	11,933%	-26,878%	27,328%
CAR <sup>w</sup> (KT)	31	2,434%	14,472%	-23,523%	38,907%
CAR <sup>w</sup> (KT) R.	31	1,364%	13,292%	-22,976%	29,975%
CAR <sup>d</sup> (LT)	20	43,882%	92,626%	-128,705%	315,680%
CAR <sup>d</sup> (LT) R.	20	44,672%	83,463%	-112,184%	296,792%
CAR <sup>w</sup> (LT)	20	27,250%	100,703%	-135,921%	323,851%
CAR <sup>w</sup> (LT) R.	20	34,360%	81,744%	-153,550%	300,873%
CAR <sup>m</sup> (LT)	20	26,242%	100,609%	-203,124%	276,678%
CAR <sup>m</sup> (LT) R.	20	29,635%	93,592%	-208,161%	270,118%

Tabel 6. Overzicht bèta's en CAR's. De CAR's zijn berekend via onze geschatte bèta's alsook berekend via de bèta's van Reuters.com (aangegeven via R.).

De volgende stap in het onderzoek is de gemiddelde CAR berekenen per groep van de uitgiftes met dilutie en de uitgiftes zonder dilutie. Deze zullen we later nodig hebben om te testen of er een significant verschil is in de returns van deze groepen. We berekenen dit op basis van de cumulatieve abnormale returns berekend via onze geschatte bèta's van de dagelijkse returns, via onze geschatte bèta's van de wekelijkse returns, via de geschatte bèta's van de maandelijkse returns en via de bèta's gevonden op de website van Reuters (ingevuld in de dagelijkse, wekelijkse en maandelijkse returns).

Zoals reeds aangehaald is de drempel van dilutie binnen dit onderzoek vastgelegd op 5%. Van zodra een meerderheidsaandeelhouder zijn belang in de onderneming daalt met meer dan 5% spreken we van substantiële dilutie. Door het feit dat we een vrij kleine sample hebben kunnen we helaas hier geen sensitiviteitsanalyse van doen. We zouden bijvoorbeeld de drempel van dilutie naar 10% kunnen verleggen en kijken wat het effect dan is, maar dit zou er slechts voor zorgen dat enkel de uitgifte van Accentis in 2003 van groep verandert. Ook indien we werken met de som van de blokaandeelhouders zou enkel de uitgifte van Accentis veranderen indien we de drempel op 10% zouden leggen. Deze wijziging heeft geen effect en zodoende kunnen we deze analyse niet doorvoeren. De drempel nog verder leggen dan 10% is geen optie, daar we dan zonder twijfel te maken hebben met dilutie. De drempel leggen op 0% zou er dan weer voor zorgen dat enkel de uitgiftes van Punch International in 2009, Exmar in 2009 en Ascencio in 2010, van groep veranderen. Ook hiervan zijn de effecten niet significant en bijgevolg heeft het geen nut om verder in te gaan op deze analyse.

Nu kunnen we over gaan tot het testen van de hypothesen. Hypotheses 1 en 2 testen we door middel van een simpele tweezijdige t-test. Om te beginnen kijken we of de gevonden waarden van de CAR(KT), berekend op de vier verschillende manieren, significant negatief zijn. Voor het testen van hypothese 1 bevat onze sample 31 uitgiftes. Dan gaan we verder door te kijken wat er gebeurt als we de korte termijn definiëren als één week na de uitgifte in plaats van één maand. Dit zullen we testen voor de cumulatieve abnormale returns berekend via de geschatte  $\beta^d$ , de geschatte  $\beta^w$ , en de  $\beta$ 's bekomen via Reuters. Vervolgens testen we hypothese 2. Voor het testen van deze hypothese bevat de sample 20 uitgiftes. Via een tweezijdige t-test, testen we of de CAR(LT), berekend op de zes verschillende manieren, significant verschillend zijn van 0.

Vervolgens gaan we over tot het testen van hypothesen 3 en 4. Dit doen we door onze sample op te splitsen in de uitgiftes waar substantiële dilutie plaatsvindt en de uitgiftes waar geen dilutie plaatsvindt. Zoals in tabel 3 op pagina 32 reeds werd aangegeven bestaat de groep van uitgiftes zonder dilutie uit 18 uitgiftes, en de groep van uitgiftes met dilutie uit 11 uitgiftes. Voor het testen van hypothese 3 bestaat de sample dus uit 29 uitgiftes. We voeren een independent samples t-test uit om de gemiddeldes van de twee groepen (dilutie en geen dilutie) met elkaar te vergelijken en zodoende te testen of het verschil van het gemiddelde van uitgiftes met dilutie en het gemiddelde van de uitgiftes zonder dilutie, op korte termijn statistisch negatief significant verschillend is van 0. Dit zal om te beginnen op vier manieren worden getest; aan de hand van  $CAR^d$  en  $CAR^w$ , berekend via onze geschatte  $\beta$ 's alsook via de  $\beta$ 's bekomen via Reuters.com. Daarnaast zal er worden gekeken wat het effect is als we de korte termijn definiëren als één week in plaats van één maand. Wederom zullen we dit op vier manieren testen. Tot slot testen we hypothese 4, waarvoor onze sample uit 18 uitgiftes bestaat (10 zonder dilutie en 8 met dilutie). We testen via een independent samples t-test nu of het verschil van de CAR op lange termijn tussen de uitgiftes met dilutie en de uitgiftes zonder dilutie, statistisch negatief significant verschillend is van 0. Dit zal worden gedaan voor de CAR(LT) berekend op de zes verschillende manieren.

## **6. Resultaten**

In deze paragraaf gaan we over tot het bespreken van de gevonden resultaten. Er zal ook kort toegelicht worden hoe we aan de resultaten gekomen zijn. We beginnen met een bespreking van de resultaten van het testen van hypothese 1.

Om te beginnen hebben we hypothese 1 getest via de cumulatieve abnormale returns die we gevonden hebben door te werken met de dagelijkse koersen. We testten of deze  $CAR^d(KT)$  significant negatief was. Echter kwamen we niet tot een significant resultaat, waardoor we de nulhypothese, die stelt dat er geen verschil is in de CAR van bedrijven die een SEO doorvoeren in vergelijking met de markt, niet kunnen verwerpen. We hebben vervolgens de algemene sample opgesplitst in de subgroepen van de uitgiftes met dilutie en de uitgiftes zonder dilutie, en voor beide groepen de test afzonderlijk gedaan (Agfa-Gevaert en Solvac worden hier uit de sample gelaten). Voor de SEO's waar dilutie optreedt vinden we wederom geen significante resultaten. Kijken we echter naar de groep van SEO's waar geen dilutie optreedt, dan vinden we wel een significant resultaat. Dit resultaat is significant op het 5% significantieniveau en vertelt ons dat voor de bedrijven die een SEO doen maar waar er geen dilutie optreedt, er een positieve cumulatieve abnormale return gegenereerd wordt in de maand na de uitgifte met een gemiddelde van 6,37%. Dit is in strijd met de resultaten van onder andere Smith (1986), Loughran en Ritter (1995) en He, Wang en Wei (2014), maar sluit wel aan bij het resultaat van Larrain en Urzúa (2013). Dit is dus al een eerste indicatie van het feit dat dilutie een belangrijke rol speelt in het koersverloop van bedrijven die een SEO doen. Vervolgens voerden we dezelfde analyse uit voor de CAR's berekend via de wekelijkse koersen. Voor de algemene sample was er geen significant resultaat, maar wanneer we weer de opsplitsing maakten, vonden we opnieuw dat de uitgiftes waar geen dilutie optrad een significant (op 10% s.n.) positieve abnormale return genereerde in de maand na uitgifte van gemiddeld 6,41%.

Als eerste sensitiviteitsanalyse deden we dezelfde testen zoals hierboven beschreven, voor de CAR berekend via dagelijkse en wekelijkse koersen, maar met de bèta's bekomen via Reuters.com. Uit deze testen komen we tot dezelfde resultaten: voor de algemene sample is er geen statistisch significant resultaat. Splitsen we de sample op dan zien we voor de uitgiftes waar dilutie optreedt ook geen significant resultaat. Voor de uitgiftes zonder dilutie is er zowel voor de  $CAR^d$  als voor de  $CAR^w$  een statistisch significant resultaat. Wat betreft de  $CAR^d$  bedraagt de gemiddelde cumulatieve abnormale return in de maand na uitgifte 7,41% (significant op het 1% s.n.) en voor de  $CAR^w$  bedraagt de gemiddelde cumulatieve abnormale return 5,83% (significant op het 10% s.n.).

Een tweede sensitiviteitsanalyse wierp een blik op de situatie indien we de korte termijn definieerden als één week in plaats van één maand. Er werd op vier manieren getest:  $CAR^d$  via onze geschatte bèta aan de hand van dagelijkse returns,  $CAR^d$  via de bèta van Reuters,  $CAR^w$  via onze geschatte bèta aan de hand van wekelijkse returns en  $CAR^w$  via de bèta van Reuters. Voor de hele sample waren de resultaten niet statistisch significant. Na het opsplitsen in de twee groepen waren de resultaten wel significant, en dit voor beide groepen. Op de vier verschillende manieren werd er telkens een statistische significante negatieve cumulatieve abnormale return gevonden voor de uitgiftes met dilutie op de termijn van één week na de uitgifte. Voor de uitgiftes zonder

dilutie werd op de vier manieren telkens een statistisch significante positieve return gevonden. Dit is een tweede indicatie dat dilutie een belangrijke factor is. Tabel 7 geeft een overzicht van de gevonden resultaten, waarbij 'd' staat voor de CAR's berekend via dagelijkse koersen, 'w' voor de CAR's berekend via wekelijkse koersen en 'R.' voor de CAR's berekend op basis van de bèta's van Reuters (indien er geen R. staat werd de berekening gemaakt op basis van onze geschatte bèta's).

CAR(KT)	Observaties	Gemiddelde	95% B.I.	t-waarde	P-waarde
CAR <sup>d</sup>	31	0,02622	[-0,01226 ; +0,06498]	1,392	0,174
CAR <sup>d</sup> Dilutie	11	-0,00524	[-0,04778 ; +0,03730]	-0,275	0,789
CAR <sup>d</sup> Geen Dilutie	18	0,06374	[+0,01403 ; +0,11344]	2,706	**0,015
CAR <sup>w</sup>	31	0,02434	[-0,02874 ; +0,07742]	0,936	0,357
CAR <sup>w</sup> Dilutie	11	-0,01483	[-0,09298 ; +0,06332]	-0,423	0,681
CAR <sup>w</sup> Geen Dilutie	18	0,06414	[-0,01017 ; +0,13844]	1,821	*0,086
CAR <sup>d</sup> R.	31	0,01824	[-0,02552 ; +0,06201]	0,851	0,401
CAR <sup>d</sup> Dilutie R.	11	-0,04483	[-0,10720 ; +0,01755]	-1,601	0,140
CAR <sup>d</sup> Geen Dilutie R.	18	0,07416	[+0,02585 ; +0,12246]	3,239	***0,005
CAR <sup>w</sup> R.	31	0,01364	[-0,03512 ; +0,06240]	0,571	0,572
CAR <sup>w</sup> Dilutie R.	11	-0,03518	[-0,11571 ; +0,04534]	-0,973	0,353
CAR <sup>w</sup> Geen Dilutie R.	18	0,05832	[-0,00371 ; +0,12034]	1,984	*0,064
CAR <sup>d</sup> (1week)	31	0,00251	[-0,02301 ; +0,02803]	0,201	0,842
CAR <sup>d</sup> (1week) Dilutie	11	-0,04394	[-0,08569 ; -0,00219]	-2,345	**0,041
CAR <sup>d</sup> (1week) Geen Dilutie	18	0,03115	[-0,00023 ; +0,06252]	2,094	*0,052
CAR <sup>w</sup> (1week)	31	0,01215	[-0,02132 ; +0,04563]	0,741	0,464
CAR <sup>w</sup> (1week) Dilutie	11	-0,05557	[-0,11359 ; +0,00245]	-2,134	*0,059
CAR <sup>w</sup> (1week) Geen Dilutie	18	0,05468	[+0,01817 ; +0,09119]	3,160	***0,006
CAR <sup>d</sup> (1week) R.	31	-0,00186	[-0,02847 ; +0,02475]	-0,143	0,887
CAR <sup>d</sup> (1week) Dilutie R.	11	-0,05597	[-0,09834 ; -0,01360]	-2,944	**0,015
CAR <sup>d</sup> (1week) Geen Dilutie R.	18	0,03112	[+0,00017 ; +0,06206]	2,122	**0,049
CAR <sup>w</sup> (1week) R.	31	0,00806	[-0,02404 ; +0,04015]	0,513	0,612
CAR <sup>w</sup> (1week) Dilutie R.	11	-0,06094	[-0,11559 ; -0,00629]	-2,485	**0,032
CAR <sup>w</sup> (1week) Geen Dilutie R.	18	0,05144	[+0,01805 ; +0,08483]	3,250	*0,005

Tabel 7. Overzicht resultaten hypothese 1. \*\*\*, \*\*, \* geven significantie aan op het 1%, 5% en 10% niveau respectievelijk.

Op basis van de algemene sample kunnen we de nulhypothese van hypothese 1 dus niet verwerpen. Dit wilt zeggen dat als onze portfolio zou bestaan uit alle aandelen in dit onderzoek die aan SEO doen, er geen statistisch significant verschil is tussen de returns op een periode van 1 maand (of 1 week) van deze portfolio en de markt return na risicocorrectie. Kijken we echter naar de opgesplitste samples, dan zien we zeer duidelijk dat de uitgiftes met dilutie ondermaats presteren op de korte termijn in vergelijking met de markt, en dat de uitgiftes zonder dilutie beter

presteren op de korte termijn dan de markt, met een gemiddelde abnormale return over de acht verschillende berekeningsmethodes heen van 5,36%. In de uitwerking van hypothese 3 zal hier verder op worden ingegaan door het onderlinge verschil tussen de uitgiftes met en zonder dilutie te vergelijken. Het feit dat deze resultaten zo goed als onafhankelijk zijn van de gekozen bèta alsook van de aanschouwde periode (week of maand), wijst erop dat de gevonden resultaten robuust zijn.

We gaan nu over tot de bespreking van het testen van hypothese 2. Voor het testen van deze hypothese bestaat de sample uit 20 uitgiftes. Zoals eerder reeds werd aangehaald dienen er enkele uitgiftes van de originele sample buiten beschouwing te worden gelaten omdat er binnen een termijn van vijf jaar een tweede kapitaalverhoging was, waardoor dit zou kunnen zorgen voor een vertekend beeld wat betreft de lange termijn effecten.

Om te beginnen kijken we eerst naar de lange termijn returns berekend via de bèta die geschat is aan de hand van de dagelijkse koersen. Voor de algemene sample zien we dat er een statistisch significante positieve CAR is (5% s.n.) op de lange termijn, en deze bedraagt gemiddeld 43,88%. Op basis van deze bevinding kunnen we  $H_0$  verwerpen. We kijken echter nog even verder naar wat er gebeurt als we de sample opsplitsen in de uitgiftes met en uitgiftes zonder dilutie. Voor de uitgiftes met dilutie vinden we geen statistisch significante abnormale return. Voor de uitgiftes zonder dilutie daarentegen vinden we op het 1% significantieniveau een gemiddelde CAR van maar liefst 97,82%. Dit brengt ons tot een derde indicatie dat dilutie bij aandelenuitgiftes een zeer belangrijke rol speelt voor de returns.

We testen hypothese 2 vervolgens ook via de CAR's aan de hand van onze geschatte bèta op wekelijkse koersen en vinden dan dat voor de totale sample er geen statistisch significant effect is. Ook als we kijken naar de CAR's berekend op basis van de bèta's geschat op maandelijks koersen is er geen significant effect. Maken we echter weer de opsplitsing naar uitgiftes met dilutie en uitgiftes zonder dilutie, dan vinden we dat er voor de uitgiftes met dilutie geen significante abnormale returns zijn, maar voor de uitgiftes zonder dilutie wederom een significant positieve abnormale return is. Voor de  $CAR^{w(LT)}$  van de uitgiftes zonder dilutie bedraagt het gemiddelde 85,91% en dit is significant op het 5% significantieniveau. Voor de  $CAR^m(LT)$  bedraagt het gemiddelde 80,80% en ook dit is significant op het 5% significantieniveau.

Tot slot voeren we een sensitiviteitsanalyse uit door te werken met de bèta's bekomen via de website van Reuters. Deze bèta's vullen we in in de berekeningen van de  $CAR^d$ , de  $CAR^w$  en de  $CAR^m$ . Voor de  $CAR^d$  van de hele sample, berekend via de bèta van Reuters, is er een statistisch significante positieve abnormale return (5% s.n.) van gemiddeld 44,67%. Opgesplitst in de twee groepen is het effect voor uitgiftes met dilutie niet significant, maar voor de uitgiftes zonder dilutie wel en bedraagt de gemiddelde CAR 93,36% op het 1% significantieniveau. De  $CAR^w$  en  $CAR^m$  berekend via de bèta's van Reuters leiden tot dezelfde resultaten als deze beschreven in de bovenstaande alinea. Algemeen is er geen significante abnormale return, opgesplitst is er ook geen significante abnormale return voor de uitgiftes met dilutie, maar er is wel een significante positieve abnormale return voor de uitgiftes zonder dilutie. Voor de  $CAR^w$  bedraagt het gemiddelde 87,63% (op het 1% s.n.) en voor de  $CAR^m$  bedraagt het gemiddelde 83,58% (op het 1% s.n.). Tabel 8 geeft een overzicht van onze bevindingen omtrent hypothese 2.

CAR(LT)	Observaties	Gemiddelde	95% B.I.	t-waarde	P-waarde
CAR <sup>d</sup>	20	0,43882	[+0,00531 ; +0,87232]	2,119	**0,048
CAR <sup>d</sup> Dilutie	8	-0,09654	[-0,62785 ; +0,43477]	-0,430	0,680
CAR <sup>d</sup> Geen Dilutie	10	0,97821	[+0,32395 ; +1,63247]	3,382	***0,008
CAR <sup>w</sup>	20	0,27250	[-0,19881 ; +0,74381]	1,210	0,241
CAR <sup>w</sup> Dilutie	8	-0,39448	[-1,01203 ; +0,22306]	-1,510	0,175
CAR <sup>w</sup> Geen Dilutie	10	0,85915	[+0,17656 ; +1,54144]	2,849	**0,019
CAR <sup>m</sup>	20	0,26242	[-0,20845 ; +0,73328]	1,166	0,258
CAR <sup>m</sup> Dilutie	8	-0,42576	[-1,16808 ; +0,31656]	-1,356	0,217
CAR <sup>m</sup> Geen Dilutie	10	0,80803	[+0,18845 ; +1,42761]	2,950	**0,016
CAR <sup>d</sup> R.	20	0,44672	[+0,05610 ; +0,83734]	2,394	**0,027
CAR <sup>d</sup> Dilutie R.	8	-0,06563	[-0,50108 ; +0,36983]	-0,356	0,732
CAR <sup>d</sup> Geen Dilutie R.	10	0,93363	[+0,32252 ; +1,54474]	3,456	***0,007
CAR <sup>w</sup> R.	20	0,34360	[-0,07954 ; +0,76674]	1,700	0,106
CAR <sup>w</sup> Dilutie R.	8	-0,26690	[-0,81917 ; +0,28538]	-1,143	0,291
CAR <sup>w</sup> Geen Dilutie R.	10	0,87629	[+0,26584 ; +1,48674]	3,247	***0,010
CAR <sup>m</sup> R.	20	0,29635	[-0,14167 ; +0,73438]	1,416	0,173
CAR <sup>m</sup> Dilutie R.	8	-0,35433	[-1,02045 ; +0,31180]	-1,258	0,249
CAR <sup>m</sup> Geen Dilutie R.	10	0,83580	[+0,25828 ; +1,41332]	3,274	***0,010

Tabel 8. Overzicht resultaten hypothese 2. \*\*\*, \*\*, \* geven significantie aan op het 1%, 5% en 10% niveau respectievelijk.

Op basis van de bovenstaande tabel kunnen we de nulhypothese van hypothese 2 dus enkel verwerpen indien we kijken naar de CAR's berekend via dagelijkse koersen. Aangezien vier van de zes methodes geen significante resultaten vertonen voor de hele sample, gaan we er vanuit dat er geen significant verschil is tussen de CAR op lange termijn van ondernemingen die een SEO doen en de marktindex. Wel mogen we stellen dat de uitgiftes waar er geen dilutie optreedt, significante positieve cumulatieve abnormale returns genereren op de lange termijn in vergelijking met de marktindex. De gemiddelde return voor uitgiftes zonder dilutie, over de zes verschillende berekeningsmethodes heen, bedraagt 88,185%.

Bij het testen van hypothese 3 bestaat de sample uit 29 ondernemingen. Hiervan zijn er 18 uitgiftes zonder dilutie en 11 uitgiftes met substantiële dilutie. We testen deze hypothese aan de hand van een independent samples t-test. We testen hierbij of het verschil tussen de gemiddelde cumulatieve abnormale return van de uitgiftes met dilutie en de gemiddelde cumulatieve abnormale return van de uitgiftes zonder dilutie, significant verschillend is van 0, waarbij we verwachten dat de CAR's van uitgiftes met dilutie lager zijn dan de CAR's van uitgiftes zonder dilutie. Tabel 9 toont de bevindingen omtrent het testen van hypothese 3. Per variabele zijn er telkens twee rijen gegeven. Afhankelijk van de Levene's test-statistiek wordt er één van de twee rijen gekozen. De Levene's test toets of de variantie van de twee groepen gelijkend is. Het vertelt

ons met andere woorden of de vorm van de verdeling van de ene groep gelijk is aan de vorm van de verdeling van de andere groep. De hypothesen voor de Levene's test zijn als volgt:

$H_0$ : de varianties zijn niet significant verschillend en dus gelijk. ("Eq. Var.")

$H_a$ : de varianties zijn wel significant verschillend en dus niet gelijk. ("No Eq. Var.")

Als de waarde van de Levene's statistiek kleiner is dan 0,05 (we kijken op het 5% significantieniveau voor deze test), dan wordt  $H_0$  verworpen, zijn de varianties niet gelijk en zullen we kijken in de tweede rij voor deze variabele. Is de statistiek echter groter dan 0,05 dan zijn de varianties wel gelijk en kijken we naar de eerste rij voor de variabele. De rijen die uiteindelijk worden gebruikt na de Levene's test te bekijken, zijn in het zwart gedrukt.

CAR(KT)	Levene's test	Variantie	Gemiddeld verschil	95% B.I.	t-waarde	P-waarde
CAR <sup>d</sup>	0,049	Eq. Var.	-0,06898	[-0,13821 ; +0,00026]	-2,044	0,051
		No Eq. Var.	-0,06898	[-0,13120 ; -0,00675]	-2,275	**0,031
CAR <sup>w</sup>	0,290	Eq. Var.	-0,07896	[-0,18740 ; +0,02947]	-1,494	0,147
		No Eq. Var.	-0,07896	[-0,18128 ; +0,02335]	-1,589	0,125
CAR <sup>d</sup> R.	0,650	Eq. Var.	-0,11898	[-0,19403 ; -0,04393]	-3,253	***0,003
		No Eq. Var.	-0,11898	[-0,19397 ; -0,04399]	-3,290	0,003
CAR <sup>w</sup> R.	0,611	Eq. Var.	-0,09350	[-0,19004 ; +0,00304]	-1,987	*0,057
		No Eq. Var.	-0,09350	[-0,01901 ; +0,00313]	-2,007	0,057
CAR <sup>d</sup> (1week)	0,452	Eq. Var.	-0,07509	[-0,12436 ; -0,02582]	-3,127	***0,004
		No Eq. Var.	-0,07509	[-0,12476 ; -0,02541]	-3,139	0,005
CAR <sup>w</sup> (1week)	0,643	Eq. Var.	-0,11025	[-0,01719 ; -0,04863]	-3,671	***0,001
		No Eq. Var.	-0,11025	[-0,17577 ; -0,04472]	-3,526	0,002
CAR <sup>d</sup> (1week) R.	0,540	Eq. Var.	-0,08709	[-0,13620 ; -0,03798]	-3,639	***0,001
		No Eq. Var.	-0,08709	[-0,13702 ; -0,03716]	-3,627	0,002
CAR <sup>w</sup> (1week) R.	0,684	Eq. Var.	-0,11238	[-0,16949 ; -0,05527]	-4,038	***0,000
		No Eq. Var.	-0,11238	[-0,17366 ; -0,05111]	-3,850	0,001

Tabel 9. Overzicht resultaten hypothese 3. \*\*\*, \*\*, \* geven significantie aan op het 1%, 5% en 10% niveau respectievelijk.



Behalve voor de CAR's berekend via de bèta's geschat aan de hand van wekelijkse koersen, kan er voor elke variabele een negatief significant verschil worden waargenomen. Hierdoor mogen we dus stellen dat de nulhypothese van hypothese 3 verworpen kan worden. Dit wijst ons er op dat de gemiddelde CAR van uitgiftes met dilutie significant lager ligt dan de gemiddelde CAR van uitgiftes zonder dilutie. Het gemiddelde verschil varieert, afhankelijk van de gekozen variabele, van -6,898% tot -11,898% voor de periode van 1 maand na de uitgifte en van -7,509% tot -11,238% voor de periode van 1 week na de uitgifte. Hieruit kunnen we concluderen dat het voor investeerders beter is om te investeren op korte termijn in SEO's waar geen dilutie optreedt dan in SEO's waar wel substantiële dilutie optreedt.

Tot slot testen we hypothese 4. Ook deze hypothese wordt getest via een independent samples t-test. De sample bestaat uit 18 uitgiftes, waarvan er 8 uitgiftes zijn met substantiële dilutie en 10 uitgiftes zonder substantiële dilutie. Wederom zullen we de Levene's statistiek gebruiken om te bepalen of we moeten kijken naar de rij waarbij er vanuit gegaan wordt dat de varianties gelijk zijn of naar de rij waar er niet vanuit gegaan wordt dat de varianties gelijk zijn.

CAR(LT)	Levene's test	Variantie	Gemiddeld verschil	95% B.I.	t-waarde	P-waarde
CAR <sup>d</sup>	0,509	Eq. Var.	-1,07475	[-1,88372 ; -0,26578]	-2,816	**0,012
		No Eq. Var.	-1,07475	[-1,85211 ; -0,29739]	-2,935	0,010
CAR <sup>w</sup>	0,908	Eq. Var.	-1,25363	[-2,12472 ; -0,38255]	-3,051	***0,008
		No Eq. Var.	-1,25363	[-2,09943 ; -0,40784]	-3,142	0,006
CAR <sup>m</sup>	0,666	Eq. Var.	-1,23379	[-2,11438 ; -0,35320]	-2,970	***0,009
		No Eq. Var.	-1,23379	[-2,12195 ; -0,34563]	-2,961	0,010
CAR <sup>d</sup> R.	0,239	Eq. Var.	-0,99926	[-1,73076 ; -0,26775]	-2,896	**0,011
		No Eq. Var.	-0,99926	[-1,69567 ; -0,30284]	-3,056	0,008
CAR <sup>w</sup> R.	0,735	Eq. Var.	-1,14319	[-1,92244 ; -0,36393]	-3,110	***0,007
		No Eq. Var.	-1,14319	[-1,89978 ; -0,38659]	-3,203	0,006
CAR <sup>m</sup> R.	0,879	Eq. Var.	-1,19013	[-1,99732 ; -0,38294]	-3,126	***0,007
		No Eq. Var.	-1,19013	[-1,99939 ; -0,38086]	-3,130	0,007

Tabel 10. Overzicht resultaten hypothese 4. \*\*\*, \*\*, \* geven significantie aan op het 1%, 5% en 10% niveau respectievelijk.

Tabel 10 toont ons dat er voor iedere variabele een statistisch significant negatief verschil is tussen de CAR's van uitgiftes met dilutie en de CAR's van uitgiftes zonder dilutie. Voor de CAR's berekend via onze geschatte bèta's liggen de gemiddeldes iets hoger dan voor de CAR's berekend via de bèta's van Reuters.com. Echter sluiten de waardes heel goed bij elkaar aan, wat toont dat de bevinding robuust zijn, ongeacht de methode van de CAR-berekening. We zien voorts dat er een negatief verschil is van -99,926% tot wel -125,363%. Dit vertelt ons dat investeerders die willen investeren voor de lange termijn beter kunnen meegaan in een kapitaalverhoging waar er geen dilutie van de meerderheidsaandeelhouder optreedt dan in een kapitaalverhoging waar er wel verwatering is van het belang van de meerderheidsaandeelhouder.



## **7. Conclusie**

Na de analyse van de resultaten van de vier hypotheses zijn we nu aangekomen aan de conclusies van dit werk. Er zal om te beginnen een antwoord worden geformuleerd op de verschillende deelvragen, waarbij er voor deelvragen 1 en 4 een antwoord vanuit de bestaande literatuur zal worden gevormd. Voor deelvragen 2 en 3 wordt er een antwoord gevormd vanuit de empirische studie, dat gelinkt zal worden aan de bestaande literatuur. Na het beantwoorden van de deelvragen zal er een antwoord geformuleerd worden op de centrale onderzoeksvraag.

Bedrijven geven voornamelijk nieuwe aandelen uit om één van de drie volgende redenen: vers kapitaal bekomen om investeringsprojecten te doen, risico verminderen door de hefboom te verlagen oftewel herkapitalisering en om voordeel te halen uit (te) hoge aandelenprijzen, ook omschreven als algemene bedrijfsdoeleinden (Walker & Yost, 2008). Wanneer er aandelen worden uitgegeven met het motief om nieuwe investeringsprojecten aan te gaan, zal er meestal geïnvesteerd worden in vaste activa en onderzoek en ontwikkeling. De markt reageert vooral op de vermelde investeringsmotieven van de onderneming en niet zozeer op het werkelijke gebruik van de verkregen middelen. Echter hoort er wel afstemming te zijn tussen wat de onderneming opgeeft als investeringsmogelijkheden en de werkelijke uitvoering (Walker & Yost, 2008). Door goede corporate governance zal er worden toegezien dat het bedrijf handelt volgens wat het vermeld had bij de kapitaalverhoging. Dit zorgt er dan voor dat investeerders zich minder zorgen moeten maken dat er geld wordt verspild (Kim & Purnanandam, 2013). Silva en Bilinski (2015) tonen dat uitgiftes met het motief van investeringen, waarbij er duidelijk gecommuniceerd wordt over het gebruik van de nieuwe middelen, een positief signaal geven aan de markt. Er is echter geen consensus in de literatuur of de korte termijn returns nu positief zijn of negatief. Wel is er op lange termijn meestal een positieve return voor deze uitgiftes, maar deze effecten zijn afhankelijk van land tot land.

Kijken we dan naar uitgiftes met als reden herkapitalisering, dan blijkt dat de uitgiftes met dit motief het minst goed scoren wat betreft returns. Deze uitgiftes geven een negatief signaal aan de markt en zullen gekenmerkt worden door een negatief aankondigingseffect. Op lange termijn is er zelfs een negatieve abnormale return van meer dan 45% (Silva & Bilinski, 2015).

Verder bekijken we de uitgiftes met als motief algemene bedrijfsdoeleinden. Deze uitgiftes worden, net zoals de uitgiftes met herkapitaliserings motieven, gekenmerkt door een negatief signaal naar de markt toe en door negatieve aankondigingseffecten. Ook op de lange termijn presteren de ondernemingen met deze uitgiftes ondermaats. Dit heeft vooral te maken met asymmetrische informatie, waarbij de insiders van de onderneming meer en betere informatie ter beschikking hebben dan de investeerders. De insiders zijn dus in staat om de uitgifte te 'timen', door de aandelenuitgifte net op dat moment te doen wanneer de marktprijs hoger is dan de werkelijke waarde van de aandelen. De markt zal hierop reageren en bijgevolg zal er een negatieve koersreactie zijn op het moment van de uitgifte (Silva en Bilinski, 2015). Uit de literatuur blijkt eveneens dat hoe groter de asymmetrie in informatie is, hoe groter de negatieve koersreactie zal zijn (Dierkens, 1991).

Tot slot werd er in de literatuur nog een bijkomende reden aangehaald voor het uitgeven van aandelen. In zogenaamde 'Employee Stock Options' worden er ook nieuwe aandelen gecreëerd. Werknemers krijgen aandelenopties die zij later kunnen uitoefenen, wat dient als motievariatiemechanisme zodat zij zich blijven inzetten voor de onderneming. Daarom wordt dit soort van aandelenuitgifte gekenmerkt door een positief signaal naar de markt toe en door positieve abnormale returns (Kedia & Mozumdar, 2002).

Deelvraag 2 heeft betrekking op het korte termijn en lange termijn koersverloop van SEO's. In de literatuur komt het volgend algemeen koersverloop naar voren: er zal eerst een koersstijging waargenomen kunnen worden voor de aankondiging van de SEO. Op het moment van de aankondiging zal veelal duidelijk worden dat er een overwaardering van de aandelenkoers is, en bijgevolg zal deze dalen. Verschillende onderzoeken komen tot een gemiddelde daling van de koersen met zo een 3% (Smith, 1986; Loughran & Ritter, 1995). Voor de effectieve uitgifte zal er een nieuwe stijging waargenomen kunnen worden. Men verklaart dit door enerzijds 'earnings management', waarbij de onderneming de aandelenkoers kunstmatig omhoog drijft door hun opbrengsten- en kostenstructuur aan te passen waardoor de resultaten beter lijken. Anderzijds verklaart men dit door over-optimisme bij de investeerders, waarbij de investeerders te positief zijn en te hoge verwachtingen hebben van de toekomstperspectieven van de onderneming (Farinós, García, & Ibáñez, 2007). Wederom speelt informatie asymmetrie een belangrijke rol. Hoe groter de informatie asymmetrie, hoe groter de correctie op het moment van uitgifte. De overwaardering zal op het moment van uitgifte geleidelijk aan duidelijk worden voor de investeerders, die hun verwachtingen zullen bijstellen waardoor er een koersdaling zal optreden. Dit trekt ook door op de lange termijn, waardoor er zich een algemeen dalende trend zal voordoen. Tal van studies komen tot de conclusie dat er een negatieve abnormale return gegenereerd wordt bij SEO's. Opmerkelijk is wel dat op de zeer lange termijn (10 jaar of meer), er een ommekeer plaatsvindt, en dat bedrijven die een SEO gedaan hebben op de zeer lange termijn beter presteren dan bedrijven die geen SEO hebben uitgevoerd (Allen & Soucik, 2008). Dit wijst erop dat de tijdshorizon een belangrijke rol speelt in de returns van SEO's. Dit valt buiten het onderzoeksdomein van deze thesis, maar vormt een goede basis voor verder onderzoek. Daarnaast zijn de returns ook afhankelijk van de opgegeven reden van de uitgifte zoals blijkt uit deelvraag 1 en van het land waarin de studie plaatsvindt.

Dit 'algemene' beeld dat naar voren komt uit de literatuur houdt echter geen rekening met dilutie effecten. Nemen we deze effecten mee in rekening, dan zien we dat het koersverloop een functie is van dilutie. In onze empirische studie tonen we aan dat uitgiftes waarbij er dilutie optreedt, negatieve abnormale returns genereren, zowel op de korte termijn als op de lange termijn. Echter zijn deze effecten op de lange termijn niet significant. Voor de uitgiftes zonder dilutie vinden we wel significante positieve resultaten voor de korte en lange termijn. Zo vinden we een positieve abnormale return op de korte termijn van uitgiftes zonder dilutie van gemiddeld 5,36% en een positieve abnormale return op de lange termijn van gemiddeld 88,185%. Dilutie speelt dus een belangrijke rol bij de returns van SEO's.

Voorkeurrechten stellen de bestaande aandeelhouders van een onderneming in staat om bij een kapitaalverhoging hun procentueel deel van de onderneming te behouden. Hierdoor behouden zij hun economische rechten alsook hun stemrechten. Binnen deelvraag 3 onderzoeken we wat het effect is van voorkeurrechten op de koers van het aandeel.

In België heeft iedere bestaande aandeelhouder automatisch voorkeurrechten, naar evenredigheid met zijn of haar aandeel in de onderneming. Investeerders willen vooral weten in welke mate deze rechten worden uitgeoefend of worden verkocht. Dit toont of de bestaande aandeelhouders zelf nog geloven in de toekomst van de onderneming. De uitoefening of verkoop van de voorkeurrechten is een indicator voor dilutie. Worden de rechten uitgeoefend, dan treedt er geen dilutie op en geeft dit meestal een positief signaal aan de markt, omdat men dit ziet als een indicatie dat de bestaande aandeelhouders nog altijd geloven in de onderneming. Uit het literatuuronderzoek blijkt dat er veel minder kans is op een prijsdaling na de uitgifte van nieuwe aandelen indien de meerderheidsaandeelhouders hun rechten uitoefenen. Worden de rechten echter verkocht, dan zal er substantiële dilutie optreden. Zo tonen Larrain en Urzúa (2013) aan in hun onderzoek dat wanneer de meerderheidsaandeelhouders hun aandeel in de onderneming laten verwateren met meer dan 5% (en er dus substantiële dilutie optreedt), dit gepaard gaat met significant lagere returns dan wanneer zij hun aandeel in de onderneming behouden door hun rechten uit te oefenen en aandelen bij aan te kopen. Echter zijn er enkele studies die tot tegenstrijdige bevindingen komen. Zo verklaren Pastor-Llorca en Martín-Ugedo (2004) dat de uitoefening van voorkeurrechten in Spanje net een negatief signaal geeft, omdat deze enkel uitgeoefend zullen worden indien de inschrijvingsprijs lager is dan de marktprijs, zodat er persoonlijk voordeel kan worden bekomen door de rechten uit te oefenen. Er is geen consensus over het signaal dat voorkeurrechten geven. Wel mogen we stellen dat het signaal afhankelijk is van land tot land en van het marktsentiment.

In het empirisch onderzoek werd vervolgens gekeken naar Belgische SEO's en de effecten van dilutie op de aandelenkoersen. Via het testen van hypothese 3 en 4 kwamen we tot de bevindingen dat zowel op de korte termijn als op de lange termijn, het verschil tussen de abnormale rendementen van uitgiftes met dilutie en deze van uitgiftes zonder dilutie significant negatief was. Op de korte termijn bedraagt het verschil gemiddeld -9.315% en op lange termijn bedraagt het verschil gemiddeld -114,913%. Dit vertelt ons dat uitgiftes met dilutie sterk ondermaats presteren in vergelijking met uitgiftes zonder dilutie.

Binnen de laatste deelvraag werd er gekeken naar de effecten van lock-ups in de literatuur. Lock-ups zorgen ervoor dat insiders hun aandelen voor een bepaalde periode na de uitgifte niet kunnen verkopen. Uit de literatuuranalyse blijkt dat lock-ups een positief signaal geven aan de markt, zowel op het moment van de SEO aankondiging als op het moment van de SEO uitgifte en dat bedrijven die een uitgifte doen met een lock-up voorziening, een significant hogere return hebben op de korte termijn dan uitgiftes zonder lock-up voorziening (Cline, Fu, & Tang, 2015). Hoe langer de lock-up, hoe positiever de markt dit zal onthalen (Courteau, 1995). Door de lock-up moeten investeerders zich minder zorgen maken over asymmetrische informatie. Bijgevolg zal er meer interesse zijn in de uitgifte. Daarnaast biedt het de zekerheid dat de managers die aandelen bezitten, zich ook zullen blijven inzetten in het belang van de onderneming (Field & Hanka, 2001). De gangbare lock-up termijn voor SEO's bedraagt 90 dagen (Karpoff, Lee, & Masulis, 2013), maar

is afhankelijk van land tot land en van iedere onderneming tot onderneming. Wanneer de lock-up eindigt, al dan niet vroegtijdig, kan dit zowel positieve als negatieve effecten hebben. Hier is men in de literatuur niet eensgezind over. Wel is er consensus over de duur van de effecten van lock-ups. Zo vindt men dat de effecten, enkel van korte duur zijn, en dat op de lange termijn deze effecten niet van invloed zijn op de aandelenkoers.

Na het beantwoorden van de vier deelvragen zijn we aangekomen bij de centrale onderzoeksvraag. Deze luidde als volgt:

*"Hoe beïnvloeden wijzigingen in de meerderheidsaandeelhoudersstructuur bij een kapitaalverhoging door openbare uitgifte van aandelen de koers van het aandeel?"*

Tijdens de literatuurstudie en de empirische studie hebben we genoeg inzichten verworven om hier een bindend antwoord op te formuleren. Allereerst werd duidelijk dat veel studies geen rekening hielden met dilutie-effecten. Het algemene koersverloop dat naar vorkwam zoals in figuur 1 op pagina 21 is dan ook niet aangepast voor dilutie-effecten. Naar analogie met het werk van Larrain en Urzúa (2013), hebben we onderzocht wat de invloed is van dilutie.

Voorkeurrechten en lock-ups zorgen ervoor dat de markt de uitgifte als positiever aanschouwt. Lock-ups geven het signaal dat de meerderheidsaandeelhouders hun aandelen niet van de hand proberen te doen naar aanleiding van het feit dat de werkelijke waarde van het aandeel kleiner is dan de marktwaarde. Voorkeurrechten zorgen er dan weer voor dat de bestaande aandeelhouders hun belang in de onderneming kunnen behouden. Wanneer er een kapitaalverhoging is, is het heel belangrijk dat de meerderheidsaandeelhouder toont dat hij nog steeds gelooft in de onderneming en de toekomstperspectieven. Het uitoefenen van zijn of haar voorkeurrechten zorgt er voor dat er aandelen bijgekocht kunnen worden pro rata het bestaande belang. Op deze manier zal er een duidelijk positief signaal aan de markt gegeven worden.

Uit de empirische studie blijkt vervolgens dat uitgiftes waar substantiële dilutie optreedt, significant minder goed presteren dan uitgiftes waar geen dilutie optreedt. Zowel wanneer we de uitgiftes met dilutie en zonder dilutie vergelijken met de marktindex alsook wanneer we de uitgiftes met dilutie en zonder dilutie onderling vergelijken, komen we tot deze bevinding. Voorts toont het empirische onderzoek ons dat wanneer de meerderheidsaandeelhouder bij een SEO zijn belang in de onderneming laat dalen, dit zal leiden tot significante negatieve abnormale returns. Wanneer hij bij de SEO zijn belang in de onderneming behoudt door aandelen bij te kopen, zal dit leiden tot significant positieve abnormale returns. Hieruit mogen we dus concluderen dat dilutie een bepalende factor is voor de returns van SEO's.

Als opmerking geven wij hier nog graag mee dat men in een verder onderzoek zou kunnen bestuderen of er een positief effect is indien de meerderheidsaandeelhouder zijn positie versterkt met een bepaald percentage. Dit zou bijkomende inzichten kunnen bieden over de positiewijziging van de meerderheidsaandeelhouder en het effect op de aandelenkoers.

## **Referentielijst**

- Accentis. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.accentis.com>.
- Accentis. (z.d.). *Persberichten*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.accentis.com>.
- Accentis. (z.d.). *Verslag van de commissaris*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.accentis.com/sites/default/files/files/Verslag%20582%20signed.pdf>.
- Aedifica. (z.d.). *Persberichten*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.aedifica.be/>.
- Allen, D.E., & Soucik, V. (2008). Long-run underperformance of seasoned equity offerings: Fact or an illusion? *Mathematics and Computers in Simulation, Vol. 78* (2,3), 146-154.
- Altinkiliç, O., & Hansen, R.S. (2003). Discounting and underpricing in seasoned equity offers. *Journal of Financial Economics, Vol. 69* (2), 285-323.
- Ascencio. (z.d.). *Gereguleerde Informatie*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via [http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief\\_pers/ascencio/Ascencio%20CVA%20-%20Definitieve%20resultaten%20van%20de%20kapitaalverhoging%20\(26.3.2014\).pdf](http://www.vfb.be/vfb/Media/Default/archief_pers/ascencio/Ascencio%20CVA%20-%20Definitieve%20resultaten%20van%20de%20kapitaalverhoging%20(26.3.2014).pdf).
- Ascencio. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 9 mei, 2016, via <http://www.ascencio.be/publications-nl/?lang=nl>.
- Atenor. (z.d.). *Jaarverslag 1999-2000*. Geraadpleegd op 5 en 9 mei 2016, via <http://www.atenor.be/nl/>.
- Autore, D.M., Bray, D.E., & Peterson, D.R. (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. *Journal of Corporate Finance, Vol. 15* (3), 358-367.
- Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. (z.d.). *Opzoeken van een prospectus*. Geraadpleegd op 2 mei 2016, via <http://www.fsma.be/nl/Supervision/fm/oa/ug/ProspectusEmsSearch.aspx>.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance, Vol. 57* (1), 1-32.
- Befimmo. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 9 mei, 2016, via <http://www.befimmo.be>.
- Bel-First. (z.d.). *Bedrijfsinformatie België*. Geraadpleegd op 5, 6, 7 en 8 mei, 2016, via <https://belfirst.bvdinfo.com>.
- Bessler, W., Drobotz, W., Seim, M., & Zimmermann, J. (2016). Equity Issues and Stock Repurchases of Initial Public Offerings. *European Financial Management, Vol. 22* (1), 31-62.
- Bilinski, P., & Strong, N. (2013). Managers' Private Information, Investor Underreaction and Long-Run SEO Performance. *European Financial Management, Vol. 19* (5), 956-990.
- Bishop, M. (2004). *Essential Economics*. London: Profile Books Ltd.
- Bolognesi, E., & Gallo, A. (2013). The ex-date effect of rights issues: evidence from the Italian stock market. *Applied Financial Economics, Vol. 23* (2), 149-164.



- Booth, L., & Chang, B. (2011). Information Assymetry, Dividend Status, And SEO Announcement-Day Returns. *The Journal of Financial Research*, Vol. 34 (1), 155-177.
- Bradford, W.D. (1987). The Issue Decision of Manager-Owners under Information Asymmetry. *The Journal Of Finance*, Vol. 42 (5), 1245-1260.
- Bradley, D.J., Jordan, B.D., Roten, I.C., & Yi, H.C. (2001). Venture capital and IPO lockup expiration: An empirical analysis. *Journal of Financial Research*, Vol. 24 (4), 465-493.
- Brau, J.C., Lambson, V.E., & McQueen, G. (2005). Lockups Revisited. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 (3), 519-530.
- Brav, A., Geczy, C., & Gompers, P. (2000). Is the abnormal return following equity issuances anomalous? *Journal of Financial Economics*, Vol. 56 (2), 209-249.
- Brav, A., & Gompers, P.A. (2003). The Role of Lockups in Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, Vol. 16 (1), 1-29.
- Brous, P.A., & Kini, O. (1994). The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts. *The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 23 (1), 33-46.
- Brown, P.R., Lee, M., Owen, S.A., & Walter, T.S. (2009). Corporate Governance and the Long-Run Performance of Firms Issuing Seasoned Equity: An Australian Study. *22<sup>nd</sup> Australasian Finance and Banking Conference 2009*, 1-42.
- Cai, J., & Loughran, T. (1998). The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, 395-425.
- Carpentier, C., L'Her, J., & Suret, J. (2012). Seasoned equity offerings by small and medium-sized Enterprises. *Small Business Economics*, Vol. 38 (4), 449-465.
- Chan, A.W., & Tan, Z. (2015). Employee Stock Options in China: Impacts on Employees' Psychological Ownership and Job Behaviours. *International Journal of Employment Studies*, Vol. 23 (2), 38-56.
- Chemmanur, T.J., & Jiao, Y. (2011). Institutional Trading, Information Production, and the SEO Discount: A Model of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 20 (1), 299-338.
- Cline, B.N., Fu, X., & Tang, T. (2015). Do investors value SEO lockup agreements? *Journal of Business Research*, Vol. 68 (2), 314-321.
- Cline, B.N., Fu, X., Tang, T., & Wiley, J.A. (2012). What determines SEO offer-day returns? *The Journal of Financial Research*, Vol. 35 (4), 497-519.
- Courteau, L. (1995). Under-Diversification and Retention Commitments in IPOs. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 30 (4), 487-517.
- Dasilas, A., & Leventis, S. (2013). Corporate Governance, Dividend Status, Ownership Structure, and the Performance of Greek Seasoned Equity Offerings. *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 20 (3), 387-419.
- De Tijd. (z.d.). *Markten Live*. Geraadpleegd op 6 mei 2016, via [http://www.tijd.be/markten\\_live](http://www.tijd.be/markten_live).

- Deceuninck. (z.d.). *Gecoördineerde tekst van de statuten*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.deceuninck.com/downloads/corporate-governance/GECOORDINEERDE-TEKST-VAN-DE-STATUTEN-240914.pdf>.
- Dhatt, M.S., Kim, Y.H., & Mukherji, S. (1996). Seasoned equity issues: The Korean experience. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 4, 31-43.
- Dierkens, N. (1991). Information asymmetry and equity issues. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 26 (2), 181-199.
- Donelli, M., Larrain, B., & Urzúa, F.I. (2013). Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48 (2), 579-609.
- Eckbo, E., Masulis, R., & Norli, O. (2000). Seasoned public offerings: resolution of the 'new issues puzzle'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 56 (2), 251-291.
- Euronext. (z.d.). *Equities Directory*. Geraadpleegd op 7 april 2016, via <https://www.euronext.com/nl/equities-directory>.
- Exmar. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 9 mei, 2016, via <http://www.exmar.be/nl/investors/reports-and-downloads/financial-reports>.
- Fama, E.F., & French, K.R. (2008). Dissecting Anomalies. *The Journal of Finance*, Vol. 63 (4), 1653-1678.
- Farinós, J.E., García, C.J., & Ibáñez, A.M. (2007). Is the long-run underperformance of seasoned equity issues irrational? Evidence from Spain. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 16 (2), 183-199.
- Field, L.C., & Hanka, G. (2001). The Expiration of IPO Share Lockups. *The Journal of Finance*, Vol. 56 (2), 471-500.
- Finnerty, J.E. (1975). Corporate stock issue and repurchase. *Financial management*, Vol. 4 (3), 62-66.
- Ganor, M. (2011). The Power to Issue Stock. *Wake Forest Law Review*, Vol. 46 (4), 701-743.
- Garfinkle, N., Malkiel, B.G., & Bontas, C. (2002). Effect of underpricing and Lock-up provisions in IPOs. *The journal of portfolio management*, Vol. 28 (3), 50-58.
- Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance*. Harlow: Pearson.
- Goergen, M., Renneboog, L., & Khurshed, A. (2006). Explaining the diversity in shareholder lockup agreements. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 15 (2), 254-280.
- Gombola, M., Lee, H.W., & Liu, F. (1997). Evidence of Selling by Managers After Seasoned Equity Offering Announcements. *Financial Management*, Vol. 26 (3), 37-53.
- Hamon. (z.d.). *Verslag*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via [http://www.hamon.com/medias/upload/files/14HAMON%20NL%2008-12\\_indd.pdf](http://www.hamon.com/medias/upload/files/14HAMON%20NL%2008-12_indd.pdf).
- Harper, J.T., Johnston, J., & Madura, J. (2004). Follow-on offerings. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (1), 251-264.

- He, Y., Wang, J., & Wei, K.C.J. (2014). A comprehensive study of liquidity before and after SEOs and SEO underpricing. *Journal of Financial markets*, Vol. 20, 61-78.
- Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2006). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 (2), 296-320.
- Ion Beam Applications. (z.d.). *Jaarverslag 2000*. Geraadpleegd op 6 mei, 2016, via [http://iba-protontherapy.com/sites/default/files/finances/IBA\\_rapport\\_2000\\_NL.pdf](http://iba-protontherapy.com/sites/default/files/finances/IBA_rapport_2000_NL.pdf).
- Jeanneret, P. (2005). Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms. *European Financial Management*, Vol. 11 (1), 99-122.
- Kang, J.K., & Stulz, R.M. (1996). How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new equity issues. *Review of Financial Studies*, Vol. 9 (1), 109-139.
- Karpoff, J.M., Lee, G., & Masulis, R.W. (2013). Contracting under asymmetric information: Evidence from lockup agreements in seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 110 (3), 607-626.
- Keasler, T.R. (2001). The Underwriter's Early Lock-up Release: Empirical Evidence. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 25 (2), 214-228.
- Kedia, S., & Mozumdar, A. (2002). Performance Impact of Employee Stock Options. *Social Science Research Network*, 1-37.
- Kim, E.H., & Purnanandam, A. (2013). Seasoned Equity Offerings, Corporate Governance, and Investments. *Review of Finance*, Vol. 18 (3), 1023-1057.
- KU Leuven. (z.d.). *Bibliotheek Economie en Bedrijfswetenschappen: Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 7 mei, 2016, via <http://bib.kuleuven.be/ebib/jaarverslagen>.
- Larrain, B., & Urzúa, F.I (2013). Controlling shareholders and market timing in share issuance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 (3), 661-681.
- Lease, R.C., Masulis, R.W., & Page, J.R. (1991). An Investigation of Market Microstructure Impacts on Event Study Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 46 (4), 1523-1536.
- Lee, I. (1997). Do Firms Knowingly Sell Overvalued Equity?. *The Journal of Finance*, Vol. 52 (4), 1439-1466.
- Leland, H.E., & Pyle, D.H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 32 (2), 371-387.
- Levis, M. (1995). Seasoned equity offerings and the short- and long-run performance of initial public offerings in the UK. *European Financial Management*, Vol. 1 (2), 125-146.
- Lin, J., & Wu, Y. (2013). SEO timing and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 19, 95-118.
- Loughran, T., & Ritter, J.R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 50 (1), 23-51.
- Lucas, D.J., & McDonald, R.L. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *The Journal of Finance*, Vol. 45 (4), 1019-1043.

- Majewska, A. (2015). The formula of exercise price in employee stock options – testing of the proposed approach. *Research Papers of the Wrocław University of Economics*, (381), 211-221.
- Mathew, P.G. (2002). Long-horizon seasoned equity offerings performance in Pacific Rim markets. *Review of Financial Economics*, Vol. 11 (4), 317-333.
- Mercken, R., & Siau, C. (2012). *Voortgezette Accounting: Boekhouding en financiële rapportering Boek 2*. Apeldoorn: Garant.
- Mitchell, M., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*, Vol. 73 (3), 287–329.
- Montea. (z.d.). *Gereguleerde Informatie*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via [http://www.montea.com/sites/montea/files/docs/news/20140619\\_aankondiging\\_definitieve\\_resultaten\\_nl.pdf](http://www.montea.com/sites/montea/files/docs/news/20140619_aankondiging_definitieve_resultaten_nl.pdf).
- Nationale Bank van België. (z.d.). *Statistieken*. Geraadpleegd op 2 mei 2016, via <https://www.nbb.be/nl/statistieken?l=nl&tab=Figures>.
- Ofek, E., & Richardson, M. (2000). The IPO lockup period: Implications for market efficiency and downward sloping demand curves. *Social Science Research Network*, 1-28.
- Paskelian, O.G., & Bell, S. (2010). The market and operating performance of Chinese seasoned equity offerings. *Applied Financial Economics*, Vol. 20 (8), 649-657.
- Pastor-Llorca, M.J., & Martín-Ugedo, J.F. (2004). Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 13 (2), 191-215.
- Picanol. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://www.picanolgroup.com/nl/investeerders/jaarverslagen>.
- Pinguin. (z.d.). *Jaarverslagen*. Geraadpleegd op 4 mei, 2016, via <http://www.greenyardfoods.com>.
- Pontiff, J., & Woodgate, A. (2008). Share Issuance and Cross-sectional Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 63 (2), 921-945.
- Punch International NV. (z.d.). *Verslag aandelenuitgifte*. Geraadpleegd op 13 mei, 2016, via <http://docplayer.nl/3507474-Punch-international-nv.html>.
- Retail Estates. (z.d.). *Jaarverslag 2008*. Geraadpleegd op 9 mei, 2016, via [http://www.retailstates.com/public/uploads/pdf/jaarverslag/f505b046e818c96.31629686 JV\\_2007\\_2008\\_NL\\_volledig.pdf](http://www.retailstates.com/public/uploads/pdf/jaarverslag/f505b046e818c96.31629686 JV_2007_2008_NL_volledig.pdf).
- Retail Estates. (z.d.). *Verslag halfjaarresultaten 2003*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via [http://www.retailstates.com/public/uploads/pdf/press/f504f05582965b7.50746577 Halfjaarresultaten\\_NL\\_2003\\_2004.pdf](http://www.retailstates.com/public/uploads/pdf/press/f504f05582965b7.50746577 Halfjaarresultaten_NL_2003_2004.pdf).
- Reuters. (z.d.). *Bèta's per onderneming*. Geraadpleegd op 17 mei, 2016, via [www.reuters.com/finance](http://www.reuters.com/finance).
- Silva, A., & Bilinski, P. (2015). Intended Use of Proceeds, Underwriter Quality and the Long-run Performance of SEOs in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 42 (9 & 10), 1282-1309.

- Slovin, M.B., Sushka, M.E., & Lai, W. (2000). Alternative flotation methods, adverse selection and ownership structure: evidence from seasoned equity issuance in the UK. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57 (2), 157-190.
- Smith, C.W. (1986). Investment Banking and the Capital Acquisition Process. *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, 3-29.
- Sollis, R. (2012). *Empirical Finance for finance and banking*. Chichester (UK): Wiley.
- Spector. (z.d.). *Verrichtingsnota 2005*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <http://cmp.roularta.be/cmdata/Attachments/site4/2005/51/Verrichtingsnota.pdf>.
- Spiess, K., & Affleck-Graves, J. (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, 243-268.
- Stehle, R., Ehrhardt, O., & Przyborowsky, R. (2000). Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues. *European Financial Management*, Vol. 6 (2), 173-196.
- Tsangarakis, N.V. (1996). Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: Evidence from rights offerings in Greece. *The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 25 (3), 21-32.
- Verschelden, (2004). *Dossier kapitaalverhoging*. Opgevraagd op 25 februari, 2016, via [www.productbuilder.be/data/verschelden/160.doc](http://www.productbuilder.be/data/verschelden/160.doc).
- Walker, M.D., & Yost, K. (2008). Seasoned equity offerings: What firms say, do, and how the market reacts. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14 (4), 376-386.
- Warehouses De Pauw. (z.d.). *Annual Report 2003*. Geraadpleegd op 8 mei, 2016, via <http://www.wdp.be/relations/news/publications/annual>.
- WDP. (z.d.). *Persbericht*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via [http://www.wdp.be/sites/default/files/Press\\_release/09102003n\\_2.pdf](http://www.wdp.be/sites/default/files/Press_release/09102003n_2.pdf).
- Yahoo Finance. (z.d.). *Market data: Historical Prices*. Geraadpleegd op 3 mei 2016, via <http://finance.yahoo.com/market-overview/>.
- Zenitel. (z.d.). *Gecoördineerde statuten*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, <https://www.zenitel.com/file/2307/download>.
- Zenitel. (z.d.). *Jaarverslag 2007*. Geraadpleegd op 5 mei 2016, via <https://www.zenitel.com/file/413/download>.

## **Bijlagen**

<b>Onderneming</b>	<b>Reden</b>
Fortis	Failliet (overgenomen)
Creyf's	Geen data
Sait-Stento (= Zenitel)	Geen data
Link Software	Geen data
City Hotels	Geen data
Laundry Systems Group	Geen data
Belreca	Geen data
Omega Pharma	Gestopt op Euronext Brussel
Quick	Gestopt op Euronext Brussel
Innogenetics	Gestopt op Euronext Brussel
Mitiska	Gestopt op Euronext Brussel
Warehouses De Pauw (2003)	Incorrecte data
Euro Disney	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Ubizen	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Pro Laser	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Flanders Language Valley Fund	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Vranken Monopole	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Arcelor	Niet genoteerd op Euronext Brussel
Accentis	Onvoldoende data
Galapagos	SEO binnen het jaar na IPO

Tabel 11. Uitgiftes niet bruikbaar voor dit onderzoek.

<b>Onderneming</b>	<b>Noteringsdatum</b>
Ion Beam Applications	31/01/2000
Atenor	3/03/2000
Retail Estates	1/07/2003
Umicore	20/11/2003
Accentis	23/12/2003
Sipef	24/06/2004
Pinguin (= Greenyard Foods)*	8/10/2004
Zenitel*	17/02/2005
Spector Photo Group (= Smartphoto Group)	14/12/2005
Groupe Bruxelles Lambert*	5/05/2006
Hamon	11/12/2006
Solvac <sup>+</sup>	29/12/2006
Zenitel*	10/05/2007
Befimmo*	7/06/2007
Groupe Bruxelles Lambert*	4/07/2007
Pinguin (= Greenyard Foods)*	16/11/2007
AB InBev	16/12/2008
Befimmo*	25/06/2009
Warehouses De Pauw	30/06/2009

Picanol	9/07/2009
Deceuninck	14/10/2009
Exmar	10/12/2009
Option	23/12/2009
Punch International (= IEP Invest)	29/12/2009
Ablynx	15/03/2010
Elia	25/06/2010
Montea*	2/07/2010
Aedifica*	15/10/2010
Ascencio*	3/11/2010
Agfa-Gevaert <sup>Δ</sup>	12/11/2010
Warehouses Estates Belgium	8/12/2010
Aedifica*	31/10/2012
Ascencio*	31/03/2014
Montea*	24/06/2014

Tabel 12. Uitgiftes gebruikt in dit onderzoek.

\* Deze uitgiftes kunnen we enkel gebruiken voor de korte termijn effecten.

<sup>Δ</sup> Deze uitgifte wordt niet opgenomen voor het testen van hypothesen 3 en 4 door een gebrek aan voldoende data.

<sup>+</sup> Deze uitgifte wordt niet opgenomen voor het testen van hypothesen 3 en 4 omdat er geen meerderheidsaandeelhouder is.

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Openbare uitgiften van aandelen in België: wijzigingen in aandeelhoudersstructuur en koersevolutie**

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

Jaar: **2016**

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,

**Vangeel, Anthony**

Datum: **31/05/2016**