

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

Masterproef

Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan deze hand in hand?

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Roel Swinkels

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

Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan
deze hand in hand?

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Roel Swinkels

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

Woord vooraf

Dit proefschrift vormt het sluitstuk van mijn master handelsingenieur met afstudeerrichting accountancy en optie finance. Gedurende anderhalf jaar heb ik aan dit proefschrift met volle overgave gewerkt om een zo goed mogelijk resultaat af te leveren. Het geeft mij dan ook een uitermate voldaan gevoel dat ik u nu mijn eindresultaat kan presenteren. Uiteraard betekent dit laatste eveneens dat mijn vijfjarige opleiding aan de Universiteit Hasselt erop zit. In de afgelopen jaren heb ik enorm veel geleerd, zowel op academisch als op persoonlijk vlak. Ik ben dan ook iedereen dankbaar die mede heeft bijgedragen aan deze mooie periode.

De rest van dit woord vooraf zou ik willen gebruiken om verschillende personen te bedanken.

In de eerste plaats gaat mijn dank uit naar prof. dr. Sigrid Vandemaele. Zij was mijn promotor en heeft me ten alle tijden bijgestaan met deskundig en bijzonder nuttig advies. Altijd kon ik bij haar terecht met mijn vragen en bedenkingen. Verschillende keren heeft ze mij bijzonder goed geholpen door haar invalshoeken op het onderwerp te geven. Op die manier ben ik op het juiste spoor gebleven en haar feedback en advies hebben dan ook zeker een grote invloed gehad op het eindresultaat.

Daarnaast zou ik ook mijn ouders willen bedanken die mij de kans hebben gegeven deze opleiding te volgen. Zij hebben mij ook ten alle tijden gesteund en gemotiveerd om deze opleiding, en dit proefschrift, tot een goed einde te brengen.

Tot slot zou ik iedereen willen bedanken die hier niet uitdrukkelijk vermeld is maar wel een bijdrage heeft geleverd bij het tot stand komen van dit eindresultaat.

Ik hoop dat u, beste lezer, met veel enthousiasme dit proefschrift doorneemt en op die manier iets bijleert over aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen, net zoals ik veel heb mogen bijleren bij het tot stand brengen van dit proefschrift.

Roel Swinkels
Diepenbeek, mei 2016

Samenvatting

De laatste vier jaren zit de inkoop van eigen aandelen door Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen in de lift. Het is een interessante methode om dividenden te vervangen. Eén van de grote voordelen van de inkoop van eigen aandelen is dat deze manier van het laten terugvloeien van geld naar de aandeelhouders minder gepaard gaat met bepaalde verwachtingen. In de Verenigde Staten heeft de inkoop van eigen aandelen de rol van het dividend al overgenomen (De Witte, 2014). Afhankelijk van de beweegredenen van het management gaat van de inkoop van eigen aandelen een bepaald signaal uit. Dit signaal kan kracht worden bijgezet, of juist worden afgezwakt, door insider trading. Indien onderwaardering het motief voor de inkoop is, zal de aankoop van aandelen door insiders voor eigen rekening dit signaal versterken. In dit proefschrift zal worden nagegaan of de inkoop van eigen aandelen en aankopen door insiders hand in hand gaan. De centrale onderzoeksvraag luidt dan ook als volgt:

Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan deze hand in hand?

Om een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag wordt gebruik gemaakt van zeven deelvragen. De eerste vier zullen worden beantwoord aan de hand van een literatuurstudie. Een empirisch onderzoek is nodig om op de andere drie deelvragen een antwoord te formuleren.

Voordat met de literatuurstudie wordt begonnen, worden in hoofdstuk één het praktijkprobleem geschetst, de deelvragen geformuleerd en de onderzoeksaanpak besproken. De hoofdstukken twee tot en met vijf vormen samen de literatuurstudie. De eerste deelvraag - *Aan welke regelgeving zijn de inkoop van eigen aandelen en insider trading onderworpen?* - wordt beantwoord aan de hand van hoofdstuk twee. In dit hoofdstuk wordt het wettelijk kader besproken waarin de inkoop van eigen aandelen en insider trading worden gereguleerd. Beide praktijken moeten onder andere openbaar worden gemaakt binnen een bepaalde termijn, samen met bijkomende informatie. Hoofdstuk drie gaat dieper in op de inkoop van eigen aandelen door ondernemingen, en meer bepaald op de verschillende beweegredenen en inkoopmethoden. Na dit hoofdstuk kan op het eerste deel van deelvraag twee - *Wat zijn de belangrijkste beweegredenen voor de inkoop van eigen aandelen en insider trading?* - en op deelvraag drie - *Wat zijn de verschillende inkoopmethoden?* - een antwoord worden geformuleerd. In hoofdstuk vier staat insider trading centraal. Na dit hoofdstuk kan een antwoord worden geformuleerd op het tweede deel van deelvraag twee en op de vierde deelvraag - *Wat zijn de argumenten voor en tegen insider trading?*. Het hoofdstuk wordt begonnen met het definiëren van insiders en voorwetenschap. Vervolgens wordt de heersende perceptie omtrent insider trading besproken, samen met het belang ervan in het licht van de informatiestromen tussen ondernemingen, investeerders en insiders. Tevens worden, net zoals voor de inkoop van eigen aandelen, de beweegredenen aangehaald waarom insiders aandelen aan- en verkopen. Geëindigd wordt met de argumenten voor en tegen insider trading. Een aparte paragraaf wordt gewijd aan insider trading en ethiek aangezien insider trading vaak nog wordt gezien als een onethische praktijk.

Hoofdstuk vijf vormt het kantelpunt in dit proefschrift. Het is het laatste hoofdstuk van de literatuurstudie en tevens de aanzet tot het formuleren van de hypothesen die getest zullen worden in het empirisch luik. In dit hoofdstuk worden de twee belangrijkste theorieën besproken die trachten te verklaren waarom de koers stijgt na de inkoop van eigen aandelen en aankopen door insiders. Het gaat om de free cashflow- en de signaaltheorie. In de tweede paragraaf van dit hoofdstuk worden de hypothesen opgesteld die gebruikt zullen worden om een antwoord te kunnen formuleren op de deelvragen vijf, zes en zeven. Het gaat om de volgende vragen:

Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen?

Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met aankopen door insiders?

Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met verkopen door insiders?

Tot slot wordt in dit hoofdstuk een overzicht gegeven van de resultaten en bevindingen uit eerdere empirische onderzoeken naar de inkoop van eigen aandelen en insider trading.

Het empirisch luik wordt gestart met hoofdstuk zes. In dit hoofdstuk worden de dataverzameling en de onderzoeksmethode besproken. De inkopen van eigen aandelen door de Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen zijn verzameld voor het jaar 2011. De insider transacties zijn verzameld voor het vierde kwartaal van 2010 en het jaar 2011. Al deze gegevens zijn bekomen via de Financial Services and Markets Authority (FSMA). Aan de hand van eventstudies zal zowel op de korte als op de lange termijn worden nagegaan wat de prijseffecten zijn in vergelijking met een marktindex, zijnde de Eurostoxx 600 index. De koersgegevens van de onderzochte ondernemingen zijn verzameld via yahoo finance, de gegevens van de marktindex via quotenet.com. In hoofdstuk zeven wordt overgegaan tot de eigenlijke analyse van de verzamelde data. Gestart wordt met een beschrijvende analyse, gevolgd door de resultaten voor zowel de korte als de lange termijn. Tijdens de analyses wordt een onderscheid gemaakt tussen drie samples: ondernemingen die eigen aandelen inkopen, ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met inkopen door insiders en ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met verkopen door insiders.

Hoofdstuk acht vormt het laatste hoofdstuk. Hierin zal een algemeen besluit worden gegeven, samen met een kritische reflectie van dit onderzoek. Geëindigd wordt met enkele aanbevelingen voor verder onderzoek.

Lijst van figuren

Figuur 1: Melding van een insider transactie bij de FSMA	13
Figuur 2: Kapitaalkost in functie van vreemd vermogen.....	16
Figuur 3: Openbaar bod	20
Figuur 4: Aanbod per opbod	21
Figuur 5: Informatiestromen.....	28
Figuur 6: Effect van insider trading	31
Figuur 7: Cumulatieve maandelijkse abnormale returns.....	48
Figuur 8: Schematische voorstelling estimation- en event window	54
Figuur 9: Aantal openbaarstellingen per onderneming in 2011.....	55
Figuur 10: Inkoopbedrag per onderneming in 2011	56
Figuur 11: Inkoopbedrag per onderneming in 2011, procentueel op basis van beurswaarde.....	57
Figuur 12: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders	59
Figuur 13: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders, relatief ten opzichte van de event date.....	60
Figuur 14: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's	61
Figuur 15: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's, relatief ten opzichte van de event date.....	61
Figuur 16: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen	63
Figuur 17: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen	63
Figuur 18: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders	64
Figuur 19: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders	65
Figuur 20: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	65
Figuur 21: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	66
Figuur 22: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen	67
Figuur 23: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen	68
Figuur 24: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders.....	69
Figuur 25: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders....	69
Figuur 26: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	70
Figuur 27: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	70
Figuur 28: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders	96
Figuur 29: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's	98

Lijst van tabellen

Tabel 1: Motieven inkoop eigen aandelen Belgische ondernemingen 2004	19
Tabel 2: Motieven inkoop eigen aandelen Belgische ondernemingen 2010	19
Tabel 3: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen	44
Tabel 4: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders	45
Tabel 5: Abnormale returns na inkoop eigen aandelen.....	45
Tabel 6: Frequentie aan- en verkopen door insiders.....	46
Tabel 7: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen	47
Tabel 8: Abnormale returns	49
Tabel 9: Aan- en verkoopbedragen door insiders in de onderzochte periode, in euro's	58
Tabel 10: Overzicht resultaten korte termijn.....	73
Tabel 11: Overzicht resultaten lange termijn	73
Tabel 12: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen	86
Tabel 13: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders	87
Tabel 14: Abnormale returns rond de inkoop van eigen aandelen	88
Tabel 15: Gemiddeld aantal aan- en verkopen rond de inkoop van eigen aandelen.....	89
Tabel 16: Overzicht geanalyseerde ondernemingen	90
Tabel 17: Geschatte bèta's	91
Tabel 18: Overzicht aantal openbaarstellingen per kwartaal per onderneming	92
Tabel 19: Overzicht inkoopbedragen, uitgesplitst per kwartaal en in euro's.....	93
Tabel 20: Gemiddelde aan- en verkopen door insiders per onderneming in de onderzochte periode, in euro's	94
Tabel 21: Independent sample T-test.....	95
Tabel 22: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders	96
Tabel 23: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders, relatief ten opzichte van de event date.....	97
Tabel 24: Hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's.....	98
Tabel 25: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's, relatief ten opzichte van de event date.....	99
Tabel 26: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen	100
Tabel 27: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders	101
Tabel 28: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	101
Tabel 29: KT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen.....	102
Tabel 30: KT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders	102
Tabel 31: KT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	103
Tabel 32: Overzicht maandelijkse AAR en CAAR per sample	104

Tabel 33: LT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen	105
Tabel 34: LT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders.....	105
Tabel 35: LT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders	106
Tabel 36: Herschatte bèta's.....	107

Inhoudstabel

Woord vooraf	I
Samenvatting	III
Lijst van figuren	V
Lijst van tabellen	VII
Hoofdstuk 1: Probleemstelling, onderzoeksvragen en onderzoeksaanpak	1
1.1 Probleemstelling.....	1
1.1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering.....	1
1.2 Onderzoeksvragen.....	5
1.2.1 Centrale onderzoeksvraag.....	5
1.2.2 Deelvragen.....	5
1.2.2.1 Deelvraag 1	6
1.2.2.2 Deelvraag 2	6
1.2.2.3 Deelvraag 3	6
1.2.2.4 Deelvraag 4	6
1.2.2.5 Deelvraag 5	6
1.2.2.6 Deelvraag 6	7
1.2.2.7 Deelvraag 7	7
1.3 Onderzoeksaanpak	7
1.3.1 Aanpak van de literatuurstudie	7
1.3.2 Aanpak van het empirisch onderzoek	8
Hoofdstuk 2: Wettelijk kader	11
2.1 Regelgeving omtrent inkoop eigen aandelen.....	11
2.2 Regelgeving omtrent insider trading	12
Hoofdstuk 3: Inkoop eigen aandelen	15
3.1 Beweegredenen van inkoop eigen aandelen	15
3.1.1 Signalering van onderwaardering	15
3.1.2 Uitkeren van overtollige kasmiddelen.....	15
3.1.3 Herschikken van de financiële structuur	16
3.1.4 Ondersteunen van de koers.....	17
3.1.5 Andere beweegredenen	17

3.1.5.1	Hervormen van de zeggenschapsstructuur	17
3.1.5.2	Overgang van het aandeelhouderschap vergemakkelijken	17
3.1.5.3	Sturen van de winst per aandeel	18
3.1.5.4	Belastingvoordeel	18
3.1.5.5	Hedge-hypothese.....	18
3.1.5.6	Persoonlijke motieven.....	18
3.1.6	Beweegredenen in de praktijk.....	18
3.2	Inkoopmethoden	20
3.2.1	Openbaar bod.....	20
3.2.2	Aanbod per opbod	21
3.2.3	Open markt inkopen	22
3.2.4	Private inkoop.....	22
3.2.5	Optiecontracten	22

Hoofdstuk 4: Insider trading..... 23

4.1	Wie zijn insiders?	23
4.1.1	Primaire insiders	23
4.1.2	Secundaire insiders.....	23
4.1.3	Insiders in dit proefschrift	24
4.2	Voorwetenschap.....	24
4.2.1	Voorwaarden	24
4.2.1.1	Niet openbare informatie.....	25
4.2.1.2	Concrete informatie.....	25
4.2.1.3	Rechtstreeks of indirect betrekking op één of meer instrumenten	25
4.2.1.4	Koersgevoelige informatie	25
4.2.2	Verboden handelingen.....	26
4.2.2.1	Kopen of verkopen	26
4.2.2.2	Meedelen van kennis	26
4.2.2.3	Tippen van derden	26
4.3	Heersende perceptie en informatiestromen	27
4.3.1	Heersende perceptie	27
4.3.2	Informatiestromen investeerders, ondernemingen en insiders	27
4.4	Beweegredenen van insiders	29
4.4.1	Aankopen door insiders	29
4.4.1.1	Onderwaardering van het aandeel	29
4.4.1.2	Zelfoverschatting	29
4.4.1.3	Disposition effect	29
4.4.2	Verkopen door insiders.....	30
4.5	Voor- en nadelen van insider trading	30

4.5.1 Argumenten voor insider trading	30
4.5.2 Argumenten tegen insider trading	33
4.5.3 Insider trading en ethiek.....	34
4.5.3.1 Insider trading is unfair.....	35
4.5.3.2 Eigendomsrecht van informatie wordt niet gerespecteerd.....	36
4.5.3.3 Insider trading berokkent schade.....	36
4.5.3.4 Insider trading en fraude.....	37
Hoofdstuk 5: Koerseffecten van inkoop eigen aandelen en insider trading	39
5.1 Redenen van koersstijgingen	39
5.1.1 Free cashflow theorie en agency kosten	39
5.1.2 Signaaltheorie	41
5.2 Hypothesen	43
5.2.1 Deelvraag 5.....	43
5.2.1 Deelvraag 6.....	43
5.2.1 Deelvraag 7.....	44
5.3 Overzicht empirie	44
Hoofdstuk 6: Data en onderzoeksmethode	51
6.1 Dataverzameling	51
6.1.1 Inkoop eigen aandelen	51
6.1.2 Insider trading	52
6.2 Onderzoeksmethode	52
Hoofdstuk 7: Analyse van de data	55
7.1 Beschrijvende analyse	55
7.1.1 Inkoop eigen aandelen	55
7.1.2 Insider trading en inkoop eigen aandelen	57
7.2 Resultaten.....	62
7.2.1 Korte termijn.....	62
7.2.2 Lange termijn	66
7.2.2.1 Sensitiviteitsanalyse	71
7.2.3 Overzicht resultaten en conclusie	72
7.2.3.1 Korte termijn	73
7.2.3.2 Lange termijn.....	73
Hoofdstuk 8: Besluit.....	75
8.1 Algemeen besluit.....	75

8.2 Kritische reflectie.....	76
8.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	77

Lijst van geraadpleegde werken	79
Boeken	79
Wetenschappelijke artikelen	79
Internet	82

Bijlagen	85
Bijlage 1.....	85
Bijlage 2.....	87
Bijlage 3.....	88
Bijlage 4.....	89
Bijlage 5.....	90
Bijlage 6.....	91
Bijlage 7.....	92
Bijlage 8.....	93
Bijlage 9.....	94
Bijlage 10.....	96
Bijlage 11.....	98
Bijlage 12.....	100
Bijlage 13.....	104
Bijlage 14.....	107

Hoofdstuk 1: Probleemstelling, onderzoeksvragen en onderzoeksplan

1.1 Probleemstelling

1.1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering

Vandaag de dag zijn op de Belgische beurs zo'n 150 ondernemingen genoteerd (Euronext, 2015). Een belangrijke beweegreden voor een onderneming om naar de beurs te gaan is het ophalen van kapitaal bij het grote publiek. Een onderneming in groei zal op een bepaald ogenblik geld nodig hebben om bepaalde investeringen te kunnen doen om op die manier haar activiteiten uit te breiden. Op dat moment zijn voor de onderneming verschillende mogelijkheden voorhanden, waaronder geld lenen bij de bank of naar de beurs gaan. Beide methoden hebben hun voor- en nadelen.

De voordelen van een beursgang zijn divers. In de eerste plaats zal de onderneming gemakkelijk kapitaal kunnen ophalen omdat op de beurs veel, al dan niet grote, investeerders actief zijn. Dit is eveneens een belangrijk pluspunt bij eventuele volgende kapitaalverhogingen. Een ander voordeel van een beursgang is de bekendheid die de onderneming verwerft (De online belegger, 2015). Dit is vanuit marketingstandpunt een mooie bijkomstigheid.

Ondernemingen genoteerd aan de beurs zijn vaak omvangrijke ondernemingen met veel invloed. Bovendien zijn ze samen van groot maatschappelijk belang, onder andere door de vaak hoge tewerkstelling. Daardoor zullen de handelingen en ontwikkelingen van beursgenoteerde ondernemingen op de voet worden gevolgd, de beslissingen die worden gemaakt hebben immers een grote invloed op een hele reeks stakeholders. Dit brengt ons tot een eerste groot nadeel van een beursgang. Doordat de ondernemingen onder een vergrootglas liggen, zal ook negatief nieuws snel naar buiten worden gebracht. De bekendheid kan dus zowel positief als negatief zijn (infoNu, 2015). Een ander groot nadeel is de publicatieverplichting van beursgenoteerde ondernemingen (Mercken & Siau, 2012). Deze bepalingen worden geregeld in het Wetboek van Vennootschappen. Beursgenoteerde vennootschappen zullen hun jaarrekening moeten opstellen volgens het volledig schema. De jaarrekening bestaat uit de balans, de resultatenrekening, de toelichting en de sociale balans (Mercken et al., 2012). Bovendien moet hieraan, volgens art. 95 W. Venn, een jaarverslag worden toegevoegd waarin de bestuurders rekenschap geven van het beleid dat ze hebben gevoerd. Verder wordt de beurswaarde van een beursgenoteerde onderneming bepaald door de koers van het aandeel. Deze koers zal de prestaties van een onderneming reflecteren maar ook het algemene beursklimaat speelt een rol (infoNu, 2015). Hierdoor zal de beurswaarde van de onderneming aan fluctuaties onderhevig zijn. Belangrijk is het onderscheid tussen de beurswaarde en de fundamentele (of intrinsieke) waarde van een onderneming. Dit onderscheid wordt hieronder uitgelegd aan de hand van de efficiënte markthypothese.

Bij de beursgang van een onderneming kunnen beleggers intekenen op aandelen aan de intekenprijs. Vaak is deze licht ondergewaardeerd om te voorkomen dat het aandeel de eerste dag, na de beursgang, meteen zal zakken. Nadat het kapitaal is opgehaald bij het publiek en de onderneming op de beurs genoteerd is, zal de koers van het aandeel bepaald worden door vraag en aanbod. Volgens de efficiënte markthypothese zijn in de prijs van aandelen alle beschikbare informatie en verwachtingen omtrent de emittent van het effect verwerkt. Nieuwe informatie of aangepaste verwachtingen zullen volgens deze hypothese onmiddellijk in de koers van het aandeel worden verwerkt. Goed nieuws zal de koers verder de hoogte in sturen terwijl slecht nieuws de koers zal doen dalen. Dit leidt tot een belangrijke consequentie: het is niet mogelijk excessieve beleggingsresultaten te behalen op basis van mispricing van een aandeel. Een eventuele mispricing zal leiden tot een arbitrageopportunity die via de efficiënte werking van de markt meteen wordt weggewerkt. De fundamentele waarde van een onderneming wijkt daarentegen meestal af van de beurswaarde. Door informatieasymmetrie is nooit alle informatie van een onderneming beschikbaar, bijgevolg reflecteert de koers dus ook niet alle informatie die van belang is bij de beoordeling van de waarde van een onderneming. Insiders beschikken vaak over deze extra, niet-openbaargemaakte, informatie. Hierdoor hebben ze een beter beeld van de werkelijke waarde van de onderneming. Insiders die bijgevolg zien dat de aandelen te laag geprijsd zijn, en dus ondergewaardeerd, zullen aandelen aankopen. Hierbij dient evenwel rekening te worden gehouden met het wettelijk kader. Hetzelfde geldt voor de onderneming zelf die eigen aandelen kan inkopen indien het aandeel ondergewaardeerd blijkt.

Vanaf de beursgang kunnen de aandelen dus door iedereen gekocht en verkocht worden. De onderneming zelf én insiders kunnen, zoals gezegd, ook aandelen kopen en verkopen. Uit het verleden blijkt dat bedrijven vaak eigen aandelen inkopen.

In 2013 kochten Belgische beursgenoteerde ondernemingen een kwart meer eigen aandelen in dan in 2012. In totaal werd voor 428 miljoen euro aan eigen aandelen ingekocht (Suy, 2013). Ageas, een multinational op het gebied van verzekeringen, kocht dat jaar voor 132 miljoen euro eigen aandelen in. Hiermee was dit bedrijf koploper in België. In 2012 had ze zelfs nog 14% meer eigen aandelen ingekocht. Umicore, een internationaal actief materiaaltechnologiebedrijf kocht in 2013 235.000 eigen aandelen in. De derde plaats werd ingenomen door Nyrstar, een zinkbedrijf. Dit bedrijf kocht 7.79% van zichzelf in de vorm van aandelen die te koop werden aangeboden door Glencore, een Zwitsers mijnbedrijf en tevens grootaandeelhouder van Nyrstar. Een andere onderneming die erom bekend staat veel van haar eigen aandelen in te kopen is Kinopolis, een cinemagroep. In de lente van 2013 kondigde het management een nieuw inkoopprogramma aan waarbij 1.17 miljoen eigen aandelen zouden worden ingekocht (Suy, 2013). Daarvoor had dit bedrijf in 2013 al 273.000 eigen aandelen ingekocht, 4.7% van het totaal aantal uitstaande aandelen. In 2012 kocht Kinopolis 10.5% van zichzelf.

Begin 2014 gingen Ageas en Umicore door met het inkopen van eigen aandelen. De verzekeraar kocht in de eerste vier maanden voor 55 miljoen euro eigen aandelen, Umicore voor 32 miljoen euro. In totaal werd gedurende de eerste vier maanden van 2014 voor 342 miljoen euro eigen aandelen ingekocht (Suy, 2014). Uiteindelijk werd in 2014 voor 660 miljoen euro aan eigen

aandelen ingekocht, waarvan 600 miljoen euro werd uitgegeven door Bel-20 bedrijven. De overige 60 miljoen euro door kleinere ondernemingen (De Witte, 2014).

In vergelijking met de Verenigde Staten blijven Belgische bedrijven achter met het inkopen van eigen aandelen. Inkoop van eigen aandelen is daar nu dé manier om geld terug te geven aan de aandeelhouders. Ze hebben de rol van het dividend overgenomen. Zo werd in 2013 door de beursgenoteerde bedrijven die zijn opgenomen in de Standard & Poors 500 index, de S&P500-bedrijven, in totaal voor 500 miljard dollar aan eigen aandelen ingekocht. Deze inkoopprogramma's zorgden voor 60% van de vergoedingen aan de aandeelhouders (De Witte, 2014).

Ook in 2015 ging Kinopolis door met het inkopen van eigen aandelen. In september 2014 werd een aankoopprogramma bekend gemaakt waarbij ter waarde van 30 miljoen euro eigen aandelen worden ingekocht, en dit vóór februari 2015. In december 2014 alleen al werd voor 4.12 miljoen euro eigen aandelen ingekocht. Sinds september 2014 verwierf Kinopolis al voor 18.5 miljoen euro eigen aandelen dus de eerste twee maanden van 2015 werd voor nog eens 11.5 miljoen euro aandelen ingekocht (Mampaey, 2015).

Een andere bekende Belgische beursgenoteerde onderneming die regelmatig eigen aandelen inkoopt is Colruyt. Op 9 oktober 2014 bezaten zij in totaal 9.529.116 eigen aandelen. Dit kwam overeen met 6.10% van het totaal aantal uitgegeven aandelen. Op de website van Colruyt is te lezen dat 'eigen aandelen worden aangewend voor werknemers die ervoor kiezen om hun winstparticipatie te verkrijgen in de vorm van aandelen van de vennootschap' (Colruyt, 2015).

Volgens Mampaey (2015) zou 2015 opnieuw een jaar worden waarin volop eigen aandelen worden ingekocht. Begin maart kondigden 10 Belgische beursgenoteerde ondernemingen de inkoop van eigen aandelen aan.

Er zijn verschillende beweegredenen voor een onderneming om eigen aandelen in te kopen. Het signaal dat door een onderneming wordt gegeven door het inkopen van eigen aandelen kan zowel positief als negatief zijn, afhankelijk van die beweegreden. De voornaamste drijfveer voor een onderneming om eigen aandelen in te kopen, is het creëren van aandeelhouderswaarde (Mampaey, 2015). Ingekochte eigen aandelen die vernietigd worden leiden tot minder aandelen in omloop, bijgevolg wordt de toekomstige winst over minder aandelen verdeeld. Hierbij dient opgemerkt te worden dat dit niet altijd tot waarde creatie leidt. De waarde van een aandeel wordt berekend door de dividenden te verdisconteren. Het vernietigen van ingekochte eigen aandelen leidt ertoe dat de toekomstige winst over minder aandelen wordt verdeeld waardoor de earnings per share stijgen. Echter, een vernietiging van ingekochte aandelen leidt ook tot een daling van het eigen vermogen en dus een daling van de solvabiliteitsratio en een stijging van de discontovoet. Deze stijging van de discontovoet kan de stijging van de earnings per share teniet doen waardoor de prijs van het aandeel niet, of minder sterk, stijgt. Dittmar (2000) heeft een aantal voor de hand liggende beweegredenen getest aan de hand van hypothesen. Uit zijn onderzoek blijkt dat ondernemingen eigen aandelen inkopen wanneer deze bijvoorbeeld ondergewaardeerd zijn, de onderneming overtollige geldhoeveelheden wilt verdelen of een optimale kapitaalstructuur probeert te bereiken.

Deze beweegredenen tonen al aan dat het signaal dat door de onderneming wordt gegeven zowel positief als negatief kan zijn. Een onderneming kan eigen aandelen inkopen omdat ze zichzelf ziet als een interessante investering. Dit geeft een positief signaal af aan de markt waardoor de vraag naar het aandeel stijgt, hetgeen resulteert in een stijgende beurskoers. Uiteindelijk leidt dit tot een verdwijning van de onderwaardering (Dittmar, 2000). Een negatief signaal wordt gegeven als de onderneming eigen aandelen inkoopt omdat ze over enorme hoeveelheden cash beschikt. Dit geeft meestal aan dat de onderneming de maturiteitsfase heeft bereikt en weinig interessante investeringsprojecten voorhanden zijn of dat het management geen concrete plannen heeft voor de toekomst. Grullon en Michaely (2004) merken wel op dat de markt positief reageert op de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen als de onderneming een groot risico loopt om anders te gaan overinvesteren. De inkoop betekent een daling van de agency kosten omdat minder free cashflow beschikbaar is voor het management waarmee ze investeringen kunnen doen die (te) risicovol zijn.

Informatie over de inkoop van eigen aandelen kan worden teruggevonden in de jaarrekening van de onderneming. Daarnaast dienen inkoopprogramma's altijd kenbaar gemaakt te worden bij de Financial Services and Markets Authority (FSMA). Informatie over insider trading moet eveneens openbaar worden gemaakt wanneer aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Het wettelijk kader wordt gevormd door de Wet van 2 augustus 2002 en het Koninklijk besluit van 5 maart 2006 (Thoelen, 2014). Concreet is het verplicht om insider trading, door een persoon die toegang heeft tot insider informatie, door te geven aan de FSMA indien de transacties tezamen de waarde van 5000 euro overschrijden. In dit proefschrift wordt vertrokken van de definitie van Chan, Ikenberry, Lee en Wang (2012) voor het omschrijven van insiders. Zij definiëren insiders als "directors and officers". Sercu en Vanherpe (1998) halen aan dat hier doorgaans mee verwezen wordt naar "corporate insiders", zoals de directieleden en de leden van de raad van bestuur. Daarnaast worden in dit proefschrift eveneens personen gelieerd aan een "corporate insider" beschouwd als insiders. Bonaimé en Ryngaert (2013) hebben getracht te onderzoeken of insiders in dezelfde richting handelen als ondernemingen, of de richting van de insidershandel het signaal van onderwaardering al dan niet versterkt of verzwakt en welke factoren zorgen voor een verschil in de richting van handel tussen ondernemingen en hun insiders. Uit dit onderzoek blijkt dat zowel inkopen als verkopen door insiders vaker voorkomen als de onderneming eigen aandelen inkoopt. Dit lijkt in strijd met de onderwaarderingshypothese maar de inkoop van eigen aandelen ten tijde van de verkoop door insiders zou verklaard kunnen worden door een onderneming die inkoopt om zo de prijs te ondersteunen of liquiditeiten beschikbaar te stellen voor de verkopers. Verder blijkt uit het onderzoek van Bonaimé et al. (2013) dat abnormale returns stijgen naarmate insiders handelen in die richting die de onderwaarderingshypothese ondersteunt, zijnde het aankopen van aandelen. Abnormale returns worden gemeten om na te gaan of een aandeel ondergewaardeerd was. Ondernemingen die hogere returns halen ten opzichte van een benchmark portfolio bestaande uit ondernemingen van gelijke grootte en gelijke book to market value, bleken in het verleden ondergewaardeerd.

Uit onderzoek van Chan et al. (2012) blijkt verder dat het nagaan van insider trading in de periode vóór de aankondiging van een inkoopprogramma enkel nuttig is indien het vermoeden van

onderwaardering bestaat en de inkoop van eigen aandelen daarom wordt aangekondigd. Gevallen waarbij onderwaardering in minder belangrijke mate een drijfveer is voor het inkoopprogramma, hebben minder aan de insider trading informatie. Dit komt omdat het signaal van onderwaardering door insider trading kracht kan worden bijgezet of juist worden ontkracht, zoals blijkt uit de signaaltheorie die in hoofdstuk vijf aan bod komt.

In dit proefschrift zal in de eerste plaats verder worden ingegaan op de verschillende beweegredenen om eigen aandelen in te kopen en het signaal dat ze geven. Bovendien wordt getracht te achterhalen waarom en wanneer insiders aandelen van het eigen bedrijf aankopen. Tevens worden de standpunten voor en tegen insider trading uiteengezet.

Vervolgens zal in het empirisch luik een analyse worden gemaakt van de aankoopprogramma's van Belgische beursgenoteerde effecten. Gaan deze inkopen van eigen aandelen gepaard met het aankopen van aandelen door insiders? Of juist met verkopen door insiders? Gaan met andere woorden de inkopen door ondernemingen en de aankopen door insiders hand in hand? Tevens worden de prijseffecten van verschillende situaties bestudeerd, en dit zowel op de korte als op de lange termijn.

1.2 Onderzoeksvragen

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

Dit proefschrift heeft tot doel meer inzicht te verschaffen in de verschillende beweegredenen om eigen aandelen in te kopen, zowel door de onderneming zelf als door insiders. Vervolgens wordt in een empirisch onderzoek nagegaan of tussen de inkopen door de onderneming en de aan- en verkopen door de insiders verbanden bestaan. Het empirisch onderzoek zal zich toespitsen op Belgische, beursgenoteerde, effecten.

Getracht wordt een antwoord te formuleren op de volgende centrale onderzoeksvraag, voortvloeiend uit de probleemstelling:

"Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan deze hand in hand?"

1.2.2 Deelvragen

Om een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag wordt deze opgesplitst in de volgende deelvragen.

1.2.2.1 Deelvraag 1:

"Aan welke regelgeving zijn de inkoop van eigen aandelen en insider trading onderworpen?"

In de probleemstelling werd al summier verwezen naar de regelgeving. Aan de hand van deze deelvraag wordt uitgebreider stil gestaan bij het wettelijk kader.

1.2.2.2 Deelvraag 2:

"Wat zijn de belangrijkste beweegredenen voor de inkoop van eigen aandelen en insider trading?"

Ondernemingen en insiders kunnen overgaan tot de inkoop van eigen aandelen door een hele reeks motieven. In deze deelvraag wordt getracht een beknopt overzicht te geven van de belangrijkste beweegredenen. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de onderneming enerzijds en de insiders van de onderneming anderzijds. De verschillende beweegredenen worden eveneens kort besproken.

1.2.2.3 Deelvraag 3:

"Wat zijn de verschillende inkoopmethoden?"

Ondernemingen kunnen eigen aandelen op verschillende manieren inkopen. Tussen deze methoden bestaan duidelijke verschillen. In deze deelvraag komen de verschillende inkoopmethoden aan bod en worden ze kort besproken.

1.2.2.4 Deelvraag 4:

"Wat zijn de argumenten voor en tegen insider trading?"

Vanuit maatschappelijk standpunt wordt insider trading vaak gezien als een onethische praktijk. Insiders zouden profiteren van asymmetrische informatie en de extra kennis die zij bezitten wordt gebruikt om hogere returns te behalen dan een doorsnee deelnemer van de kapitaalmarkt. In deze deelvraag komen de voor- en tegenargumenten aan bod. Voordat hiertoe wordt gekomen, worden eerst insiders en insider trading duidelijk gedefinieerd.

1.2.2.5 Deelvraag 5:

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen?"

Volgens de free cashflow- en de signaaltheorie zal de koers na de inkoop van eigen aandelen stijgen en kunnen abnormale returns worden behaald. Dit zal nagegaan worden voor Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen.

1.2.2.6 Deelvraag 6:

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met aankopen door insiders?"

Het aankopen door insiders van aandelen ten tijde van de inkoop van eigen aandelen versterkt het signaal van onderwaardering van het aandeel. Dit zal worden nagegaan in deze deelvraag, eveneens voor Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen.

1.2.2.7 Deelvraag 7:

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met verkopen door insiders?"

Het verkopen door insiders van aandelen ten tijde van de inkoop van eigen aandelen verzwakt het signaal van onderwaardering van het aandeel. Ook dit wordt nagegaan voor Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen.

1.3 Onderzoeksaanpak

Dit proefschrift bestaat uit twee grote delen: een literatuurstudie en een empirisch onderzoek. Beide delen zijn nodig om een antwoord te kunnen formuleren op de deelvragen en de centrale onderzoeksvraag. Het eerste deel behelst de literatuurstudie, het tweede deel het empirisch onderzoek. Dit onderzoek focust op Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen. De literatuurstudie heeft tot doel meer inzicht te verschaffen in de topics *inkoop eigen aandelen* en *insider trading*. Ook zullen de theorieën aan bod komen die verklaren waarom na de inkoop van eigen aandelen de koers stijgt. In het empirisch luik zal vervolgens worden nagegaan wat de prijseffecten zijn voor Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen.

1.3.1 Aanpak van de literatuurstudie

De literatuurstudie start vanuit het wetenschappelijk artikel *Insider trading and share repurchases: do insiders and firms trade in the same direction?* van Bonaimé en Ryngaert (2013). Dit artikel sluit aan op de centrale onderzoeksvraag. Vervolgens wordt vanuit de referentielijsten van dit, en andere relevante wetenschappelijke artikelen, gezocht naar bijkomende, eveneens relevante en interessante, literatuur. Ook het Wetboek van Vennootschappen en de Europese regelgeving worden geraadpleegd. Tot slot wordt, waar nodig, gebruik gemaakt van enkele (studie)boeken die van toegevoegde waarde kunnen zijn voor dit onderzoek.

Bij de zoektocht naar wetenschappelijke literatuur worden zowel Nederlandstalige als Engelstalige zoektermen gebruikt om op die manier zo veel mogelijk informatie te bekomen. Daar het empirisch onderzoek zich toespitst op Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen zal de literatuurstudie eveneens zoveel mogelijk worden toegespitst op de Belgische situatie. Zo wordt bijvoorbeeld getracht een overzicht te geven van de beweegredenen die in België het belangrijkste zijn.

Na de literatuurstudie kan een antwoord worden geformuleerd op de eerste vier deelvragen. Eveneens zullen aan het einde van de literatuurstudie de hypothesen worden opgesteld die gebruikt zullen worden om een antwoord te bekomen op de vijfde, zesde en zevende deelvraag.

1.3.2 Aanpak van het empirisch onderzoek

In hoofdstuk vijf komen twee belangrijke theorieën aan bod die trachten te verklaren waarom de koers van het aandeel stijgt nadat door de onderneming eigen aandelen zijn ingekocht. Aan de hand van deze theorieën worden de hypothesen opgesteld. De eerste theorie is de free cashflow theorie. Deze theorie stelt dat door de inkoop van eigen aandelen de free cashflow vermindert waardoor de agency kosten ook verminderen. Het management beschikt nu immers over minder cash waarmee aan empire building gedaan kan worden of waarmee ze zichzelf buitensporige vergoedingen kunnen toekennen. Dit is voor beleggers een goed signaal waardoor de koers van het aandeel zal stijgen.

De tweede theorie is de signaaltheorie. Volgens deze theorie gaat het management over tot de inkoop van eigen aandelen indien het aandeel is ondergewaardeerd. Doordat eigendom en controle zijn gescheiden bij beursgenoteerde ondernemingen is sprake van asymmetrische informatie. Het signaleren van onderwaardering via de inkoop van eigen aandelen zal dan ook een opwaarts effect van de koers teweegbrengen. Op die manier wordt de onderwaardering geleidelijk aan weggewerkt.

In het empirisch luik zal voor de Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen worden nagegaan of ook sprake is van een opwaarts effect van de koers na de inkoop van eigen aandelen. Tevens wordt dit nagegaan voor ondernemingen die eigen aandelen inkopen en tegelijkertijd te maken hebben met insiders die aandelen aankopen voor eigen rekening. Deze situatie versterkt de signaaltheorie en dus worden sterkere koersstijgingen voor deze ondernemingen verwacht. Tot slot wordt de situatie bekeken waarbij de onderneming eigen aandelen inkoopt en de insiders tegelijkertijd aandelen verkopen voor eigen rekening. Deze laatste situatie spreekt de signaaltheorie enigszins tegen en dus wordt geen, of een kleiner, positief effect op de koers verwacht.

De hypothesen zullen worden getest aan de hand van een eventstudie, en dit voor zowel de korte als de lange termijn. De informatie omtrent de inkoop van eigen aandelen en insider trading is afkomstig van de FSMA. De dagelijkse koersnoteringen zijn verzameld via yahoofinance.com en quotenet.com werd gebruikt voor het verzamelen van de relevante gegevens over de gebruikte marktindex, de EuroStoxx 600 index. De returns van de verschillende, onderzochte, aandelen worden vergeleken met deze van de marktindex om na te kunnen gaan of sprake is van een positieve abnormale return en dus een prijsstijging die sterker is dan deze van de markt.

Informatie omtrent de inkoop van eigen aandelen is verzameld voor het jaar 2011. Dit is het eerste jaar sinds de financiële crisis van 2007 waarin door meerdere Belgische, beursgenoteerde,

ondernemingen eigen aandelen worden ingekocht. De insider transacties worden ook voor dit jaar verzameld, samen met de transacties die plaatsvonden gedurende het laatste kwartaal van 2010.

Hoofdstuk 2: Wettelijk kader

Zowel de inkoop van eigen aandelen door ondernemingen als de aan- en verkopen van aandelen door insiders is in België onderworpen aan de nodige regelgeving. Het is van belang beide transacties openbaar te maken omdat iedereen die deelneemt aan de kapitaalmarkt over informatie moet kunnen beschikken omtrent deze transacties. In de meeste gevallen geven ze een, al dan niet belangrijk, signaal af. Volgens de efficiënte markthypothese, die uitgaat van een perfecte kapitaalmarkt, beschikt iedereen over alle informatie en is asymmetrische informatie onbestaande. In de praktijk is dit niet mogelijk maar de wetgever tracht deze asymmetrie wel in te perken door onder andere regels op te leggen omtrent de openbaarmaking van bovengenoemde transacties. Dit bevordert de transparantie op de aandelenmarkt. In dit hoofdstuk worden de precieze regels waaraan voldaan moet worden besproken. Achtereenvolgens komt de regelgeving omtrent inkoop eigen aandelen en de regelgeving omtrent insider trading aan bod.

2.1 Regelgeving omtrent inkoop eigen aandelen

Het inkopen van eigen aandelen wordt gereguleerd in het Wetboek van Vennootschappen. Voor de BVBA wordt de regulering beschreven in afdeling II (Verkrijging van eigen aandelen of certificaten) van hoofdstuk III (Instandhouding van het maatschappelijk kapitaal) van Titel V (Kapitaal) van boek VI (De besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid). Het gaat hierbij om 11 artikelen.¹ De regulering voor de NV kan teruggevonden worden in afdeling II (Verkrijging van effecten) van hoofdstuk IV (Instandhouding van het kapitaal) van titel V (Kapitaal) van boek VIII (De naamloze vennootschap). Hierbij gaat het eveneens om 11 artikelen.²

De verkrijging van eigen aandelen door een NV moet voldoen aan enkele voorwaarden (zie art. 620 §1 lid 1-5):

- De verkrijging is onderworpen aan een voorafgaand besluit van de algemene vergadering. Dit is niet vereist wanneer de aandelen verkregen worden om deze vervolgens aan te bieden aan het personeel. De statuten kunnen eveneens bepalen dat geen besluit van de algemene vergadering is vereist wanneer de verkrijging noodzakelijk is ter voorkoming van een dreigend ernstig nadeel voor de vennootschap.
- De nominale waarde van de eigen aandelen mag niet hoger zijn dan 20% van het geplaatst kapitaal.
- Het bedrag dat wordt uitgetrokken voor de verkrijging van de eigen aandelen moet voor uitkering vatbaar zijn.
- De verrichting kan slechts betrekking hebben op volgestorte aandelen.

¹ Art. 321 t.e.m. 331

² Art. 620 t.e.m. 630

Het aanbod tot verkrijging moet ten aanzien van alle aandeelhouders onder dezelfde voorwaarden geschieden, behalve voor de verkrijgingen waartoe eenparig besloten is door een algemene vergadering waarop alle aandeelhouders aanwezig of vertegenwoordigd waren.

Merken we op dat BVBA's niet beursgenoteerd kunnen zijn en bijgevolg niet relevant zijn voor dit proefschrift. Daarom wordt hier niet expliciet ingegaan op de verkrijging van eigen aandelen door een BVBA.

Beursgenoteerde ondernemingen, die in dit proefschrift centraal staan, dienen hun inkoopprogramma's kenbaar te maken bij de FSMA. Dit blijkt uit art. 620 §2.

Het registreren van inkopen van eigen aandelen in de boekhouding is eveneens onderworpen aan de nodige regulering. Bij het inkopen van eigen aandelen is de onderneming verplicht een onbeschikbare reserve aan te leggen, gelijk aan de waarde van de ingekochte aandelen (art. 623).

De inkoop zelf dient opgenomen te worden in het jaarverslag. Is de onderneming klein en bijgevolg niet verplicht een jaarverslag op te stellen, dan dient de inkoop vermeld te worden in de toelichting van de jaarrekening. Beursgenoteerde ondernemingen zullen echter altijd de inkoop op moeten nemen in hun jaarverslag. Art. 624 vermeldt hetgeen opgenomen dient te worden. Het gaat hierbij om het volgende:

- redenen van de verkrijgingen;
- aantal en de nominale waarde + gedeelte geplaatst kapitaal dat ze vertegenwoordigen;
- waarde van de vergoeding van de verkregen of overgedragen aandelen, winstbewijzen of certificaten;
- aantal en de nominale waarde van alle aandelen die de vennootschap heeft verkregen en in portefeuille houdt + gedeelte geplaatst kapitaal dat ze vertegenwoordigen.

2.2 Regelgeving omtrent insider trading

De wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten reguleert onder andere insider trading en de bijhorende openbaarmakingsverplichting. Bij deze wet hoort het Koninklijk besluit van 5 maart 2006. De aan- of verkopen van aandelen door insiders moet worden gemeld bij de FSMA, zoals blijkt uit artikel 25bis van de wet van 2 augustus 2002. Paragraaf 1 van dit artikel geeft aan dat alle emittenten waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt, een lijst dienen op te stellen van alle personen die bij hen, op basis van een arbeidscontract of anderszins, werkzaam zijn en op regelmatige of incidentele basis toegang hebben tot voorkennis die direct of indirect op de emittent betrekking heeft. Deze lijst dient bezorgd te worden aan de FSMA en regelmatig geactualiseerd te worden. Uit paragraaf 2 blijkt dat leidinggevenden, en personen die aan hen gelieerd zijn, de FSMA in kennis moeten stellen van transacties voor eigen rekening in aandelen van de emittent waarvan zij deel uitmaken.

Merk op dat kleine transacties niet meteen gemeld moeten worden. Kleine transacties kunnen 'opgespaard' worden totdat de drempel van 5000 euro is gepasseerd. Bij het overschrijden van deze drempel moeten de transacties binnen de 5 werkdagen na de laatste transactie gemeld worden (zie artikel 13 van het Koninklijk Besluit van 5 maart 2006). Indien onder de drempel van 5000 euro gebleven wordt gedurende één boekjaar, beschikt men over de mogelijkheid de melding uit te stellen tot 31 januari van het volgende kalenderjaar (FSMA, 2015). Artikel 13 geeft eveneens aan dat het totaalbedrag van de transacties bestaat uit de optelsom van alle transacties voor eigen rekening van de betrokken persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid bij de emittent en alle transacties voor eigen rekening van nauw met hem gelieerde personen.

Artikel 14 van hetzelfde Koninklijk Besluit somt op welke gegevens de melding moet bevatten. Het gaat hierbij achtereenvolgens om:

- naam van de persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid bij de emittent of, in voorkomend geval, naam van de persoon die nauw met deze persoon gelieerd is;
- reden voor de meldingsplicht;
- naam van de betrokken emittent;
- omschrijving van het financieel instrument;
- aard van de transactie (bijvoorbeeld verwerving of vervreemding);
- datum en plaats van de transactie;
- prijs en omvang van de transactie.

Ter volledigheid wordt hieronder een voorbeeld gegeven van een melding van een insider transactie bij de FSMA. Merken we op dat alle gegevens uit artikel 14 aan bod komen.

Datum openbaarmaking	22-12-2011
Meldplichtige	Harf Peter
Aard van de aangever	Lid van een vennootschapsorgaan
Emittent	AB InBev
Aard van de effecten	Aandeel
Aantal effecten	57280
Aard van de transactie	Verkoop
Plaats van de transactie	Euronext Brussels
Datum	19-12-2011
Munt	EUR
Totale bedrag	2546211

Figuur 1: Melding van een insider transactie bij de FSMA (bron: website FSMA)

Tot slot merken we ter volledigheid nog op dat de wet van 2 juli 2010 enkele wijzigingen heeft doorgevoerd aan de wet van 2 augustus 2002. Deze wijzigingen hebben echter geen invloed op hetgeen hierboven is vermeld.

Hoofdstuk 3: Inkoop eigen aandelen

3.1 Beweegredenen van inkoop eigen aandelen

Ondernemingen die eigen aandelen inkopen doen dit om verschillende redenen. Niet elke onderneming wordt door hetzelfde motief gedreven. De belangrijkste motieven worden hieronder besproken.

3.1.1 Signalering van onderwaardering

Ondernemingen kunnen eigen aandelen inkopen om aan de buitenwereld het signaal af te geven dat hun aandelen ondergewaardeerd zijn (Deweirdt, Goeminne, & Van Campenhout, 2004). Als gevolg van asymmetrische informatie heeft het management onder andere een beter zicht op toekomstige kasstromen en de ontwikkeling van de onderneming in vergelijking met externe partijen. Als blijkt dat het aandeel ondergewaardeerd is, rekening houdend met de evolutie van de onderneming, kunnen eigen aandelen ingekocht worden om dit te signaleren. Door deze actie van het management verkleint de informatieasymmetrie tussen het management en de externe beleggers (Mercken, 2008). Deze hypothese wordt bevestigd door Dittmar (2000). De inkoop van de eigen aandelen wordt als positief nieuws ontvangen waardoor de vraag naar de aandelen toeneemt en door de wetten van vraag en aanbod leidt dit tot een verhoging van de beurskoers. De onderwaardering wordt zo geleidelijk aan weggewerkt. Uit onderzoek van Ikenberry, Lakonishok en Vermaelen (1995) blijkt wel dat de gemiddelde reactie van de markt op het nieuws van de inkoop van eigen aandelen via een open markt aankoop slechts 3.5% is. Deze terughoudendheid is negatief gecorreleerd met de informatieasymmetrie tussen de onderneming en externe partijen. De onderwaardering van aandelen van ondernemingen waarbij een grote informatieasymmetrie bestaat, zal sneller worden weggewerkt.

3.1.2 Uitkeren van overtollige kasmiddelen

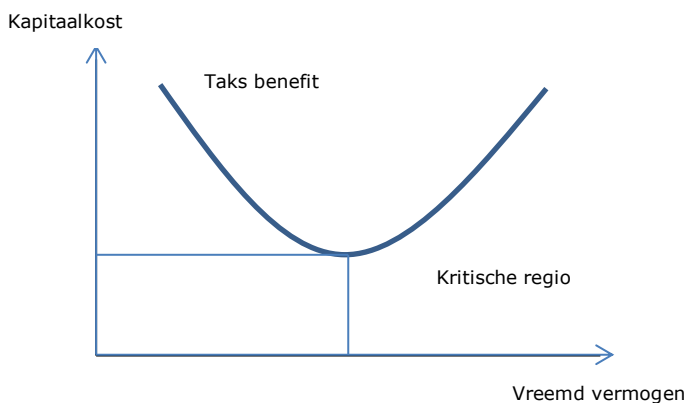
De onderneming kan geld naar de aandeelhouders laten terugvloeien via dividenden of door eigen aandelen in te kopen. Deze laatste methode is flexibeler (Deweirdt et al., 2004). Dividenden worden geacht constant te zijn doorheen de tijd, het liefst zien de aandeelhouders ze van jaar tot jaar stijgen. Dit wordt bereikt via income en dividend smoothing. Hierbij worden inkomsten en dividenden kunstmatig verschoven doorheen de tijd om beiden minder variabel te maken (Fudenberg & Tirole, 1995). Een daling van het dividend wordt niet goed ontvangen door de markt. De inkoop van eigen aandelen geeft de onderneming de mogelijkheid geld terug te geven aan de aandeelhouders zonder dat dit gepaard gaat met bepaalde verwachtingen. Indien een onderneming het goed heeft gedaan of een extra winst heeft kunnen realiseren, kan ze beslissen over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen. Het is een flexibelere en vrijblijvendere methode dan het uitkeren van dividenden. In tijden dat het minder gaat met de onderneming en de winsten bijgevolg achterblijven, worden geen aandelen ingekocht. Dit wordt niet negatief ontvangen door de markt. Ondernemingen die dividenden uitkeren zullen in bepaalde gevallen geneigd zijn leningen aan te gaan om een dividend te kunnen blijven uitkeren.

Het is echter ook mogelijk beide methoden tegelijk toe te passen. De onderneming keert van jaar tot jaar een bepaald dividend uit en eventuele bijkomende of excessieve winsten laat de onderneming terugvloeien naar de aandeelhouders via de inkoop van eigen aandelen (Duffhues, 2000).

Het uitkeren van overtollige kasmiddelen via de inkoop van eigen aandelen kan zowel een positief als een negatief signaal afgeven. Een onderneming die volop eigen aandelen inkoop zit klaarblijkelijk op een enorme berg cash zonder dat ze over interessante investeringsprojecten beschikt om in te investeren. Dit geeft het signaal af dat de onderneming weinig verdere groeimogelijkheden ziet en de maturiteitsfase heeft bereikt. Dit is een reden waarom de inkoop van eigen aandelen vaak met enige terughoudendheid wordt ontvangen. Voor outsiders is het niet altijd duidelijk of de onderneming over gaat tot de inkoop van eigen aandelen omdat het aandeel ondergewaardeerd is of omdat ze over overtollige cash beschikt. Aan de andere kant wordt de berg cash kleiner waardoor het management het geld niet kan gaan verkwisten aan nutteloze, risicovolle investeringsprojecten (Mercken, 2008). Op die manier worden de agency kosten verlaagd. Grullon et al. (2004) geven evenwel aan dat de inkoop van eigen aandelen meer positief wordt ontvangen bij ondernemingen die de intentie hebben om eerder te gaan overinvesteren.

3.1.3 Herschikken van de financiële structuur

Het inkopen van eigen aandelen vermindert het eigen vermogen indien de ingekochte aandelen worden vernietigd én kan gelijktijdig de schulden verhogen indien voor de financiering van de inkoop een beroep wordt gedaan op vreemd vermogen (Duffhues, 2000). Vreemd vermogen zorgt voor een belastingvoordeel doordat de interesten die op vreemd vermogen betaald moeten worden, fiscaal aftrekbaar zijn. Bijgevolg vermindert het belastbaar resultaat en wordt de gewogen gemiddelde kapitaalkost gedrukt. Op deze manier kan de optimale schuldgraad worden bereikt die de ondernemingswaarde maximaliseert (Deweirdt et al., 2004). Tegelijkertijd met het inkopen en vernietigen van eigen aandelen daalt de solvabiliteitsratio van de onderneming. Dit heeft, zoals reeds aangehaald in de probleemstelling, een opwaarts effect op de kapitaalkost. Het is dus van belang de inkoop en de stijging van de schuldgraad zo te balanceren zodat dit leidt tot een minimale kapitaalkost. Dit wordt weergegeven in onderstaande figuur.



Figuur 2: Kapitaalkost in functie van vreemd vermogen (bron: eigen bewerking)

3.1.4 Ondersteunen van de koers

Een onderneming heeft verschillende redenen om de koers van het aandeel te ondersteunen. Deweirdt et al. (2004) halen drie redenen aan. Voor veel ondernemingen is het imago belangrijk. Een stabiele beurskoers of een goede koers/winst verhouding geven de onderneming het imago van een goed presterend bedrijf. Het inkopen van eigen aandelen is bijgevolg een middel om deze twee imago verhogende indicatoren te ondersteunen. Een tweede reden is het zorgen voor een bepaalde minimumkoers. Het komt voor dat ondernemingen een koersgarantieplichting aangaan. De onderneming garandeert de beleggers dat de koers niet onder een bepaalde grens komt. Als dat wel het geval is, hebben de beleggers de mogelijkheid de aandelen te verkopen aan de onderneming. De onderneming zal de koers ondersteunen zodat ze boven de minimumgrens blijft. Een derde reden houdt verband met een aandelenemissie. Een aandelenemissie kan een koersdrukkend effect hebben. Om dit tegen te gaan kunnen ondernemingen na de emissie eigen aandelen inkopen om de koers te doen ondersteunen en te voorkomen dat deze daalt tot onder de uitgiftekoers.

3.1.5 Andere beweegredenen

Hierboven werden de belangrijkste motieven besproken. Echter, tal van andere beweegredenen om over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen zijn voorhanden. Deze worden hieronder beknopt besproken en werden aangehaald in de wetenschappelijke onderzoeken van Mercken (2008) en Deweirdt et al. (2004).

3.1.5.1 Hervormen van de zeggenschapsstructuur

Vele kleine minderheidsaandeelhouders zorgen voor een verwatering van de zeggenschapsstructuur. Bovendien kan een moeilijke minderheidsaandeelhouder 'uitgekocht' worden door zijn aandelen in te kopen, mits hij daarmee instemt. Daarnaast is het, in het geval een onderneming in een situatie terecht komt waarbij een fusie of overname zich aandient, aangewezen dat het management over een pakket eigen aandelen beschikt. Dit versterkt de onderhandelingspositie. Bovendien kunnen de eigen aandelen dienen als betaalmiddel. Een vijandige overname kan door middel van de inkoop van eigen aandelen eveneens worden tegengegaan. Een daling van de beurskoers maakt een onderneming aantrekkelijk om over te nemen. Door de inkoop van eigen aandelen kan de koers ondersteund worden en de dreiging afgeslagen worden. Ondernemingen die over veel liquide middelen beschikken kunnen ook een prooi worden voor overnemers. De overvloedige liquide middelen kunnen best gebruikt worden om eigen aandelen in te kopen en de dreiging zo opnieuw af te slaan.

3.1.5.2 Overgang van het aandeelhouderschap vergemakkelijken

De onderneming kan als tussenpersoon optreden door aandelen in te kopen van aandeelhouders die hun aandelen wensen te verkopen of hun pakket aandelen langzaam willen uitdunnen. Op deze manier behoudt de onderneming de controle over wie de nieuwe aandeelhouders worden.

3.1.5.3 Sturen van de winst per aandeel

Het inkopen van eigen aandelen om die vervolgens te vernietigen leidt tot een kleiner aantal uitstaande aandelen. Bijgevolg stijgt de winst per aandeel omdat de winst over minder aandelen verdeeld moet worden.

3.1.5.4 Belastingvoordeel

Dividenden die worden uitgekeerd, worden belast. De meerwaarde gerealiseerd door het verkopen van aandelen wordt vandaag de dag in België in de meeste gevallen vrijgesteld van belastingen. Een stijging van de beurskoers door de inkoop van eigen aandelen is een belastingvriendelijke manier om waarde terug te geven aan de aandeelhouders.

3.1.5.5 Hedge-hypothese

In veel gevallen worden aan het management optieplannen toegekend. Ook het personeel kan soms rekenen op een extra beloning in de vorm van opties die uitgeoefend kunnen worden. De uitoefening zal de onderneming ertoe verplichten de aandelen te leveren. Indien de onderneming niet over voldoende eigen aandelen beschikt zal ze deze moeten aankopen tegen de thans geldende koers. Een stijging van de koers is dan nadelig voor de onderneming. Om het koersrisico van de aandelen tegen te gaan kan de onderneming op voorhand de aandelen inkopen. Een andere reden voor de inkoop bestaat erin dat de onderneming geen nieuwe aandelen uit moet geven om aan de optieverplichting te kunnen voldoen. Hierdoor kan verwatering worden tegengegaan. Andere leveringsverplichtingen die een onderneming kan hebben zijn deze die gepaard gaan met converteerbare obligaties, stockdividenden, call warrants of aandelenruil bij een fusie. Een kanttekening bij deze hypothese is dat managers die opties bezitten baat hebben bij een hoge beurskoers. Daardoor kunnen managers de intentie hebben om eigen aandelen in te kopen om zo de waarde van hun opties, of hun eigen aandelen, te verhogen.

3.1.5.6 Persoonlijke motieven

Managers en bestuurders van een onderneming wiens beloningspakket onder andere bestaat uit de hoogte van de beurskoers of andere ratio's (bv. earnings per share), hebben baat bij het kunstmatig verhogen van de beurskoers of deze ratio's. Op die manier zal hun beloningspakket eveneens stijgen.

3.1.6 Beweegredenen in de praktijk

Deweirdt et al. (2004) hebben aan de hand van een enquête onderzocht waarom Belgische ondernemingen eigen aandelen inkopen. 148 Ondernemingen, allemaal genoteerd op Euronext op 31 oktober 2002, ontvingen een vragenlijst met begeleidende brief. Onderstaande tabel geeft voor 15 verschillende motieven het percentage van de ondernemingen weer die dit motief naar voren schoven om over te gaan tot hun meest recente inkoopprogramma.

<i>Id.</i>	<i>Motief</i>	<i>% (*)</i>
13.5	Leveringsverplichtingen personeelsopties en warrants	13
13.8	Signalisatie van onderwaardering	10
13.14	Ondersteuning beurskoers	10
13.12	Verhoging winst per aandeel	9
13.12	Overtollige kasmiddelen – gebrek investeringsopportuniteiten	9
13.6	Alternatief voor dividenduitkering	8
13.3	Vermijden of verhinderen van verzwakking aandeel	7
13.7	Financiering overname	7
13.15	Verhinderen overname	6
13.1	Optimale kapitaalstructuur	6
13.13	Verhoging financiële hefboom	5
13.4	Vrijwaring zeggenschap	3
13.9	Vermindering aandelenaanbod	3
13.10	Conversiedoeleinden	3
13.11	Besloten status	3
13.16	Andere	1

(*) Sommeert niet tot 100% als gevolg van afrondingen.

Tabel 1: Motieven inkoop eigen aandelen Belgische ondernemingen 2004 (bron: overgenomen uit Deweydt et al., 2004)

Uit deze tabel blijkt dat de meeste ondernemingen leveringsverplichtingen aanhalen als motief voor hun inkoopprogramma. Het gaat om 13%. Op de tweede plaats staan het signaleren van onderwaardering en het ondersteunen van de koers. In beide gevallen gaat het om 10%. Verder zijn het verhogen van de winst per aandeel en het uitkeren van overtollige kasmiddelen eveneens populaire beweegredenen. Hier gaat het in het beide gevallen om 9%.

Recenter heeft Wouters (2010) onderzocht welke redenen werden aangehaald in de jaarverslagen van 2007, 2008 en 2009 om te verantwoorden waarom eigen aandelen werden ingekocht. Een samenvatting van zijn resultaten is terug te vinden in de volgende tabel.

Motief	2007	2008	2009
Hedge-hypothese	48%	48%	55%
Optimale kapitaalstructuur	24%	14%	9%
Vrije kasstroomhypothese	14%	14%	0%

Tabel 2: Motieven inkoop eigen aandelen Belgische ondernemingen 2010 (bron: aangepast uit Wouters, 2010)

Uit dit onderzoek blijkt dat opnieuw de leveringsverplichtingen worden aangehaald als belangrijkste motief om over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen. Weliswaar wordt het hier de hedge-hypothese genoemd maar zoals hierboven aangehaald ontstaat deze beweegreden omdat de onderneming in de toekomst aandelen zal moeten leveren en zich daarvoor wenst in te dekken.

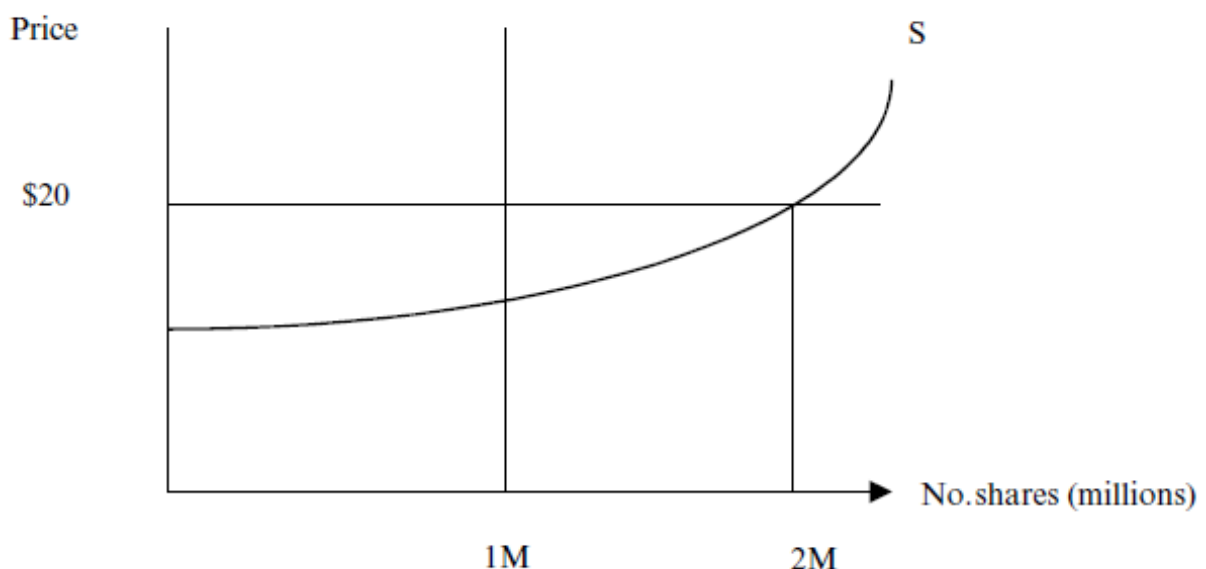
Enigszins opvallend is dat de optimale kapitaalstructuur het tweede belangrijkste motief is. In het vorige onderzoek stond dit motief op plaats zes. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat het onderzoek van Wouters (2010) de motieven bestudeerde van slechts 21 ondernemingen. Hierdoor kunnen enkele ondernemingen het beeld vertekenen en is het mogelijk dat zijn resultaat niet generaliseerbaar is voor alle beursgenoteerde ondernemingen. Op de derde plaats staat de vrije kasstroomhypothese, dit komt overeen met het uitkeren van overtollige kasmiddelen – gebrek aan investeringsopportuniteiten in het vorige onderzoek. Immers, de vrije kasstroomhypothese stelt dat de agency kosten verlaagd kunnen worden door de vrije kasstroom te verminderen. Dit kan gebeuren door het inkopen van eigen aandelen.

3.2 Inkoopmethoden

Er zijn vijf verschillende methoden om eigen aandelen in te kopen. In deze paragraaf wordt een overzicht van deze methoden gegeven.

3.2.1 Openbaar bod

Bij deze methode maakt de onderneming bekend hoeveel eigen aandelen ze wenst in te kopen tegen een welbepaalde prijs (Vermaelen, 2005). Deze prijs is vast en meestal hoger dan de marktprijs. Het aanbod blijft in de meeste gevallen een 3-tal weken tot een maand geldig na het bekendmaken ervan. Aandeelhouders kunnen in die periode hun aandelen te koop aanbieden. Indien het aantal te koop aangeboden aandelen kleiner is dan het aantal aandelen dat de onderneming wenst in te kopen, zal zij al deze aandelen inkopen. In het andere geval, als het aantal te koop aangeboden aandelen groter is dan het aantal aandelen dat de onderneming wenst in te kopen, beschikt de onderneming over de mogelijkheid om een hoeveelheid aandelen in te kopen tussen het gewenste aantal en het beschikbare aantal. Onderstaande figuur verduidelijkt dit.

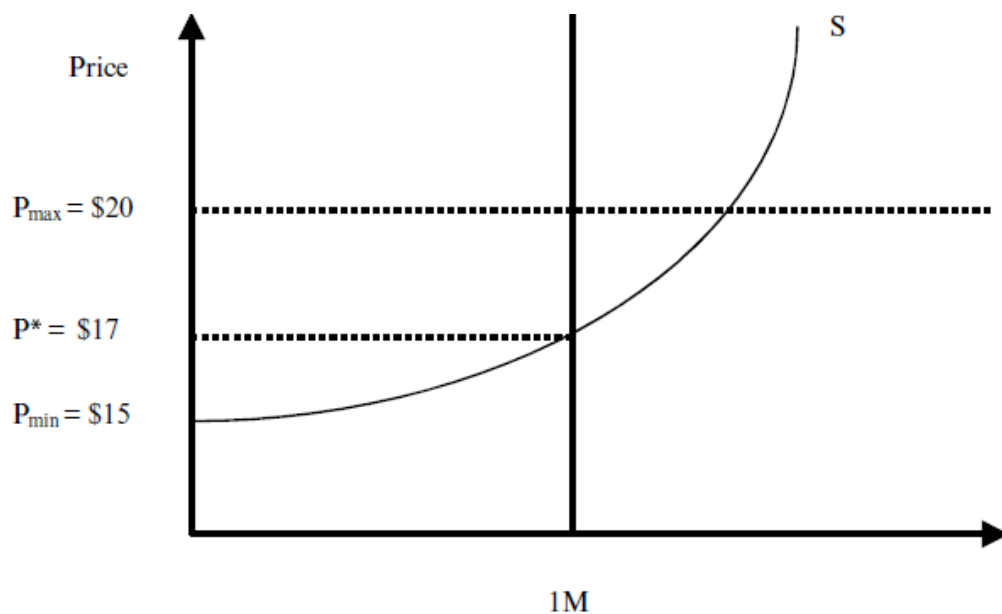


Figuur 3: Openbaar bod (bron: overgenomen uit Vermaelen, 2005)

In deze figuur wenst de onderneming 1 miljoen aandelen in te kopen tegen \$20 per aandeel. Het aantal aangeboden aandelen bij deze prijs is echter 2 miljoen. De onderneming kan dus elk aantal aandelen inkopen tussen de 1 en 2 miljoen.

3.2.2 Aanbod per opbod

Deze methode wordt gekenmerkt door een range van prijzen. In tegenstelling tot de methode hierboven is hier geen sprake meer van één, vaste, prijs. Elke aandeelhouder maakt voor zichzelf uit wat voor hem een acceptabele prijs is en hoeveel aandelen hij wenst te verkopen tegen deze prijs. De onderneming zal vervolgens eerst de goedkoopste aandelen inkopen en vervolgens de iets duurdere. Dit proces stopt van zodra het gewenste aantal aandelen is ingekocht (Vermaelen, 2005). Aandeelhouders worden dus aangezet hun prijs laag te zetten omdat dan de kans het grootst is dat hun bod wordt aanvaard (Evers, 2001 in Deweirtdt et al., 2004). Dit wordt verduidelijkt op onderstaande figuur.



Figuur 4: Aanbod per opbod (bron: overgenomen uit Vermaelen, 2005)

In dit geval wenst de onderneming opnieuw 1 miljoen aandelen in te kopen. Echter, in dit geval wordt een prijsrange vastgesteld gaande van \$15 per aandeel tot \$20 per aandeel. Uit de figuur blijkt dat 1 miljoen aandelen worden aangeboden tegen \$17 per aandeel. Het had ook gekund dat reeds 300.000 aandelen werden aangeboden tegen \$15 per aandeel. In dat geval had de onderneming nog maar 700.000 aandelen moeten inkopen tegen \$17 per aandeel.

Uit dit voorbeeld blijkt al meteen een eerste belangrijk voordeel van deze inkoopmethode in vergelijking met het openbaar bod: het is een goedkopere methode. Daarnaast kan de onderneming eerst aandelen terugkopen van pessimistische aandeelhouders die over het algemeen bereid zijn te verkopen tegen lagere prijzen. Op die manier kan de onderneming de pessimistische aandeelhouders uitkopen. Dit is enkel mogelijk omdat bij het aanbod per opbod niet alle aandeelhouders gelijk behandeld worden. Tot slot zal de uitoefenprijs bij het aanbod per opbod

dalen als de markt ook neerwaarts beweegt. Dit gebeurt niet bij de vorige methode omdat daar de prijs vast is. In het geval van een slechter presterende markt kan de onderneming dus profiteren van lagere prijzen. Als de markt zou crashen zou de aanbodcurve in figuur 4 bijna horizontaal worden, dit resulteert in een prijs van \$15 per aandeel.

3.2.3 Open markt inkopen

Dit is de meest populaire methode om eigen aandelen terug in te kopen bij beursgenoteerde ondernemingen. De vorige twee methoden worden vooral toegepast door niet-beursgenoteerde vennootschappen (Deweirdt et al., 2004). De onderneming geeft een broker de opdracht om een vooraf vastgesteld aantal aandelen te kopen op de beurs tegen de dan geldende koers. Deze manier van inkopen is echter gebonden aan een aantal beperkingen. Zo mogen ondernemingen vaak niet meer dan een x-percentag van de gemiddelde dagelijkse trading volumes inkopen per maand. Een gevolg hiervan is dat het een langere tijd in beslag neemt voordat het gewenste aantal aandelen is ingekocht (Vermaelen, 2005).

3.2.4 Private inkoop

Ondernemingen kunnen ook kiezen om hun aandelen in te kopen van een grote aandeelhouder. Peyer en Vermaelen (2005) onderscheiden vier verschillende types van private aankopen. Het eerste type wordt beschouwd als 'greenmail'. Dit is een praktijk waarbij een investeerder een groot aantal aandelen verwerft van een onderneming waardoor de dreiging van een overname ontstaat. Hierdoor dwingt ze de onderneming haar eigen aandelen terug in te kopen voor een prijs die hoger ligt dan de marktprijs. Deze praktijk was vooral populair in de jaren 80 van de vorige eeuw. De laatste jaren komt het niet meer voor, mede doordat ondernemingen vaak over een gifpil beschikken om een vijandige overname af te slaan. Zo'n gifpil stelt de onderneming in staat extra aandelen te creëren indien een vijandige overname zich voordoet. Een tweede type doet zich voor indien insiders of werknemers hun aandelen wensen te verkopen. In dit geval wordt meestal geen premie betaald. Bij een derde type wordt, net zoals bij het eerste type, eveneens een premie betaald maar niet omdat het gaat om 'greenmail'. In dit geval betaalt de onderneming op de aandelen die ze inkoop een premie omdat ze overtuigd is dat haar aandelen ondergewaardeerd zijn. Tot slot kan de onderneming eigen aandelen inkopen via een private aankoop, maar onder de marktprijs. In dit geval gaat het vaak om een grote aandeelhouder die zijn aandelen wenst te verkopen maar dit niet via de kapitaalmarkt kan doen. Hiervoor kunnen meerdere redenen zijn zoals het ongewild beïnvloeden van de aandelenprijs of het niet voorhanden zijn van voldoende liquiditeiten.

3.2.5 Optiecontracten

De inkoop aan de hand van deze methode wordt uitgevoerd met behulp van verschillende afgeleide producten. Een eerste manier is het gebruik van call opties. Deze geven de onderneming het recht aandelen aan te kopen aan een vooraf vastgestelde prijs op een vooraf vastgesteld tijdstip. In het geval van een Amerikaanse optie kan de optie ook voor de eindvervaldag worden uitgeoefend. (Deweirdt et al., 2004).

Hoofdstuk 4: Insider trading

4.1 Wie zijn insiders?

Bij het vallen van het woord insiders zal iedereen zich hier wel iets bij kunnen voorstellen. Wanneer echter nagedacht wordt over het begrip rijst al gauw de twijfel. Is de broer van een CEO ook een insider? Hij beschikt niet rechtstreeks over informatie van de onderneming waarvan zijn broer CEO is maar hij kan via hem wel over deze informatie beschikken. Daarom is het van belang dat even wordt stilgestaan bij het begrip insiders zodat vanaf nu duidelijk is wie dit precies zijn. Richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik maakt een onderscheid tussen twee groepen insiders, zijnde primaire en secundaire insiders. Deze groepen worden hieronder besproken. Enkel indien men behoort tot één van de twee groepen is het verbod op misbruik van voorwetenschap van toepassing. In de praktijk blijkt dat quasi iedereen onder het verbod valt omdat de begrippen enorm ruim gedefinieerd zijn.

4.1.1 Primaire insiders

De primaire insiders bestaan uit vier groepen.³ Het gaat om personen die in het bezit zijn van informatie verkregen vanwege:

- hun hoedanigheid als lid van de bestuurs-, leidinggevende of toezichhoudende organen van de emittent, of
- hun deelneming in het kapitaal van de emittent, of
- het feit dat ze toegang hebben tot de informatie vanwege de uitoefening van hun werk, beroep of functie, of
- criminele activiteiten.

Onder de derde groep vallen onder andere advocaten, consultants, leveranciers en personeelsleden. Daarnaast zijn beurshandelaren en brokers eveneens primaire insiders omdat zij de orders van de onderneming uitvoeren. Deze personen kunnen aandelen kopen net voor een belangrijke aankooporder en aandelen verkopen net voor een belangrijke verkooporder (Sercu et al., 1998).

4.1.2 Secundaire insiders

Uit artikel 4 van richtlijn 2003/6/EG blijkt dat de lidstaten er zorg voor moeten dragen dat iedere andere persoon, dan de in artikel 2 bedoelde personen, die over voorwetenschap beschikt en weet of zou moeten weten dat het om voorwetenschap gaat, eveneens als insider wordt beschouwd. Dit zijn de secundaire insiders. Het gaat onder andere om personen gelieerd aan een "corporate insider", zoals familieleden.

³ Deze worden opgesomd in art. 2, lid 1 van richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik.

4.1.3 Insiders in dit proefschrift

Zoals reeds aangehaald in de probleemstelling wordt in dit proefschrift vertrokken van de definitie van Chan et al. (2012) om insiders te omschrijven. Zij definiëren insiders als "directors and officers". Sercu et al. (1998) halen aan dat hier doorgaans mee verwezen wordt naar "corporate insiders", zoals de directieleden en de leden van de raad van bestuur. Het gaat dus om één van de groepen van de primaire insiders. Verder benadrukken zij dat het wettelijk kader niet enkel betrekking heeft op deze 'interne' insiders maar ook op onder andere personen die door de uitoefening van hun beroep met de onderneming te maken hebben. Ook deze insiders worden in dit proefschrift mee in rekening genomen.

Kort samengevat focussen wij op eenieder die verplicht is zijn transacties te melden bij de FSMA. Dit zijn zowel de primaire als de secundaire insiders, zoals blijkt uit het wettelijk kader dat besproken werd in paragraaf 2.2. Het woord insiders slaat in dit proefschrift dus op beide groepen insiders.

4.2 Voorwetenschap

Vanaf het moment waarop insiders aandelen kopen of verkopen spreekt men van insider trading. Dit wordt veelal gezien als illegaal. Hierbij wordt een belangrijk element uit het oog verloren. Men kan pas spreken van illegale insider trading van zodra wordt gehandeld op basis van voorwetenschap en dus misbruik wordt gemaakt van deze voorwetenschap. De gerapporteerde insider transacties bij de FSMA zouden bijgevolg enkel mogen bestaan uit handel zonder voorkennis. Volgens Sercu et al. (1998) betekent het misbruik maken van voorwetenschap dat de informatie ook effectief aangewend wordt ten voordele van het eigen profijt of dat van iemand anders. In de Belgische wet wordt voorwetenschap als volgt gedefinieerd:⁴

'Niet openbaar gemaakte informatie die concreet is, die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op één of meer emittenten van financiële instrumenten of op één of meer financiële instrumenten die, indien zij openbaar zouden worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of op daarvan afgeleide financiële instrumenten.'

4.2.1 Voorwaarden

Vier voorwaarden dienen te zijn voldaan om te kunnen spreken van voorwetenschap. Het gaat hierbij om de volgende elementen (Van den Bossche, C., z.d.):

- niet openbare informatie;
- concrete informatie (van een voldoende zekere aangelegenheid én specifiek);

⁴ Art. 2 lid 14, Wet 2 augustus 2002. Deze definitie is overgenomen uit art. 1 van Richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik.

- informatie die rechtstreeks of indirect betrekking heeft op één of meer (emittenten van) financiële instrumenten;
- koersgevoelige informatie.

Deze elementen worden hieronder verder toegelicht.

4.2.1.1 Niet openbare informatie

De informatie mag niet openbaar zijn. Van openbaar gemaakte informatie wordt immers verondersteld dat deze reeds verwerkt is in de koers van het aandeel. Volgens Bergmans (1992, in Van den Bossche, z.d.) wordt informatie als openbaar beschouwd indien deze beschikbaar of toegankelijk is voor alle beleggers. Ook toekomstige beleggers moeten over de informatie kunnen beschikken omdat zij anders afgeschrikt kunnen worden wanneer andere deelnemers aan de kapitaalmarkt wel over deze informatie zouden beschikken (Van den Bossche, z.d.). Het beschikbaar zijn van de informatie is cruciaal, het effectief kennis hebben genomen van de informatie is niet van belang. Zolang de mogelijkheid bestaat om de informatie te verkrijgen spreekt men van openbare informatie.

4.2.1.2 Concrete informatie

Om te kunnen spreken van concrete informatie zijn twee elementen van belang. Eerst en vooral moet de informatie betrekking hebben op een reeds bestaande gebeurtenis of een gebeurtenis waarvan met voldoende zekerheid kan worden gezegd dat deze zich gaat voordoen (Van den Bossche, z.d.). Geruchten of speculaties zijn bijgevolg niet concreet en worden dus niet beschouwd als voorwetenschap. De toekomstige gebeurtenis hoeft zich ook niet effectief voor te doen. Het tweede element heeft betrekking op het al dan niet specifiek zijn van de informatie. De informatie moet toelaten om de impact ervan te kunnen inschatten (Geens & Wouters, 2005).

4.2.1.3 Rechtstreeks of indirect betrekking op één of meer instrumenten

De informatie hoeft niet rechtstreeks een invloed te hebben op één of meerdere financiële instrumenten van de emittenten. Zo kan ook de beslissing van de Europese Centrale Bank (ECB) om de rentevoet te verhogen of te verlagen gezien worden als voorwetenschap (Van den Bossche, z.d.). Bovendien is het mogelijk dat door de informatie ook afgeleide producten zoals futures of opties worden beïnvloed. Vandaar dat het begrip voorwetenschap wordt uitgebreid tot informatie die ofwel het aandeel beïnvloedt, de afgeleide producten of beiden.

4.2.1.4 Koersgevoelige informatie

Tot slot moet de informatie het potentieel hebben om de koers van het aandeel aanzienlijk te kunnen beïnvloeden. De wetgever geeft echter niet aan wanneer gesproken kan worden van een aanzienlijke invloed. Dit zal ingevuld moeten worden door de rechters en regulerende instanties (Van den Bossche, z.d.). Informatie die nauwelijks een impact heeft op de koers kan dus niet worden beschouwd als het voorwerp van voorwetenschap.

4.2.2 Verboden handelingen

Insiders die over voorwetenschap beschikken mogen enkele handelingen niet uitvoeren (Van den Bossche, z.d.). Het gaat hierbij om het volgende:

- kopen of verkopen van de financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft;
- meedelen aan derden van hun kennis;
- tippen van derden om ze aan te zetten tot het kopen of verkopen van de financiële instrumenten. Een aanbeveling volstaat, het meedelen van de voorwetenschap is niet noodzakelijk.

Ook deze elementen worden hieronder verder toegelicht.

4.2.2.1 *Kopen of verkopen*

Personen die over voorwetenschap beschikken mogen deze voorwetenschap niet gebruiken door, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft te verkrijgen of te vervreemden, of te trachten deze te verwerven of te vervreemden.⁵

4.2.2.2 *Meedelen van kennis*

Personen die over voorwetenschap beschikken mogen deze voorwetenschap niet aan een derde meedelen, tenzij dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functie.⁶ Het is dus niet verboden de voorwetenschap over te dragen als dit noodzakelijk is voor het normaal kunnen uitoefenen van het werk, beroep of functie. De mededeling is evenwel enkel gerechtvaardigd indien ze strikt vereist is en tevens de proportionaliteitstoets heeft doorstaan (Van den Bossche, z.d.).

4.2.2.3 *Tippen van derden*

Personen die over voorwetenschap beschikken mogen op grond van deze voorwetenschap een derde niet aanbevelen of ertoe aanzetten om financiële instrumenten waarop die voorwetenschap betrekking heeft, te verkrijgen of te vervreemden, of door een andere persoon te doen verkrijgen of vervreemden.⁷ Belangrijk hierbij is dat het niet noodzakelijk is dat de voorwetenschap effectief meegedeeld dient te worden. Een aanbeveling, of het op subtiele wijze aansturen om een transactie door te voeren, volstaat om onder het verbod te vallen (Van den Bossche, z.d.).

⁵Art. 2, lid 1 van richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik

⁶Art. 3, punt a, van richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik

⁷Art. 3, punt b, van richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik

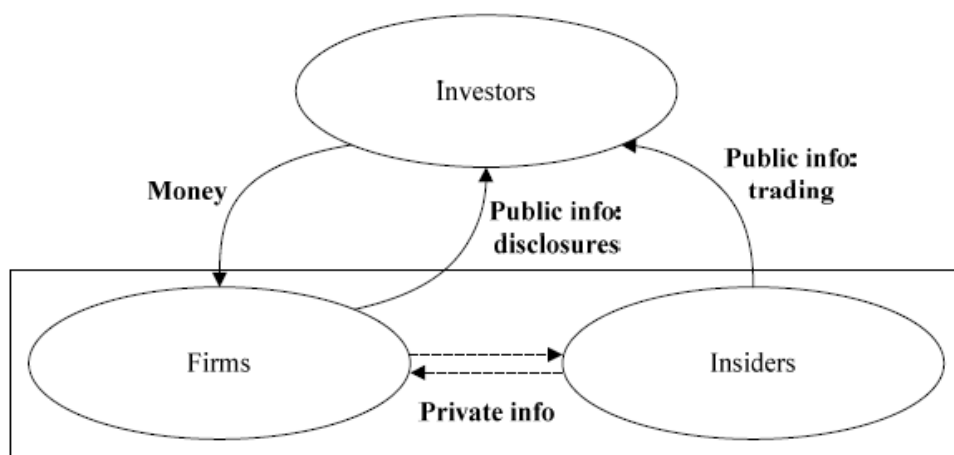
4.3 Heersende perceptie en informatiestromen

4.3.1 Heersende perceptie

Zoals hierboven reeds aangehaald wordt insider trading vaak aanzien als een illegale en unfaire manier, omwille van asymmetrische informatie, waarmee insiders voor eigen rekening abnormale winsten proberen te behalen. In het brede publiek heerst dan ook al gauw de perceptie dat insider trading illegaal is. Echter, wanneer aan de nodige regels, zoals onder andere beschreven in de wet van 2 augustus 2002 inzake het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten én de richtlijn inzake marktmisbruik, wordt voldaan is hier geen sprake van en zouden insiders ook niet in staat moeten zijn abnormale opbrengsten te behalen. Indien insiders toch abnormale opbrengsten behalen in vergelijking met de doorsnee beleggers zouden we kunnen concluderen dat deze wet en/of de richtlijn aan effectiviteit mist (De Wit, 2013). Uit onderzoek van Leland (1992) blijkt dat insiders profiteren van insider trading. Aan de andere kant haalt Veenman (2010) in zijn onderzoek aan dat de perfecte timing van insiders om aandelen aan te kopen verklaard kan worden op twee manieren. Insiders zouden beter in staat zijn om de waarde van de onderneming vast te stellen en fouten te ontdekken bij het evalueren van een onderneming door de markt. Daarbovenop stelt de extra kennis van de onderneming waarover ze beschikken hen in staat om de lange termijn prestaties te voorspellen. Deze twee redenen hoeven geen verband te houden met voorwetenschap. Uit het onderzoek van De Wit (2013) blijkt verder het volgende: "we kunnen dus met hoge zekerheid stellen dat een aantal insiders wel degelijk gebruik maken van hun voorkennis. Ons onderzoek toont tevens aan dat deugdelijk bestuur wetgeving deze tendens niet heeft kunnen terugdringen. We kunnen dus enkel besluiten dat een herziening van de wetgeving betreffende handel met voorkennis zich opdringt." Dat insider trading nog steeds een negatieve klank heeft, blijkt ook uit de vele wetenschappelijke onderzoeken naar dit fenomeen waarin gepoogd wordt aan te tonen waarom dit dan wel een unfaire praktijk is. Hierop wordt uitgebreid teruggekomen in paragraaf 4.5.3.

4.3.2 Informatiestromen investeerders, ondernemingen en insiders

Figuur 5 hieronder geeft een overzicht van de stromen van informatie tussen investeerders, ondernemingen en insiders (Veenman, 2010). Merk op dat het hier gaat om primaire insiders, en meer bepaald de corporate insiders oftewel de managers. De figuur is een vereenvoudigde weergave van de werkelijkheid, zo ontbreken bijvoorbeeld financiële instellingen. De investeerders zijn huishoudens met spaargelden, andere ondernemingen en beleggers die bereid zijn geld ter beschikking te stellen van een onderneming met een goed idee. Dit wordt gedaan met het oog hierop een rendement te behalen. De ondernemingen gaan dit geld vervolgens gebruiken om te investeren en hun producten en/of diensten op de markt te brengen.



Figuur 5: Informatiestromen (bron: overgenomen uit Veenman, 2010)

De eerste groep van de primaire insiders zijn de personen die de beslissingen nemen voor de onderneming, want deze laatste is enkel een juridische entiteit. Aangezien de investeerders geld ter beschikking stellen met het oog een rendement te behalen, zullen zij op gezette tijden op de hoogte willen worden gebracht van het reilen en zeilen van de onderneming en meer bepaald een inzicht krijgen in de financiële prestaties. Beursgenoteerde bedrijven in België zullen, conform diverse Europese transparantierichtlijnen, hun jaar-, halfjaar- en kwartaalcijfers binnen een zekere tijdspanne naar buiten brengen. Vaak wordt hierbij ook een prognose meegegeven voor de rest van het boekjaar. Deze informatie is publiekelijk beschikbaar. Potentiële investeerders gebruiken deze informatie om te beslissen in welke onderneming te investeren omdat ze aan de hand van de jaarrekening en het jaarverslag goede van minder goede investeringen kunnen onderscheiden. Uit de agency theorie blijkt eveneens een andere reden waarom het van belang is dat de managers rekenschap geven van hun beleid via de jaarrekening (Goergen, 2012). De agent (de managers) handelt in het belang van de principaal (de aandeelhouders of investeerders). Omwille van de asymmetrische informatie is het echter mogelijk dat het fenomeen moral hazard ontstaat. Algemeen wordt moral hazard als volgt gedefinieerd (Goergen, 2012):

'Moral hazard consists of the fact that once a contract has been signed it may be in the interests of the agent to behave badly or at least less responsible, i.e. in ways that may harm the principal while clearly serving the interests of the agent.'

Concreet bestaat het gevaar dat de managers beslissingen nemen waarbij ze hun eigen belang boven dat van de investeerders plaatsen. Dit is mogelijk omdat de principaal de agent nooit volledig kan controleren, wel wordt de kans op moral hazard kleiner door de openbaarmaking van de jaarrekening en het jaarverslag waarin rekenschap wordt gegeven van het beleid.

De openbaarmakingen van de cijfers en jaarrekeningen vertonen vaak enkele vertekeningen of zijn niet altijd even duidelijk voor de doorsnee belegger. Een gedegen kennis van de manier waarop een jaarrekening tot stand komt is onontbeerlijk om de juiste conclusies te kunnen trekken. Maar

zelfs dan is het vaak nog moeilijk om de juiste informatie uit de jaarrekening te halen omdat heel wat informatie vaak wordt geïntegreerd in één cijfer. Daardoor zal de private informatie waarover de insiders beschikken vaak privé blijven. De informatieasymmetrie tussen insiders enerzijds en beleggers anderzijds zou verkleind kunnen worden door extra openbaarmakingen, die niet bij wet verplicht zijn. Echter, dit kan de concurrentiepositie van de onderneming grondig aantasten aangezien deze informatie dan ook beschikbaar is voor de concurrenten. Insider trading zou wel (een deel van) de extra informatie kunnen onthullen die niet duidelijk wordt uit de jaarrekeningen. De aan- en verkopen van aandelen door insiders is namelijk het meest directe signaal van de private informatie waarover insiders beschikken. De precieze beweegredenen van de insiders worden in de volgende paragraaf besproken.

4.4 Beweegredenen van insiders

Primaire en secundaire insiders die aandelen aankopen hebben hier, net zoals ondernemingen die eigen aandelen inkopen, een reden voor. Deze zijn echter niet zo uitgebreid als die van de ondernemingen. De voornaamste beweegredenen worden hieronder besproken. De beweegredenen om aandelen te verkopen worden eveneens aangehaald maar hier wordt niet verder op ingegaan aangezien in dit proefschrift aankopen door insiders centraal staan. Als leidraad voor deze paragraaf wordt gebruik gemaakt van het wetenschappelijk artikel van Kallunki, Nilsson en Hellström (2009).

4.4.1 Aankopen door insiders

4.4.1.1 Onderwaardering van het aandeel

Net zoals voor inkopen door ondernemingen wordt algemeen gesteld dat onderwaardering van het aandeel als voornaamste beweegreden kan worden gezien om aandelen aan te kopen. Na openbaarmaking van deze aankooptransacties door insiders zal de onderwaardering geleidelijk worden weggewerkt door een stijging van de koers. Het signaal dat door de aankopen van insiders wordt afgegeven is vaak hetzelfde als deze afgegeven door een onderneming die eigen aandelen inkoopt. Hierbij rijst de vraag of de insiders handelen op basis van voorwetenschap of een betere interpretatie van de algemeen beschikbare informatie.

4.4.1.2 Zelfoverschatting

Insiders hebben vaak veel (en meer) vertrouwen in hun eigen waardering van het aandeel dan in die van andere deelnemers van de aandelenmarkt en wiens percepties worden gereflecteerd in de koers van het aandeel. Insiders die de toekomst rooskleurig(er) inzien, zullen aandelen aankopen. Bovendien weerhoudt dit hen ook vaak tot het overgaan van de verkoop van aandelen.

4.4.1.3 Disposition effect

Dit effect is gebaseerd op de 'prospect' theorie van Kahneman en Tversky (1979). Deze theorie focust op hoe beslissingen worden gemaakt die risico met zich meebrengen. Het disposition effect heeft te maken met de risicoperceptie van insiders en hun risicoaversie. Insiders die risico zoveel mogelijk willen vermijden zullen aandelen aankopen wanneer de aandelen volgens hen weinig

risico met zich meebrengen. Omgekeerd zullen deze insiders hun aandelen verkopen als het gepercipieerde risico toeneemt.

4.4.2 Verkopen door insiders

Ook voor de verkopen zijn een aantal beweegredenen voorhanden. Het gaat onder andere om:

- diversificatieoogpunt: aandelen worden verkocht om de portefeuille te diversifiëren en zo het risico in te perken (Ke, Huddart, & Petroni, 2003);
- liquiditeitsbehoefte: als een insider geld nodig heeft voor persoonlijke bestedingen of andere investeringen kan hij een deel van zijn aandelen verkopen;
- belastingvoordelen.

4.5 Voor- en nadelen van insider trading

Het debat over insider trading is niet van gisteren. Het wordt al lange tijd gevoerd. Het verdiepen in de literatuur omtrent insider trading leert dat het een onderwerp is waar zowel voor- als tegenstanders van zijn. Vaak kan de discussie worden herleid tot twee vragen: is insider trading ethisch verantwoord en is het economisch efficiënt om insider trading toe te laten? (Leland, 1992). In deze paragraaf komen achtereenvolgens de argumenten voor- en tegen insider trading aan bod.

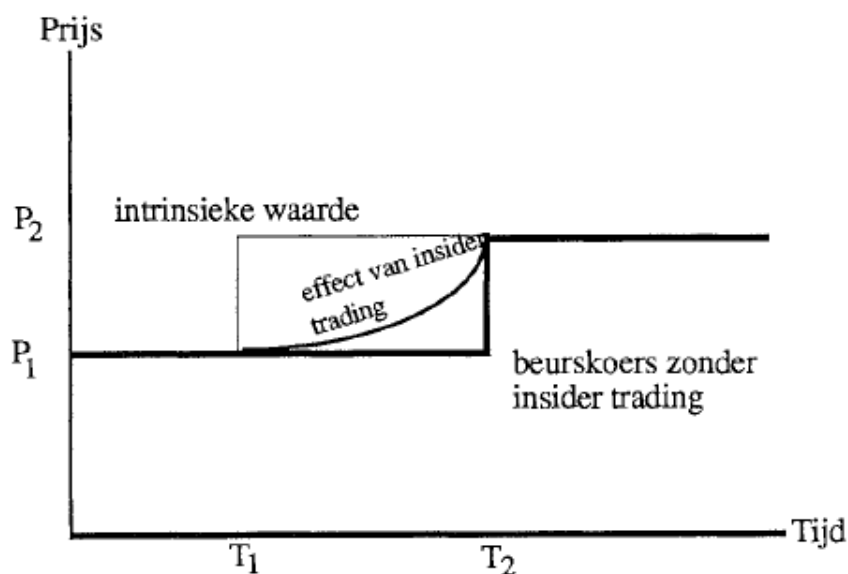
4.5.1 Argumenten voor insider trading

In 1966 schreef Henry G. Manne, wijlen professor aan de George Mason University, een boek getiteld 'Insider trading and the stock market'. In datzelfde jaar verscheen van hem een paper waarin hij insider trading verdedigt. Dit is misschien wel de bekendste paper waarin insider trading wordt verdedigd. De titel is veelzeggend: 'In defense of insider trading'. Samen met andere voorstanders, zoals Carlton en Fischel (1982), argumenteert hij dat insider trading ervoor zorgt dat de aandelenprijs in de juiste richting beweegt zodat de koers beter overeenkomt met de intrinsieke waarde van de onderneming. Hierdoor kunnen betere beslissingen worden genomen en kan risico worden gereduceerd (Leland, 1992). Dit argument hangt samen met de efficiënte markthypothese. Aan de hand van het handboek 'International corporate governance' van Goergen (2009) zal deze nu kort worden toegelicht. Vervolgens kan dan de link worden gelegd met insider trading.

De efficiënte markthypothese (EMH) stelt dat de aandelenmarkten efficiënt zijn en dat ten alle tijden alle beschikbare informatie is geïncorporeerd in de koersen van de aandelen. Dit is een ideale, theoretische, situatie. Vandaar dat drie vormen van de EMH onderscheiden kunnen worden: de zwakke, semi-sterke en sterke vorm. Volgens de zwakke vorm kunnen de toekomstige koersen niet worden voorspeld aan de hand van de historische koersen. De markten functioneren op het gebied van efficiëntie zwak en niet alle publiek beschikbare informatie is geïncorporeerd in de koersen. Volgens de semi-sterke vorm reflecteren de koersen wel alle publiek beschikbare informatie zoals de informatie die blijkt uit jaarrekeningen, de analyses van financiële analisten en krantenartikelen. Deelnemers van de aandelenmarkt zullen dus geen abnormale winsten kunnen realiseren op basis van publiek beschikbare informatie omdat deze reeds volledig is geïncorporeerd

in de koersen. Tot slot reflecteren de koersen volgens de sterke vorm van de EMH ook de private informatie. Dus onder deze vorm kunnen zelfs de insiders die over de private informatie beschikken geen abnormale winsten realiseren. Uit diverse wetenschappelijke onderzoeken blijkt dat dit toch het geval is (Jeng, Metrick en Zeckhauser, 2003; Ke et al., 2003). Daarom kan geconcludeerd worden dat we in de praktijk te maken hebben met de semi-sterke vorm van de EMH.

Volgens de voorstanders van insider trading zorgt het dus voor een aandelenprijs die beter overeenstemt met de intrinsieke waarde. De private informatie wordt door insider trading geïncorporeerd in de koers. Het verbieden ervan zou leiden tot een aandelenprijs die gedurende langere tijd afwijkt van de intrinsieke waarde. Dit leidt tot minder efficiënte aandelenmarkten (Sercu et al., 1998). Onderstaande figuur verduidelijkt dit eerste argument.



Figuur 6: Effect van insider trading (bron: overgenomen uit Sercu et al., 1998)

In deze figuur beschikken de insiders over nieuwe, niet publiekelijk beschikbare, informatie op tijdstip T_1 . Doordat zij vervolgens gaan handelen in de aandelen zal in de koers langzaam de nieuwe informatie worden verwerkt en zo evolueren van P_1 naar P_2 . Als insider trading verboden zou zijn, wordt de aanpassing van de koers uitgesteld tot de verspreiding van de nieuwe informatie op tijdstip T_2 . Het gevolg is dat kopers te lang een te lage prijs betalen en de verkopers te lang een te lage prijs ontvangen. Volgens dit argument is het dus economisch verantwoord om insider trading toe te laten, de efficiëntie van de markten zal erdoor verhogen.

Manne (1966) begon zijn paper met het schetsen van een beeld van de heersende perceptie in 1966. Begin 1932 begon in de Verenigde Staten het Pecora onderzoek uitgevoerd door de United States Senate Committee on Banking and Currency. Dit onderzoek richtte zich op de oorzaken die leidden tot de Wall Street crash van 1929. In die tijd werden de activiteiten van prominente sleutelfiguren die een rol speelden in insider trading omschreven als immoreel en gewetenloos. De jaren daarna werd insider trading geheld als een activiteit die aandeelhouders veel kost en die oneerlijke en onverdiende winsten oplevert voor insiders. Dit was niet enkel de heersende

tendens onder aandeelhouders maar ook onder academici, advocaten, zakenmannen en -vrouwen en vertegenwoordigers van de Securities and Exchange Commission (SEC). Manne (1966) haalt hierbij aan dat in de literatuur geen enkele grondige analyse bestond van het onderwerp. Volgens hem was de toon van het debat dan ook vooral moreel getint. Ratio werd overheerst door emotie.

In een volgend deel van zijn paper heeft Manne (1966) het over insider trading als een stimulans tot innovatie. Volgens hem vormen winsten door insider trading de enige, effectieve, manier om ondernemers in grote organisaties te vergoeden. De waarde van hun bijdragen kan op voorhand niet worden ingeschat. Dit maakt het moeilijk hun diensten te beoordelen. Merk hierbij op dat de ondernemer traditioneel gezien wordt als de uitvinder. Dit is een persoon met ideeën die worden ontwikkeld en uiteindelijk op de markt verschijnen als een goed of een dienst. Deze persoon heeft daarentegen niet altijd de noodzakelijke kwaliteiten in huis om een onderneming te leiden. Dit wordt in dat geval overgelaten aan de manager. Zijn taak bestaat erin via vooraf uitgezette brede lijnen de onderneming te leiden en te doen groeien. In het geval de manager de organisatie begint te reorganiseren of afwijkt van de uitgestippelde route, kan ook hij gezien worden als iemand die een innovatieve en ondernemende rol op zich neemt. Schumpeter (1934, in Manne, 1996) vat het als volgt samen:

'It is just as rare for anyone always to remain an entrepreneur through the decades of his active life as it is for a businessman never to have a moment in which he is an entrepreneur, to however modest a degree.'

Desalniettemin blijft het onderscheid bestaan.

Ondernemers moeten dus billijk worden vergoed naargelang de opbrengsten die de onderneming door hun innovatie, uitvindingen of reorganisaties realiseert. De mogelijkheid om te handelen in de eigen aandelen van de onderneming op basis van insider informatie is de beste manier van belonen volgens Manne (1966). Tegenwoordig vormen opties een groot deel van het beloningspakket van managers. Deze zetten de managers ertoe aan de aandeelhouderswaarde te maximaliseren omdat ook zijzelf dan kunnen profiteren van de stijgende koers. We zouden dus kunnen zeggen dat dit argument vandaag de dag minder stand houdt.

Volgens Manne (1996) argumenteren tegenstanders vaak dat insider trading immoreel, gewetenloos en oneerlijk is. Carlton et al. (1982) halen verder aan dat tegenstanders argumenteren dat het zou leiden tot moral hazard, het zou het openbaar maken van informatie vertragen (hier is weinig empirisch bewijs voor te vinden) en liquiditeiten zouden opdrogen. Onder andere deze argumenten komen in de volgende twee paragrafen aan bod maar eveneens zal aangetoond worden dat de meeste van deze argumenten ontkracht kunnen worden.

4.5.2 Argumenten tegen insider trading

In deze paragraaf komen vier veelvoorkomende argumenten tegen insider trading aan bod. Tevens zal worden aangetoond hoe deze argumenten ontkracht kunnen worden. In de laatste alinea wordt kort teruggekomen op het eerste argument voor insider trading, dat hierboven werd besproken.

Een eerste argument is dat de liquiditeiten op de aandelenmarkt zullen opdrogen (Leland, 1992; Carlton et al., 1982). Het toestaan van insider trading leidt tot twee groepen: geïnformeerde deelnemers en beter geïnformeerde deelnemers. De geïnformeerde deelnemers kunnen door dit informatieverschil beslissen om te stoppen met handelen en de aandelenmarkt verlaten. Het is daarentegen moeilijk logisch te begrijpen waarom insider trading een invloed heeft op de liquiditeiten. Het verbieden van insider trading leidt tot andere partijen die, weliswaar in mindere mate, kunnen profiteren van insider informatie omdat zij betere en eerdere toegang hebben tot bepaalde informatie (Carlton et al., 1982). Denk hierbij aan brokers en analisten. Het is onrealistisch te stellen dat iedereen ten alle tijden en op hetzelfde moment over alle informatie kan beschikken. Zelfs onder ideale omstandigheden is dit onmogelijk (Werhane, 1989).

Een tweede argument is dat insider trading het openbaar maken van informatie zal vertragen. In sommige gevallen is het echter wenselijk om informatie niet meteen naar buiten te brengen omdat deze informatie beter niet in handen komt van concurrenten. Door het naar buiten brengen van deze informatie zou de waarde ervan kunnen dalen (Carlton et al., 1982). Zo moet insider informatie omtrent een fusie of overname niet meteen openbaar worden gemaakt (Werhane, 1989). Bovendien kan niet altijd alle informatie meteen naar buiten worden gebracht. In situaties waarbij het niet wenselijk of niet mogelijk is om informatie te openbaren kan insider trading een methode zijn om toch over de informatie te communiceren, zij het dan op een indirecte manier. Tot slot argumenteren Carlton et al. (1982) dat insiders enkel kunnen profiteren van hun voorwetenschap als deze uiteindelijk ook de markt bereikt. Daarom hebben insiders belang bij het snel naar buiten brengen van informatie.

Een derde argument is dat insider trading leidt tot volatielere koersen (Leland, 1992). Dit hangt samen met het argument aangehaald door Carlton et al. (1982) dat insider trading leidt tot risicovollere investeringen. Deze investeringen hebben een bredere waaier van uitkomsten en daarmee stijgt de kans dat insiders kunnen profiteren van hun voorwetenschap. Hier kan tegenin worden gebracht dat managers vaak risicoavers zijn en investeringsprojecten kiezen die de aandeelhouderswaarde niet maximaliseren. Door insider trading kunnen zij toch aangezet worden om risicovollere investeringen te doen.

Een vierde argument is dat insider trading leidt tot moral hazard omdat insiders kunnen profiteren van slecht nieuws (Carlton et al., 1982). Een hele extreme opvatting is dat insiders de neiging kunnen krijgen om slecht nieuws naar buiten te brengen over de onderneming zodat zij kunnen profiteren door het aan- en verkopen van misprijste aandelen. Dit argument kan ontkracht worden doordat de verloning van managers vandaag de dag meestal deels afhankelijk is van de prestaties

van de onderneming. Daarom zullen zij nooit akkoord gaan met een strategie die de ondernemingswaarde doet dalen.

Een vijfde argument tegen de praktijk is volgens Moore (1990) de aantasting van de principaal-agent relatie. Deze is gebaseerd op vertrouwen en één van de basisprincipes van deze theorie is dat de agent moet handelen in het belang van de principaal. Een agent die handelt in eigenbelang en op die manier de vertrouwensband met de principaal schaadt, is het resultaat van het toelaten van insider trading. In de woorden van Moore (1990): 'the duty to disclose arises when one party has information that the other party is entitled to know because of a fiduciary or other similar relation of trust and confidence between them.'

Het eerste argument voor insider trading, dat het leidt tot aandelenprijzen die beter overeenstemmen met de intrinsieke waarde van de onderneming, wordt door Sercu et al. (1998) ontkracht. Zoals uit figuur 6 blijkt neemt het een bepaalde tijd in beslag voordat de koers is aangepast. In de periode tussen tijdstip T_2 en tijdstip T_1 betalen de kopers van het aandeel nog steeds te weinig en ontvangen de verkopers van het aandeel nog steeds een te lage prijs. Het onmiddellijk publiek beschikbaar maken van de informatie resulteert in een prijs die zich meteen aanpast. Op die manier betalen de kopers meteen de correcte prijs en ontvangen de verkopers eveneens meteen deze correcte prijs. Maar zoals hierboven, bij argument twee, is aangehaald is het niet altijd wenselijk of mogelijk de informatie meteen publiek beschikbaar te maken. Sercu et al. (1998) zijn zich hiervan bewust maar volgens hen lekt de informatie toch gaandeweg door de insider trading. Zij pleiten dan ook voor een volledige openheid op tijdstip T_1 of een volledige geheimhouding tot tijdstip T_2 , maar zeker geen tussenoplossing zoals insider trading.

4.5.3 Insider trading en ethiek

In 1934 concludeerde de SEC dat insider trading onfair is ten aanzien van externe investeerders die buiten de onderneming staan. Critici reageerden hierop door te stellen dat de handel in aandelen altijd bestempeld kan worden als unfair indien een bepaalde partij beter geïnformeerd is dan een andere. McGee (2008) is één van de critici die het niet eens zijn met het standpunt van de SEC. Hij is van mening dat het 'level playing field argument', dat stelt dat asymmetrische informatie geminimaliseerd moet worden zodat de markten op een faire manier functioneren, niet aangehaald moet worden in de discussie omtrent insider trading. Hij schrijft het volgende:

'There is nothing unfair about allowing experts who work 60 hours a week to gather financial information as part of their job to profit from that information. What is unfair is to force them to disclose such information to people who have done nothing to earn it.'

Hierbij haalt hij verder het principe van het comparatief voordeel uit de theorie van Ricardo aan. Niet iedereen bezit nu eenmaal dezelfde kennis of kwaliteiten. In de woorden van McGee (2008):

'Penalizing those who are better at something or subsidizing those who are worse at something results in inefficient outcomes and is unfair to some groups. Thus, the level playing field argument is inappropriate when discussing economics.'

Zoals hierboven reeds aangehaald, kan de discussie omtrent insider trading worden herleid tot twee vragen. Eén van deze vragen luidde: is insider trading ethisch verantwoord? Tegenstanders vertrekken vaak vanuit de aanname dat insider trading onethisch is. Het is echter te voorbarig dit voor een onderzoek reeds te stellen. De meest gehoorde argumenten tegen insider trading draaien veelal om ethische principes. Deze werden bewust niet in de vorige paragraaf besproken omdat we iets dieper op deze argumenten willen ingaan. Deze uiteenzetting gebeurt aan de hand van de wetenschappelijke artikelen van Moore (1990) en Carlton et al. (1982).

4.5.3.1 Insider trading is unfair

Dit argument bevat twee versies. De eerste versie stelt dat insider trading unfair is omdat niet alle partijen over dezelfde informatie beschikken. De tweede versie stelt dat insider trading unfair is omdat niet alle partijen gelijke toegang hebben tot informatie.

Moore (1990) merkt op dat op basis van de eerste versie niet enkel insider trading maar eender welke transactie onethisch is waarbij niet alle betrokken partijen over dezelfde informatie beschikken. De partijen zijn niet verplicht alle informatie waarover ze beschikken aan de tegenpartij ter kennisgeving over te dragen. Dit betekent niet dat gelogen mag worden of het goed waarrond de transactie draait anders mag worden voorgesteld. In deze gevallen spreekt men van fraude, zoals even verderop wordt uiteengezet. De tweede versie stelt dat insider trading unfair is omdat de insider toegang heeft tot informatie die niet beschikbaar is voor de externe partij waarmee wordt gehandeld. Ook dit argument kan gegeneraliseerd worden naar een situatie waarin het informatievoordeel niet als onethisch wordt ervaren.

Een loodgieter beschikt over de kennis om een lek te repareren. De klant schakelt de loodgieter in omdat hij/zij niet over deze kennis beschikt. De klant is in iets anders gespecialiseerd. Het resultaat is dat iedereen zijn of haar specialiteit heeft, het is dus niet vreemd dat informatie kloven tussen personen bestaan. Zoals de loodgieter heeft gekozen om loodgieter te worden, heeft de insider (bv. de manager) economie gestudeerd en ervoor gekozen bedrijfsleider te worden met de bijbehorende toegang tot insider informatie.

Moore (1990) benadrukt terecht dat dit argument wel stand houdt indien sprake is van een plicht die de ene partij ten aanzien van de andere heeft. Hierboven werd duidelijk dat dit het geval is bij insider trading aangezien men te maken heeft met een principaal-agent relatie.

Carlton et al. (1982) bekijken het vanuit een economisch standpunt. Zoals hierboven aangehaald in paragraaf 4.5.1 kan insider trading een manier van belonen zijn. Managers hebben dan belang bij het verhogen van de ondernemingswaarde. In dat geval is insider trading niet unfair omdat uiteindelijk iedereen ervan profiteert en dus niet enkel de insiders.

4.5.3.2 Eigendomsrecht van informatie wordt niet gerespecteerd

Wie heeft het eigendomsrecht van insider informatie? Informatie is waardevol en kan gezien worden als een vorm van eigendom. Insider informatie behoort toe aan de onderneming, zij is de eigenaar en niet de werknemers, evenals de managers en al de bijhorende corporate insiders. De onderneming is dus exclusief bevoegd om de informatie te gebruiken voor haar eigen gewin. Brudney, V. (1979) vat dit als volgt samen:

'The insiders have acquired the information at the expense of the enterprise, and for the purpose of conducting the business for the collective good of all the stockholders, entirely apart from personal benefits from trading in its securities. There is no reason for them to be entitled to trade for their own benefit on the basis of such information....'

Op basis van deze redenering ontvreemden de insiders als het ware de insider informatie aangezien deze hen niet toebehoort. Dit argument gaat evenwel niet op als de onderneming insiders toelaat te beschikken over deze bedrijfsinformatie en hen toelaat het te gebruiken voor hun gewin, binnen de grenzen van de regelgeving (Carlton et al., 1982).

4.5.3.3 Insider trading berokkent schade

Ook van dit argument bestaan twee versies. Een eerste versie stelt dat insider trading schade berokkent aan investeerders die handelen met insiders. De tweede versie stelt dat het vertrouwen van investeerders wordt aangetast waardoor ze de markt verlaten.

Deze eerste versie is slechts gedeeltelijk waar volgens Moore (1990). Stel dat insiders verwachten dat het aandeel zal stijgen in de nabije toekomst. De insiders zullen aandelen wensen aan te kopen aan de thans geldende dagkoers. Echter, na de openbaarmaking van het nieuws zal het aandeel verder stijgen. Het verschil tussen de nieuwe dagkoers en de koers waaraan de verkopers hebben verkocht, is het verlies voor de verkopers. Omgekeerd geldt dat insiders investeerders kunnen behoeden voor grote verliezen. Stel nu dat insiders verwachten dat het aandeel zal dalen. In dit geval zullen zij hun aandelen verkopen waardoor de aandelenkoers daalt. Dit zal bepaalde investeerders ertoe aanzetten hun aandelen ook te verkopen. Na de openbaarmaking van het nieuws zal de koers verder dalen. Insiders hebben de investeerders nu behoed voor grotere verliezen. Geconcludeerd kan worden dat insider trading niet altijd schadeloos is, maar dit is zeker niet altijd het geval.

De tweede versie hangt samen met de eerste versie. De perceptie die vaak onder investeerders heerst is dat ze door insider trading worden benadeeld. Dit betekent evenwel niet dat deze gevoelens en percepties gerechtvaardigd zijn. Zoals hierboven aangehaald is insider trading niet altijd nadelig. Een juiste reactie op deze perceptie, die kan leiden tot een beschadiging van de hele aandelenmarkt, is het beter inlichten van investeerders over insider trading.

4.5.3.4 Insider trading en fraude

Insider trading is niet frauduleus. Van fraude kan pas gesproken worden indien achteraf blijkt dat het geleverde goed verschilt van het gevraagde goed of indien de verkeerde kwaliteit en/of de verkeerde kwantiteit wordt geleverd. Uitgaande van het feit dat een insider de juiste hoeveelheid aandelen levert of ontvangt, kan hiervan geen sprake zijn bij insider trading. Een andere definitie van fraude is de volgende: 'intentional deception to cause a person to give up property or some lawful right' (Webster, 1964, uit McGee, 2008). Ook hiervan is geen sprake bij insider trading. Een insider die aandelen wenst aan te kopen omdat hij weet dat de koers omhoog zal gaan na het bekendmaken van bepaalde informatie zal hiertoe opdracht geven aan een broker. De tegenpartij zal verkopen aan de insider zonder dat de tegenpartij weet dat hij verkoopt aan een insider. Indien de insider niet wenst aan te kopen zal de verkoper verkopen aan iemand anders. Deze andere partij zal tegen dezelfde prijs kopen als waartegen de insider gekocht zou hebben. Dit alles duidt op geen frauduleus gedrag van de insider. Bijgevolg bevestigt dit eveneens dat insider trading niet noodzakelijk als onethisch beschouwd dient te worden. Bovendien kan vanuit de 'utilitarian ethics approach' gesteld worden dat het resultaat bestaat uit meer winnaars dan verliezers aangezien de verkopers niet slechter af zijn dan wanneer ze verkocht zouden hebben aan niet-insiders. De verkoper is erin geslaagd een koper te vinden en de koper heeft een verkoper gevonden. Beide partijen zijn tevreden.

Hoofdstuk 5: Koerseffecten van inkoop eigen aandelen en insider trading

In de vorige twee hoofdstukken werden achtereenvolgens de inkoop van eigen aandelen door ondernemingen en insider trading besproken. Dit hoofdstuk voegt beide topics samen. In de eerste paragraaf wordt een overzicht gegeven van de literatuur die verklaart waarom de koers stijgt na de inkoop van eigen aandelen en het aankopen door insiders van aandelen. Hierna worden de hypothesen afgeleid die gebruikt zullen worden om een antwoord te kunnen formuleren op de deelvragen vijf, zes en zeven. Tot slot zal een overzicht worden gegeven van de belangrijkste resultaten uit vorige onderzoeken omtrent de prestaties van ondernemingen waarbij de inkoop van eigen aandelen en insider trading samen voorkomen.

5.1 Redenen van koersstijgingen

Hierboven, in paragraaf 3.1, zijn de verschillende beweegredenen aan bod gekomen die ondernemingen aanzetten tot het inkopen van eigen aandelen. Deze geven een antwoord op de vraag 'waarom kopen ondernemingen eigen aandelen in?'. In deze paragraaf wordt de volgende vraag beantwoord: 'waarom stijgt de koers gemiddeld genomen na de inkoop van eigen aandelen?'. Dit kan op verschillende, theoretische, manieren worden uitgelegd (Vermaelen, 2005). De twee voornaamste theorieën komen hieronder aan bod, namelijk de free cashflow theorie en de signaaltheorie.

5.1.1 Free cashflow theorie en agency kosten

Beursgenoteerde ondernemingen worden gekenmerkt door een scheiding van eigendom (de aandeelhouders, de principaal) en controle (de managers, de agent). Deze situatie ontstaat doordat de managers de kennis hebben om een onderneming te leiden en de aandeelhouders over het geld beschikken waarmee de managers de activiteiten kunnen ontplooiën. Deze scheiding van eigendom en controle leidt tot een reeks kosten die gemaakt moeten worden om controlemechanismen op te zetten die worden gebruikt om het management te controleren. Voorbeelden hiervan zijn het samenstellen van een interne afdeling, het oprichten van een raad van bestuur en het aanstellen van een bedrijfsrevisor. Deze controlemechanismen moeten de agent aanzetten te handelen in het belang van de principaal. Toch is het niet onoverkomelijk dat een agent in bepaalde gevallen zal proberen zijn eigenbelang voorop te stellen. Dit wordt het principaal-agent probleem genoemd en leidt tot een aantal agency kosten indien het management over te veel vrije cash beschikt (Goergen, 2012). De twee voornaamste agency kosten zijn perquisites en empire building. Perquisites zijn overdreven voordelen die de managers zichzelf toekennen en empire building bestaat uit het doen groeien en uitbouwen van de onderneming. Dit is interessant voor het management omdat in veel gevallen de verloning is gekoppeld aan de grootte van de onderneming. Door de onderneming uit te bouwen zal het management hun verloning zien toenemen. Het gevaar bestaat erin dat het management investeert in projecten met een negatieve netto contante waarde. In dat geval wordt niet meer gehandeld in het belang van de

aandeelhouders. Empire building komt overeen met de free cashflow theorie die wordt beschreven door Jensen (1986). Een verklaring voor de typische koersstijging na de inkoop van eigen aandelen is het hebben van een vorm van zekerheid dat het management het geld van de aandeelhouders niet zal verkwisten. Een tweede verklaring is dat de onderneming in de toekomst een beroep zal moeten doen op extern vermogen om bepaalde investeringen te kunnen financieren. Indien de onderneming hiervoor een beroep doet op banken zal het management zich moeten houden aan bepaalde leningcovenanten en zullen de bankiers de onderneming eveneens controleren. Dit is een geruststellend vooruitzicht dat resulteert in een stijging van de koers. Toch is sprake van een probleem indien wordt geargumenteed dat met de inkoop van eigen aandelen de free cashflow vermindert en zo de koers stijgt. In 90% van de gevallen gebeurt de inkoop van eigen aandelen via een open markt aankoop die weliswaar wordt goedgekeurd door de algemene vergadering der aandeelhouders, maar dit na voordracht door het management. Dit is moeilijk te rijmen met de theorie die stelt dat het management het eigenbelang nastreeft. Volgens Allen en Michaely (2003, in Vermaelen, 2005) en Allen, Bernardo en Welch (2000, in Vermaelen, 2005) wordt het management gedwongen de vrije cash uit te betalen omwille van de, weliswaar beperkte, disciplinerende werking die uitgaat van de outside investeerders. Indien te weinig druk van deze outside investeerders bestaat, zullen enkel de 'goede' managers overtollige kasmiddelen laten terugvloeien naar de aandeelhouders. Echter, indien het gaat om 'goede' managers is dit eigenlijk niet nodig omdat zij enkel zullen investeren in projecten met een positieve netto contante waarde. De enige manier waarop abnormale returns verklaard kunnen worden met behulp van de free cashflow theorie is dat de investeerders niet het onderscheid kunnen maken tussen 'goede' managers en managers die handelen in eigenbelang. In het geval dat dus weinig druk wordt opgelegd via de outside investeerders signaleert de inkoop de kwaliteit van het management (Vermaelen, 2005). Anders gezegd, de onderneming wordt geleid door 'goede' managers die dit signaleren in plaats van managers die het eigenbelang nastreven en gedwongen moeten worden om overtollige kasmiddelen terug te laten vloeien naar de aandeelhouders. Overeenkomstig met deze interpretatie vinden Grullon et al. (2004), voor open markt inkopen, en Nohel en Tarhan (1998), voor aanbod per opbod, dat de returns na de aankondiging van een inkoopprogramma hoger zijn voor ondernemingen waarvan investeerders het vermoeden hebben dat de agency kosten hoog zijn. Het gaat dan om ondernemingen met veel overtollige kasmiddelen en lage, verdere, groeimogelijkheden die worden geleid door managers die het eigenbelang nastreven.

Een kanttekening bij de discussie tot dusver is dat het principaal – agent model uitgaat van een scheiding van eigendom en controle. Deze situatie is enkel een goede beschrijving van de corporate governance van het Anglo-Amerikaanse systeem (Goergen, 2012). Het corporate governance systeem in België is het Continentaal Europees systeem. Dit systeem wordt gekenmerkt door ondernemingen met vaak één grote aandeelhouder die een grote invloed heeft op het management en controle kan uitoefenen. Hierdoor is de scheiding van eigendom en controle minder aan de orde maar wel het conflict dat ontstaat tussen de grote aandeelhouders en de kleine minderheidsaandeelhouders. Het Continentaal Europees systeem wordt dan ook gekenmerkt door tunnelling, transfer pricing, nepotisme en infighting. Toch zijn de leningcovenanten ook bij dit corporate governance systeem nog steeds een belangrijk controlemechanisme doordat asymmetrische informatie tussen het management en de grote aandeelhouder blijft bestaan.

Een tweede probleem is dat overtuigend bewijs bestaat dat bij de inkoop via aanbod per opbod sprake is van een significant effect van de inkoopprijs op de abnormale returns (Vermaelen, 2005). Zoals hieronder aan bod komt, speelt de inkoopprijs een cruciale rol bij de signaaltheorie maar bij de free cashflow theorie zou deze irrelevant moeten zijn. Het zou geen verschil mogen maken of een onderneming 500 aandelen inkoopt tegen 2 euro of 1000 aandelen tegen 1 euro, in beide gevallen wordt immers evenveel cash gebruikt. Toch blijkt een regressie van de abnormale returns in functie van de cash die wordt gebruikt een kleinere verklaringsfactor te hebben dan een regressie in functie van de inkoopprijs.

5.1.2 Signaaltheorie

Uit de onderzoeken van Tsetsekos, Kaufman en Gitman (1998) en Brav, Graham, Harvey en Michaely (2005) blijkt dat managers onderwaardering het vaakst aanhalen als het belangrijkste motief om eigen aandelen in te kopen. Dit blijkt eveneens uit andere onderzoeken. Deze onderwaardering kan het resultaat zijn van een onderschatting door de markt van de verwachte kasstromen of een overschatting van het risico waaraan de onderneming is blootgesteld (Vermaelen, 2005). Hij vat de signaaltheorie als volgt samen:

'An attempt to communicate to investors that their current forecasts about future performance are too pessimistic.'

De stijging van de koers duidt op het feit dat de markt het management gelooft en dus ook uitgaat van een onderwaardering van het aandeel. Verschillende signaaltheoriemodellen zijn ontwikkeld om deze intuïtieve benadering te modelleren. Hierbij worden drie veronderstellingen gemaakt:

- Het signaal moet kostelijk zijn om geloofwaardig over te komen. Academics veronderstellen dat het management valse signalen zal afgeven indien ze niet kostelijk zijn.
- Als een signaal kostelijk is moet ook een voordeel verbonden zijn aan het signaal.
- De markt is semi-sterk volgens de efficiënte markthypothese (het signaal onthult de informatie van het management).

De eerste veronderstelling kan worden geformaliseerd aan de hand van een voorbeeld. Veronderstel dat een onderneming 10 miljoen aandelen heeft uitgegeven. Het management bezit 1 miljoen aandelen. De koers is 5 euro. Veronderstel nu dat de onderneming aankondigt dat ze 2 miljoen aandelen wenst in te kopen tegen een prijs van 10 euro 'omdat de aandelen ondergewaardeerd zijn'. Indien de onderneming zou liegen betekent dit een kost van € $(10-5) * 2$ miljoen = 10 miljoen euro voor de 8 miljoen aandelen die niet te koop werden aangeboden aan de onderneming. Deze kost wordt dus gedragen door de niet-uittreedende aandeelhouders. Aangezien de managers 1 miljoen aandelen bezitten leidt dit tot een aandeel van 1.25 miljoen euro in de kosten voor het management. Het management zal dus geen valse signalen afgeven. Dit is een voorbeeld waarbij geen verlies voor de aandeelhouders als een groep bestaat, maar een overdracht van welvaart van de aandeelhouders die niet verkopen naar deze die wel verkopen. Ross (1977)

beschrijft een model waarbij dit niet het geval is. Hoewel zijn paper het signaal beschrijft dat uitgaat van de financiële structuur van een onderneming kan zijn theorie ook worden toegepast op de inkoop van eigen aandelen. Het inkopen van eigen aandelen leidt tot een stijging van de schuldgraad en hogere kosten indien een faillissement zich voordoet. Voor 'goede' ondernemingen is de kans op een faillissement echter klein waardoor de inkoop van eigen aandelen (en dus de stijging van de schuldgraad) een positief signaal is. Verder is de inkoop van eigen aandelen volgens Leland en Pyle (1977) een positief maar kostelijk signaal. Het is kostelijk omdat de mogelijkheid bestaat dat de managers verplicht worden om meer eigen aandelen in te kopen dan ze zouden doen in een wereld met symmetrische informatie. In de woorden van Ofer en Thakor (1987) is het kostelijk omdat het neerkomt op een stijging van de blootstelling aan ongedifferentieerd risico.

De tweede veronderstelling was dat een voordeel verbonden moet zijn aan het signaal indien het kostelijk is. Vaak wordt geargumenteed dat de markt uiteindelijk de werkelijke waarde zal achterhalen waardoor de koers zich aanpast. Waarom zouden ondernemingen moeten helpen om de markt efficiënter te maken door eigen aandelen in te kopen en ervoor willen zorgen dat de koers zich vandaag al aanpast? Vermaelen (1984) haalt als één van de redenen aan dat het management wil voorkomen dat de onderneming wordt overgenomen aan een te lage prijs. Hierdoor wordt de inkoop dus gebruikt als verdedigingsmechanisme. Bovendien heeft de inkoop het bijkomende effect dat het management wordt gedwongen om het toekennen van voordelen aan henzelf in te perken. Dit leidt dan weer tot een daling van de agency kosten.

Een kritische noot bij de signaaltheorie is dat het toepassen ervan bij een open markt inkoop drie problemen heeft (Vermaelen, 2005). Ten eerste brengt de aankondiging van een open markt inkoop geen verplichting met zich mee voor het management. Deze kunnen nog altijd afzien van een effectieve inkoop van eigen aandelen. In dit proefschrift zal bijgevolg enkel gefocust worden op ondernemingen die effectief eigen aandelen hebben ingekocht. Daarnaast maken ondernemingen de effectieve inkoop van eigen aandelen meestal niet vrijwillig bekend, vandaar dat de nodige regelgeving bestaat omtrent de openbaarmaking ervan. Een vrijwillige openbaarmaking wordt wel verwacht als het management een sterk signaal af wil geven. Tot slot zijn de returns van de dagen volgend op de aankondiging klein, namelijk zo'n 3%. Het is moeilijk in te beelden waarom managers zo'n kleine onderwaardering willen signaleren.

Uit onderzoek van Stephens en Weisbach (1998, in Vermaelen, 2005) blijkt dat het merendeel van open markt inkopen effectief wordt uitgevoerd. Dit betekent dat, volgens de managers, de markt onderreageert na de aankondiging van een inkoopprogramma. Indien de markt efficiënt zou reageren op de aankondiging, zou de prijs zich vanzelf moeten herstellen zonder dat effectief overgegaan dient te worden tot de inkoop van eigen aandelen. Dit zou erop kunnen duiden dat de markt het management niet gelooft. Het gevaar voor het management bestaat erin dat volgende signalen als niet geloofwaardig worden gezien indien voorheen niet werd overgegaan tot de effectieve inkoop. Beleggers kunnen immers valse signalen vermoeden. De kost voor de onderneming bestaat erin dat dit verdedigingsmechanisme is uitgewerkt, met alle gevolgen die daaraan zijn verbonden.

Het aankopen van aandelen door insiders en voor eigen rekening kan worden gezien als een complementair gegeven op de inkoop van eigen aandelen door de onderneming. Op die manier wordt het signaal van onderwaardering kracht bijgezet en nog geloofwaardiger. Het samen voorkomen van inkopen van eigen aandelen en aankopen door insiders kan zelfs gezien worden als een nog krachtiger signaal dan enkel het aankondigen van een inkoopprogramma. Immers, de insiders zullen geen aandelen aankopen voor eigen rekening als ze niet overtuigd zijn dat het aandeel een goede investering is. Ex ante kan dan ook worden verwacht dat de koersstijgingen nog hoger zullen zijn als insiders ook aandelen aankopen. Uit verschillende empirische onderzoeken blijkt evenwel dat soms vreemde patronen merkbaar zijn tussen inkopen van eigen aandelen en insider trading, bijvoorbeeld het verkopen door insiders van aandelen terwijl de onderneming zelf eigen aandelen inkoopt. In paragraaf 5.3 worden deze studies besproken.

5.2 Hypotheses

In deze paragraaf zal een overzicht worden gegeven van de hypotheses per deelvraag die worden gebruikt om een antwoord te kunnen formuleren op deze deelvragen. De hypotheses worden afgeleid aan de hand van de twee theorieën die hierboven werden besproken en die verklaren waarom de koers stijgt na de inkoop van eigen aandelen. Volgens de free cashflow theorie stijgt de koers omdat overvloedige kasmiddelen worden uitgekeerd en zo de agency kosten worden verlaagd. Volgens de signaaltheorie wordt door de aankondiging van een inkoopprogramma de onderwaardering van het aandeel gesignaleerd door het management. Dit signaal kan kracht bijgezet worden door de effectieve inkoop van eigen aandelen, indien het gaat om een open markt inkoop, en het aankopen van aandelen door de insiders zelf voor eigen rekening. De hypotheses van de verschillende deelvragen zullen zowel op de korte als op de lange termijn worden getest.

5.2.1 Deelvraag 5

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen?"

H1₀: De inkoop van eigen aandelen heeft geen effect op de koers.

H1_a: De inkoop van eigen aandelen heeft een positief effect op de koers.

5.2.2 Deelvraag 6

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met aankopen door insiders?"

H2₀: Inkopen van eigen aandelen worden niet gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen aankopen en hebben geen effect op de koers.

H2_a: Inkopen van eigen aandelen worden gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen aankopen en hebben een positief effect op de koers.

5.2.3 Deelvraag 7

"Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met verkopen door insiders?"

H3₀: Inkopen van eigen aandelen worden niet gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen verkopen en hebben geen effect op de koers.

5.3 Overzicht empirie

Lee, Mikkelson en Partch (1992) onderzochten de aan- en verkopen van managers rond de periode van de inkoop van eigen aandelen door de onderneming waarvoor ze werken. Ze focusten op inkopen van eigen aandelen via openbaar bod voor de periode januari 1977 tot en met juni 1988. Managers die over voorwetenschap beschikken zullen reageren indien deze voorwetenschap wordt onthuld door inkopen van de onderneming. Lee et al. (1992) verwachten een stijging van de aankopen door insiders in de periode vóór de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen of het uitstellen van verkopen tot na de aankondiging. Uit dit onderzoek blijkt dat, vóór de inkoop van eigen aandelen, de verkopen van managers meer dalen dan dat de aankopen stijgen. Verder wordt aangetoond dat tussen twee jaar en zes maanden vóór de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen geen ongewone aan- of verkopen worden uitgevoerd door managers. In de zes maanden vóór de aankondiging worden wel meer aankopen verricht terwijl het aantal verkopen afneemt. In de zes maanden na de aankondiging worden meer verkopen verricht dan aankopen. Deze bevindingen worden in onderstaande tabel weergegeven.⁸ Deze resultaten komen overeen met deze van Chan et al. (2012). Dit onderzoek wordt verderop besproken.

Tijdstip*	Aantal aankopen door insiders			Aantal verkopen door insiders		
	EA**	BM***	Verschil, sn	EA**	BM***	Verschil, sn
-12 maanden	2.1	1.9	0.87	4.3	5.0	0.32
-6 maanden	2.7	1.8	0.03	2.7	4.4	0.01
+6 maanden	1.5	1.8	0.47	3.0	4.3	0.04
+12 maanden	1.7	1.8	0.96	4.0	4.4	0.59

*in vergelijking met moment aankondiging inkoop eigen aandelen
 ** EA = ondernemingen met inkoop eigen aandelen
 *** BM = benchmark portfolio

Tabel 3: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen (bron: samengesteld uit Lee et al., 1992)

Verder hebben Lee et al. (1992) een overzicht gemaakt van de percentages van de ondernemingen die eigen aandelen inkopen en waarvan de insiders aandelen aankopen dan wel verkopen. Globaal gezien stijgt het aantal ondernemingen waarvan de insiders aandelen aankopen als de periode tot de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen korter wordt. Omgekeerd daalt het aantal ondernemingen waarvan de insiders verkopen tijdens deze periode. Zes maanden vóór de aankondiging van een inkoop van eigen aandelen is het percentage ondernemingen waarvan de insiders aandelen aankopen dan wel verkopen significant verschillend, op het 5% significantie-

⁸ De volledige resultaten kunnen worden teruggevonden in bijlage 1.

niveau, van het percentage vergelijkbare ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insider trading. Deze bevindingen worden in onderstaande tabel weergegeven.⁹

Tijdstip*	Ond. waarvan insiders aankopen			Ond. waarvan insiders verkopen		
	EA**	BM***	Verschil, sn	EA**	BM***	Verschil, sn
-12 maanden	28.1	24.1	0.32	40.4	48.0	0.09
-6 maanden	32.2	24.0	0.03	34.9	47.5	0.00
+6 maanden	20.6	23.5	0.47	40.4	46.5	0.16
+12 maanden	23.9	22.7	0.77	45.1	47.3	0.64

*in vergelijking met moment aankondiging inkoop eigen aandelen
 ** EA = ondernemingen met inkoop eigen aandelen
 *** BM = benchmark portfolio

Tabel 4: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders (bron: samengesteld uit Lee et al., 1992)

Bonaimé et al. (2013) zijn nagegaan of insiders en ondernemingen die eigen aandelen inkopen in dezelfde richting handelen. Zij hebben zich gebaseerd op gegevens van januari 1989 tot en met december 2007. Uit dit onderzoek blijkt dat een onderneming die eigen aandelen inkoop terwijl insiders tegelijkertijd aandelen aankopen abnormale returns behaalt na de inkoop. Dit houdt drie jaar aan en betekent dus dat het aandeel ondergewaardeerd was. De abnormale returns zijn veel kleiner wanneer de inkoop samengaat met insiders die aandelen verkopen. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de abnormale returns.¹⁰

	Periode na inkoop eigen aandelen				Cumulatief
	3 maanden	1 jaar	2 jaar	3 jaar	
Insiders kopen	+4.057%***	+7.320%***	+4.948%***	+3.817%**	20.14%
Insiders verkopen	+0.918%***	+2.452%**	-0.015%	-1.174%	2.18%

*** = significant op 1% sn
 ** = significant op 5% sn

Tabel 5: Abnormale returns na inkoop eigen aandelen (bron: samengesteld uit Bonaimé et al., 2013)

Het verschil tussen de gecumuleerde rendementen (insiders kopen versus insiders verkopen) bedraagt 17.96%. Ter vergelijking, volgens dit onderzoek bedragen de gecumuleerde rendementen respectievelijk 7.49% en -1.35% voor de onderzochte ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen. Het verschil is nu slechts 8.84%. Het verschil tussen de gecumuleerde abnormale returns (insiders kopen versus insiders verkopen) is dus groter indien de onderneming eigen aandelen inkoop. Dit duidt op een interactie tussen de inkoop van eigen aandelen en insider trading. Verder blijkt dat de abnormale returns in het kwartaal vóór de inkoop beduidend lager zijn in het geval insiders aandelen aankopen. Dit duidt erop dat zowel ondernemingen als insiders de aandelen kopen wanneer blijkt dat deze onderpresteren. Dit ligt in lijn met de onderwaarderingshypothese.

⁹ De volledige resultaten kunnen worden teruggevonden in bijlage 2.

¹⁰ Een compleet overzicht van de resultaten is terug te vinden in bijlage 3.

De onderwaarderingshypothese houdt veel minder stand bij insiders die verkopen terwijl de onderneming eigen aandelen inkoopt. Een verklaring voor deze situatie zou kunnen zijn dat de onderneming de nodige liquiditeiten voorziet zodat de insiders kunnen verkopen of dat ze door haar inkopen de koers tracht te ondersteunen. Een andere verklaring is dat insiders opties uitoefenen en vervolgens de verkregen aandelen verkopen. Een deel van deze aandelen kan dan worden ingekocht door de onderneming.

Een belangrijke opmerking is dat in dit proefschrift wordt gekeken naar de werkelijke inkopen en de bijhorende insider transacties, net zoals in het onderzoek van Bonaimé et al. (2013). Veel onderzoeken, onder andere deze van Lee et al. (1992) en Chan et al. (2012), baseren zich op de aankondiging van inkoopprogramma's. Maar een aankondiging is nog geen garantie dat het programma ook effectief wordt uitgevoerd.

Vervolgens blijkt uit verder onderzoek van Bonaimé et al. (2013) dat zowel aankopen als verkopen vaker voorkomen als de onderneming eigen aandelen inkoopt. Dit wordt weergegeven in volgende tabel:

	Inkopen EA	Inkopen EA minimaal ¹	Vershil
Verkopen door insiders	38.72%	31.52%	7.20%***
Aankopen door insiders	13.83%	12.97%	0.86%***
¹ = inkopen < 1% uitstaande aandelen *** = significant op 1% sn			

Tabel 6: Frequentie aan-en verkopen door insiders (bron: samengesteld uit Bonaimé et al., 2013)

Uit deze tabel blijkt eveneens dat verkopen van insiders vaker voorkomen dan aankopen ten tijde van inkopen van eigen aandelen door de onderneming. Dit spreekt de onderwaarderingshypothese tegen. Dit wordt bevestigd door Louis, Sun en White (2010) en Lee et al. (1992). De resultaten van deze laatste werden hierboven reeds besproken. Chan et al. (2012) vinden eveneens vergelijkbare resultaten. Uit hun onderzoek blijkt dat het aantal insiders die kopen en verkopen stijgt gedurende de zes maanden vóór de aankondiging en twaalf maanden na de aankondiging van een open markt inkoop. Hieronder komt dit onderzoek uitgebreider aan bod.

Aan de hand van een chi-square statistiek wordt in het onderzoek van Bonaimé et al. (2012) de hypothese dat verkopen en aankopen door insiders ten tijde van inkopen van eigen aandelen gelijk verdeeld zijn, verworpen. Verkopen door insiders overheersen.

Omgekeerd wordt nagegaan wat de frequenties zijn van ondernemingen die eigen aandelen inkopen als insiders kopen of verkopen. 9.86% van de ondernemingen waarvan de insiders aandelen verkopen, kopen eigen aandelen in. Omgekeerd kopen slechts 8.67% van de ondernemingen eigen aandelen in als de insiders aankopen. Ook dit resultaat bevestigt de onderwaarderingshypothese niet.

Uit onderzoek van Chan et al. (2012) blijkt dat ondernemingen die eigen aandelen inkopen 15.48% slechter presteren in de twaalf maanden vóór de aankondiging in vergelijking met vergelijkbare ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen. Dit onderzoek heeft betrekking op de periode januari 1990 – november 2010. Na de aankondiging bedraagt de gemiddelde abnormale return over de vijf volgende dagen 1.83%.

Chan et al. (2012) zijn, net zoals Lee et al. (1992), nagegaan wat het gemiddeld aantal insider transacties zijn rond de aankondiging van inkoopprogramma's. Deze insider transacties zijn ook opgesplitst in aan- en verkopen. In onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven.¹¹

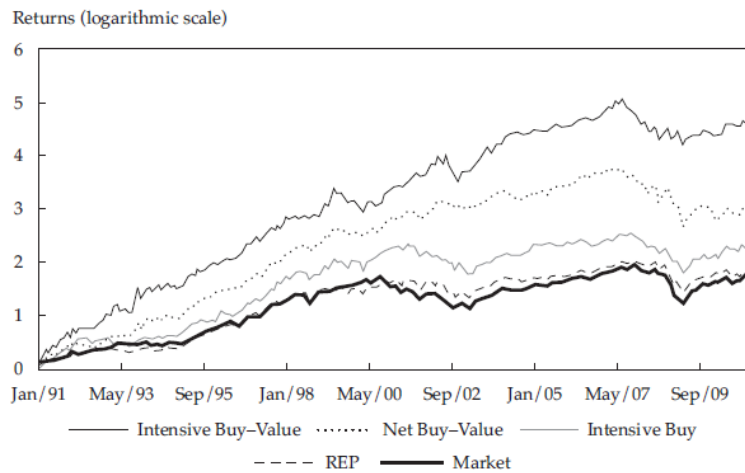
Tijdstip ¹	Aantal aankopen door insiders			Aantal verkopen door insiders		
	EA ²	MAT ³	Verschil	EA ²	MAT ³	Verschil
-12 maanden	1.17	0.89	0.28***	3.20	2.41	0.79***
-6 maanden	1.19	0.99	0.20***	3.07	2.65	0.42***
+6 maanden	1.18	0.94	0.24***	2.95	2.74	0.21***
+12 maanden	1.02	0.91	0.11***	2.98	2.71	0.27***

¹in vergelijking met moment inkoop eigen aandelen
²EA = ondernemingen met inkoop eigen aandelen
³MAT = matching companies
*** = significant op het 1% sn

Tabel 7: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen (bron: samengesteld uit Chan et al., 2012)

Kort samengevat blijkt dat zowel de aan- als verkopen door insiders hoger zijn voor een onderneming die een inkoop van eigen aandelen heeft aangekondigd in vergelijking met deze die geen eigen aandelen inkopen. Dit komt niet helemaal overeen met het onderzoek van Lee et al. (1992). In dat onderzoek liggen de verkopen door insiders lager indien de onderneming de inkoop van eigen aandelen heeft aangekondigd. Zes maanden vóór de aankondiging ligt het aantal aankopen 0.20 hoger en dit is significant op het 1% significantieniveau, de verkopen liggen zelfs 0.42 hoger en ook dit is significant op het 1% significantieniveau. Men kan dus volgens dit onderzoek stellen dat insiders van ondernemingen die eigen aandelen inkopen actievere traders zijn. Verder blijkt uit dit onderzoek eveneens dat de ondernemingen die eigen aandelen inkopen slechter presteren gedurende het jaar vóór de aankondiging van de inkoop maar de vier jaren erna positieve abnormale returns behalen in vergelijking met ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen. De volgende figuur toont de maandelijkse cumulatieve returns voor verschillende ondernemingen in vergelijking met de markt.

¹¹ De volledige resultaten kunnen worden teruggevonden in bijlage 4.



Notes: See notes to Table 4. Monthly returns of each portfolio are cumulated over the period from January 1991 to December 2010. Returns are reported as the natural logarithm of 1 plus the cumulative monthly return. The S&P 500 return is used for months in which portfolio returns are missing because of a lack of eligible stocks. *Market* represents the CRSP Value-Weighted Index return. Company returns are Winsorized at the top and bottom 1 percent.

Figuur 7: Cumulatieve maandelijkse abnormale returns (bron: overgenomen uit Chan et al., 2012)

Uit deze figuur blijkt duidelijk dat een onderneming die de inkoop van eigen aandelen aankondigt hogere returns behaalt dan de markt na deze aankondiging. Ondernemingen die de inkoop van eigen aandelen aankondigen terwijl de insiders tegelijkertijd aandelen aankopen, presteren nog beter.

Tot slot wordt het onderzoek van Jategaonkar (2013) besproken. Dit onderzoek focust op open markt inkopen tussen januari 1991 en december 2006. Hij toont aan dat investeerders de transacties van insiders kunnen volgen vóór de aankondiging van een inkoopprogramma om na te gaan welke ondernemingen ondergewaardeerd zijn. Het is immers plausibel om te stellen dat als insiders aandelen aankopen terwijl de onderneming eigen aandelen inkoopt, dit een duidelijk signaal is van onderwaardering. Immers, de managers beslissen tot de inkoop van eigen aandelen en als deze vervolgens ook op persoonlijke titel aandelen aankopen om in hun portefeuille op te nemen is dat een sterk signaal. Onderstaande tabel vat zijn resultaten samen.

Panel B: Summary of short-run and long-run returns

Variables	All firms	Low ranks	High ranks	Diff (H – L)
VW CARS –20 to –3	–2.926***	–2.949***	–2.893***	0.056
VW CARS –2 to +2	2.390***	1.872***	3.166***	1.294***
VW CARS +3 to +10	0.722***	0.315***	1.332***	1.017***
EW CARS –20 to –3	–2.417***	–2.500***	–2.295***	0.205
EW CARS –2 to +2	2.556***	2.047***	3.320***	1.273***
EW CARS +3 to +10	0.747***	0.389***	1.283***	0.894***
BHARS_YR1	3.83***	2.60**	5.79***	3.19***
BHARS_YR2	3.93***	3.13**	5.13***	2.00***
BHARS_YR3	2.73*	2.93**	2.39**	–0.54
BHARS_YR4	1.74*	–0.60	5.31***	5.91***

Panel A: ***, **, * indicate the difference between High and Low ranks is statistically significant at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively.

Panel B: ***, **, * indicate statistical significance at the 0.01, 0.05 and 0.10 level, respectively.

Tabel 8: Abnormale returns (bron: overgenomen uit Jategaonkar, 2013)

Uit deze tabel blijkt duidelijk dat de ondernemingen met veel aankopen door insiders (high ranks) hogere abnormale returns behalen na de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen in vergelijking met de ondernemingen met een klein aantal aankopen door insiders (low ranks). Wanneer wordt gekeken naar de value weighted cumulatieve abnormale returns zien we dat de eerste groep van ondernemingen 1.29% hogere returns behalen als gekeken wordt naar het event window -2 dagen tot +2 dagen. Indien het event window +3 dagen tot +10 dagen bedraagt, zijn de value weighted cumulatieve abnormale returns 1.02% hoger voor high rank ondernemingen. Beide percentages zijn significant op het 1% significantieniveau. In het geval van de equally weighted cumulatieve abnormale returns is men tot dezelfde resultaten gekomen. Verder blijkt ook dat de buy and hold abnormale returns in de jaren één, twee en vier na de aankondiging van de inkoop van eigen aandelen significant hoger zijn (op het 1% significantieniveau) voor high rank firms (respectievelijk 3.19%, 2% en 5.91%). Deze resultaten bevestigen de veronderstelling dat ondernemingen die eigen aandelen inkopen terwijl de insiders aandelen aankopen hogere returns behalen dan de markt. Dit bevestigt de onderwaarderingshypothese.

Hoofdstuk 6: Data en onderzoeksmethode

In het tweede grote luik van dit proefschrift zal een analyse worden uitgevoerd op de Belgische, beursgenoteerde, effecten. In dit deel wordt getracht om de bevindingen uit de theorie, uiteengezet in hoofdstuk vijf, te staven. Na het tweede deel van dit proefschrift kan een antwoord worden geformuleerd op de deelvragen vijf, zes en zeven én natuurlijk de centrale onderzoeksvraag. Achtereenvolgens komen in dit hoofdstuk de dataverzameling en de onderzoeksmethode aan bod.

6.1 Dataverzameling

Voordat de relevante data verzameld kan worden is het van belang te bepalen welke ondernemingen precies onderzocht zullen worden. In dit proefschrift wordt vertrokken van alle ondernemingen die begin oktober 2015 genoteerd zijn op Euronext Brussels. Initieel ging het om 155 verschillende ondernemingen. Vervolgens zijn de ondernemingen verwijderd die actief zijn in de banksector of het verzekeringswezen. Ook de ondernemingen die financiële diensten aanbieden zijn verwijderd. Deze ondernemingen worden buiten beschouwing gelaten bij de analyse omwille van hun speciale karakter. Het ging in totaal om 31 eliminaties. Ten einde een database te bekomen met enkel de ondernemingen waarvan de aandelen in België zijn uitgegeven, zijn van de overgebleven 124 ondernemingen nog eens 16 ondernemingen verwijderd. Uiteindelijk wordt dus voor 108 ondernemingen nagegaan of eigen aandelen worden ingekocht en of aan insider trading wordt gedaan.¹²

6.1.1 Inkoop eigen aandelen

Belangrijk om nog eens aan te halen is dat in dit proefschrift wordt gefocust op de openbaarmakingen van de effectieve inkoop van eigen aandelen en dus niet de openbaarmaking van een inkoopprogramma. De actuele inkoopbedragen zijn samengesteld aan de hand van de openbaarmakingen die teruggevonden kunnen worden op de website van de FSMA. Initieel lag de focus op de inkopen gedaan tussen begin 2007 en eind 2011. Hierbij is eind 2011 bewust als einddatum gekozen omdat op die manier de prijseffecten tot drie jaar na de inkoop in kaart kunnen worden gebracht. Echter, bij het samenstellen van de actuele inkoopbedragen bleek dat geen van de 108 onderzochte ondernemingen eigen aandelen inkocht tussen begin 2007 en eind 2009. Dit wijten wij toe aan de financiële crisis die in 2007 uitbrak en in al haar hevigheid woedde. Deze financiële crisis startte als een bankencrisis. Enkele banken zijn toen failliet gegaan en nog andere werden via staatssteun overeind gehouden. De zwakke financiële positie van de banken in die tijd zorgde voor strengere leningcovenanten waardoor het voor ondernemingen moeilijker werd om geld te lenen. Daar ondernemingen meestal overtollige kasmiddelen gebruiken voor de inkoop van eigen aandelen werden deze nu niet uitgekeerd maar in de onderneming gehouden. In 2010 werden door twee ondernemingen eigen aandelen ingekocht, in 2011 ging het om 21 ondernemingen. Wij hebben besloten in wat volgt te focussen op deze 21 ondernemingen die in

¹² Deze ondernemingen kunnen worden teruggevonden in bijlage 5.

2011 eigen aandelen inkochten.¹³ Samen met de inkoop van eigen aandelen zijn ook de koersnoteringen verzameld voor de periode begin 2010 tot en met eind 2014 voor elk van de 21 ondernemingen. Deze zijn verzameld via yahoo finance. Tot slot is de EuroStoxx 600 index voor dezelfde periode opgevraagd via quotenet.com. De koersnoteringen en de index zijn nodig om de abnormale returns te kunnen berekenen en zo de prijseffecten van de aandelen na te gaan.

6.1.2 Insider trading

De insider transacties (zowel de aan- als verkopen) zijn eveneens verzameld aan de hand van de openbaarstellingen op de website van de FSMA. Deze zijn verzameld voor het 4^e kwartaal van 2010 en heel 2011. Dit laat toe de insider transacties vóór en tijdens de inkoop van eigen aandelen in kaart te brengen en mee in de analyse op te nemen. Deze insider transacties zullen worden gebruikt om na te gaan of de insiders in dezelfde richting handelen als de onderneming en om na te gaan wat de prijseffecten zijn van verschillende combinaties van insider trading en de inkoop van eigen aandelen.¹⁴

6.2 Onderzoeksmethode

Om de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen en insider trading te schatten zal worden gebruik gemaakt van de eventstudiemethodologie. Deze methode wordt ook in onder andere de onderzoeken van Ikenberry et al. (1995) en Peyer et al. (2005) gebruikt. Een eventstudie meet het effect van een welbepaald event op de waarde van een onderneming. Een veronderstelling van eventstudies is dat de aandelenmarkt efficiënt is en dat de aandelenprijzen snel en accuraat reageren op het event. Bij het uitvoeren van de eventstudie zal gebruik worden gemaakt van het market model (Mackinlay, 1997). Dit model wordt hieronder weergegeven.

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{m,t} \quad (1)$$

Waarbij,

$E(R_{i,t})$ = de verwachte return van effect i op tijdstip t;

$R_{m,t}$ = de return van de marktindex op tijdstip t;

$\hat{\beta}_i$ = de verandering van de verwachte return van effect i als de marktindex met één toeneemt;

$\hat{\alpha}_i$ = de intercept van effect i.

Het market model is dus een statistisch model dat de return van een bepaald effect relateert aan een marktindex (Mackinlay, 1997). Het market model veronderstelt dat de verwachte return gelijk is aan een onderneming specifieke constante plus het product van de bèta van het aandeel en de return van de marktindex (Vermaelen, 2005). Als marktindex zal de EuroStoxx 600 index worden gehanteerd. Deze wordt verkozen boven de Bel-20 index aangezien 7 van de 21 (of 33%) van de onderzochte ondernemingen deel uitmaken van deze Bel-20 index. Een belangrijke noot bij de eventstudiemethodologie is dat de schatting van de alfa's en de bèta's afhankelijk is van drie

¹³ Deze ondernemingen kunnen in bijlage 5 worden teruggevonden en zijn daar aangeduid in het vet.

¹⁴ De ondernemingen waarvan insiders aandelen aan- en/of verkopen kunnen eveneens worden teruggevonden in bijlage 5, deze ondernemingen zijn onderlijnd.

keuzes die de onderzoeker maakt. Vandaar dat de methode aan enige subjectiviteit onderworpen is. De keuzes die worden gemaakt zijn de volgende(n) (Wardenier, 2014):

- Welke onderliggende index wordt gebruikt?
- Welke granulariteit wordt gebruikt?
- Hoe ver wordt teruggegaan in de tijd?

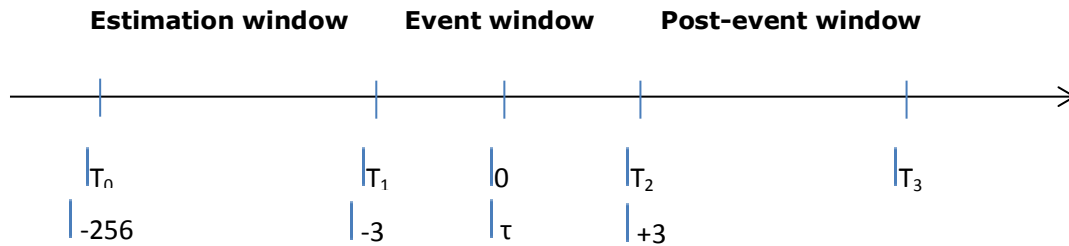
Zoals reeds aangehaald wordt in dit proefschrift de Eurostoxx 600 index als onderliggende index gebruikt. Deze index bevat 600, grote en minder grote, Europese beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast worden in dit proefschrift dagelijkse datapunten gebruikt (dit is de granulariteit) en wordt 252 tradingdagen (of één jaar) teruggegaan in de tijd. Wardenier (2014) heeft uitgebreid onderzoek gedaan naar de invloed van verschillende keuzes op de uiteindelijke bèta's. Het bespreken van deze resultaten ligt echter buiten het bereik van dit proefschrift.

De werkelijke return van aandeel i en de return van de marktindex worden berekend door de log te nemen van de breuk tussen de koers op tijdstip t en $t-1$. Volgende formule verduidelijkt dit.

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{Koers_{i,t}}{Koers_{i,t-1}}\right) = \ln(Koers_{i,t}) - \ln(Koers_{i,t-1}) \quad (2)$$

Hierbij staat t voor het tijdstip waarop de returns worden berekend. De events waarrond de eventstudies draaien zijn de inkoop van eigen aandelen, al dan niet in combinatie met aan- en verkopen door insiders van aandelen voor eigen rekening. Voor de verschillende situaties zal worden nagegaan wat de effecten van de events zijn op de koers, zowel op de korte als de lange termijn. Daarnaast is het belangrijk om het event window en het estimation window te bepalen. Het event window wordt gedefinieerd als het interval lopende van $\tau = T_1$ tot en met $\tau = T_2$. De datum van het event zelf wordt gelijkgesteld aan $\tau = 0$. Concreet zal verderop het event window lopen van drie dagen vóór de event date tot en met drie dagen na de event date voor de korte termijn. Het event window loopt altijd van iets vóór de datum van het event tot iets na deze datum. Dit wordt gedaan omdat het mogelijk is dat een aantal dagen vóór het event de informatie lekt of wordt verwacht en het mogelijk is dat na het event de informatie niet meteen wordt geabsorbeerd door de markt. Vervolgens wordt het estimation window gedefinieerd als het interval lopende van $\tau = T_0$ tot en met $\tau = T_1 - 1$. Dit window wordt gebruikt om de α en β van het market model te schatten.¹⁵ Concreet zullen verderop, zoals hierboven reeds aangehaald, de 252 tradingdagen vóór het event window worden gebruikt als estimation window. Onderstaande figuur verduidelijkt het event- en estimation window.

¹⁵ De geschatte bèta's kunnen worden teruggevonden in bijlage 6.



Figuur 8: Schematische voorstelling estimation- en event window (bron: aangepast uit Mackinlay, 1997)

Uit deze figuur volgt duidelijk dat de lengte van het estimation window gelijk is aan $L_1 = (T_1 - 1) - T_0 (= -4 - (-256) = 252)$ en de lengte van het event window gelijk is aan $L_2 = T_2 - T_1 (= +3 - (-3) = 6)$.

Nadat de parameters α en β zijn geschat aan de hand van een OLS-regressie op basis van het estimation window en bijgevolg de verwachte returns kunnen worden berekend, kunnen ook de abnormale returns worden berekend. Dit gebeurt aan de hand van de volgende formule:¹⁶

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i * R_{m,t} \quad (3)$$

Daarna zullen per t de abnormale returns worden gesommeerd. Vervolgens wordt deze som gedeeld door het totaal aantal observaties (N) op dit tijdstip t . Hierdoor worden de gemiddelde abnormale returns per t bekomen. Onderstaande formule geeft dit weer.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

Om het totale effect drie dagen, één jaar, twee jaar en drie jaar na het event te bepalen worden de gemiddelde abnormale returns opgeteld over de tijd. Hierdoor wordt de gecumuleerde gemiddelde abnormale return bekomen. Onderstaande formule geeft dit weer.

$$CAAR_{t=0,X} = \sum_{t=0}^X AAR_t \quad (5)$$

Hierbij is X gelijk aan 3, 12, 24 en 36 voor respectievelijk drie dagen, één jaar, twee jaar en drie jaar na het event. Merken we hierbij op dat om de effecten één, twee en drie jaar na het event te bepalen gebruik wordt gemaakt van de maandelijkse returns. Voor de korte termijn wordt gebruik gemaakt van de dagelijkse returns.

¹⁶ Als alternatief zullen de abnormale returns op de korte termijn aan de hand van de volgende, vereenvoudigde, formule worden berekend:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Hierbij hoeven geen alfa's en bèta's geschat te worden. Het is interessant na te gaan of deze resultaten in lijn liggen met de resultaten bekomen na gebruik van formule (3). Indien beide methoden beduidend verschillende resultaten opleveren zullen deze van de vereenvoudigde methode eveneens worden opgenomen in de tekst.

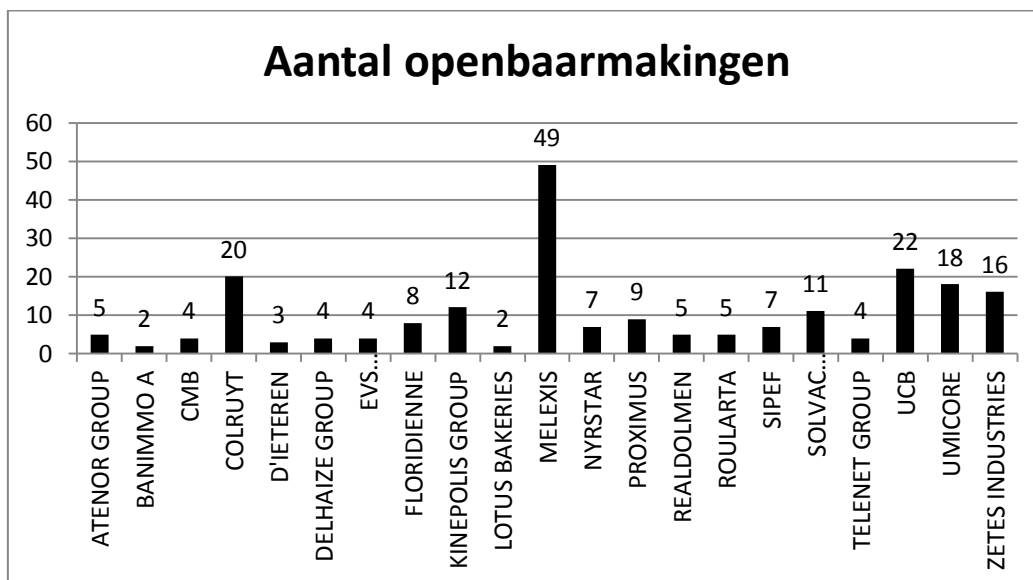
Hoofdstuk 7: Analyse van de data

In dit hoofdstuk zal de verzamelde data worden geanalyseerd. In het eerste deel wordt een beschrijvende analyse uitgevoerd op de data, vervolgens wordt in een tweede deel dieper ingegaan op verschillende situaties en de prijseffecten die hiermee samengaan.

7.1 Beschrijvende analyse

7.1.1 Inkoop eigen aandelen

Zoals hierboven reeds aangehaald, worden door 21 bedrijven eigen aandelen ingekocht in 2011. Het aantal openbaarmakingen per onderneming en de precieze inkoopbedragen verschillen aanzienlijk tussen de ondernemingen. Onderstaande figuur geeft een grafische voorstelling van het aantal openbaarmakingen per onderneming.¹⁷

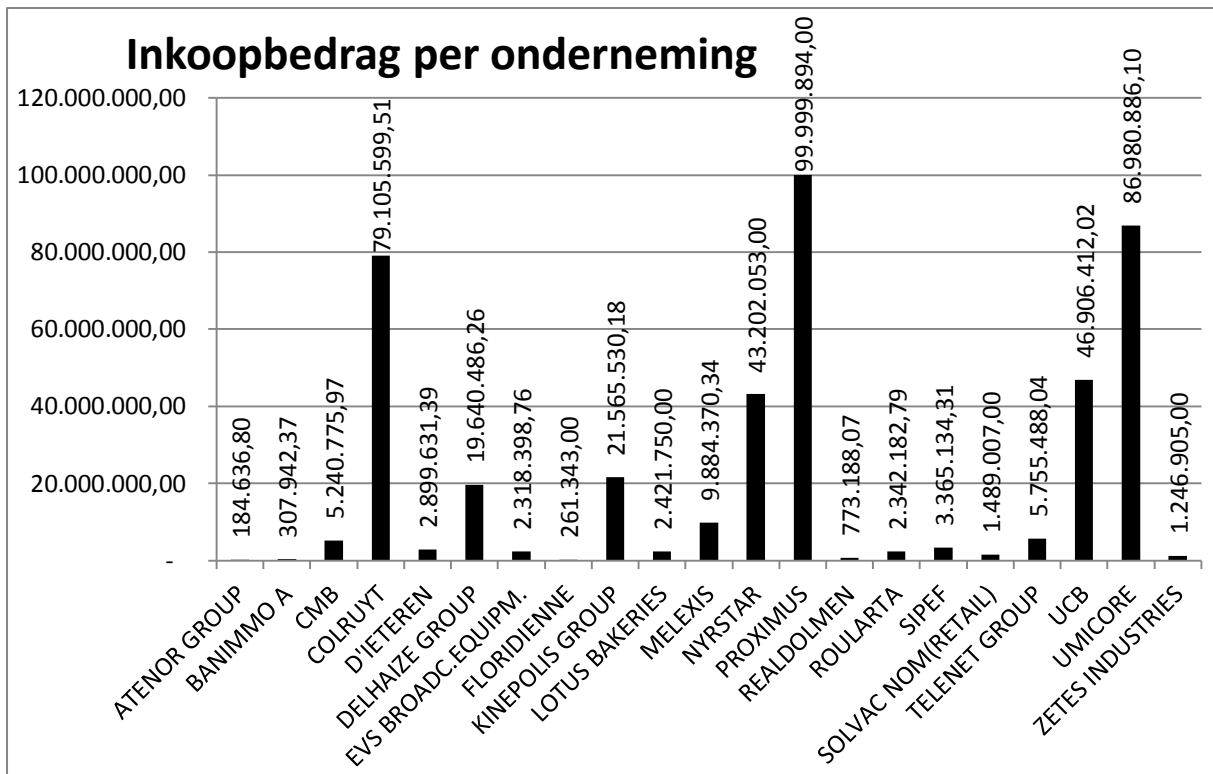


Figuur 9: Aantal openbaarmakingen per onderneming in 2011 (bron: eigen bewerkingen)

Het totale aantal openbaarmakingen van de effectieve inkoop van eigen aandelen bedraagt 217 in 2011. Het aantal openbaarmakingen bedraagt 24, 37, 65 en 91 in respectievelijk de kwartalen één, twee, drie en vier. Doorheen het jaar is dus een stijgende lijn merkbaar. Tussen de ondernemingen zijn aanzienlijke verschillen te zien. Het gemiddelde aantal openbaarmakingen per onderneming bedraagt 10.33 maar dit gemiddelde wordt sterk beïnvloed door enkele uitschieters. Zo bedraagt het aantal openbaarmakingen voor Melexis 49, voor UCB 22 en voor Colruyt 20. De mediaan bedraagt 7, het minimum is 2 en het maximum is 49. Deze frequenties zeggen niet veel als de inkoopbedragen buiten beschouwing worden gelaten. Daarom geeft onderstaande figuur een voorstelling van de hoogte van het inkoopbedrag per onderneming.¹⁸

¹⁷ Een uitsplitsing van de openbaarmakingen per kwartaal kan worden teruggevonden in bijlage 7.

¹⁸ Een uitsplitsing van de inkoopbedragen per kwartaal kan worden teruggevonden in bijlage 8.

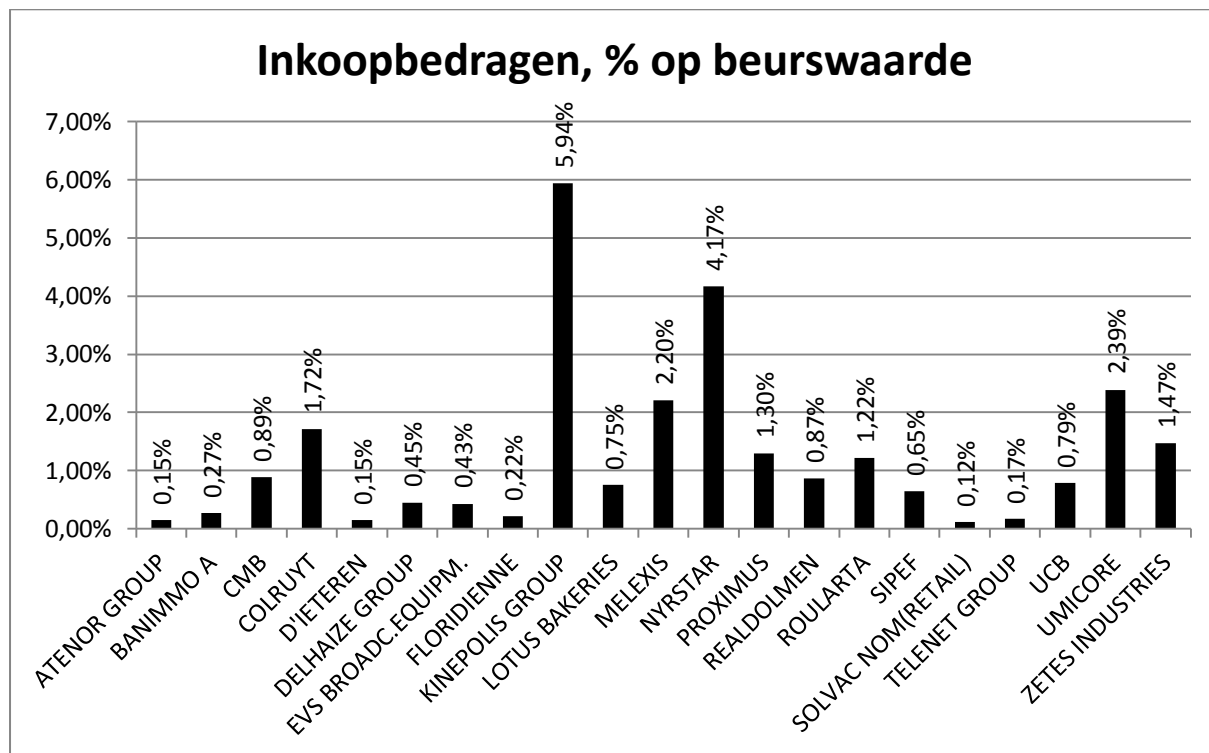


Figuur 10: Inkoopbedrag per onderneming in 2011 (bron: eigen bewerkingen)

In 2011 is in totaal voor bijna 440 miljoen euro aan eigen aandelen ingekocht. Atenor Group koopt voor het kleinste bedrag eigen aandelen in, het gaat om een kleine 185.000 euro. Het gemiddelde bedrag dat is gespenseerd aan de inkoop van eigen aandelen bedraagt zo'n 20.7 miljoen euro maar ook dit gemiddelde wordt sterk beïnvloed door een aantal uitschieters naar boven toe. Proximus koopt voor het hoogste bedrag eigen aandelen in, zijnde 100 miljoen euro. Daarmee nemen zij bijna 25% van het totale bedrag dat wordt gespenseerd aan de inkoop van eigen aandelen voor hun rekening. De mediaan bedraagt 3.3 miljoen euro. De ondernemingen met de hoogste inkoopbedragen zijn Proximus, Umicore, Colruyt, UCB en Nyrstar. Wat opvalt als de twee figuren worden vergeleken is dat Melexis weliswaar verreweg de meeste openbaarmakingen heeft maar wel slechts voor 9.8 miljoen euro eigen aandelen inkoop. Omgekeerd koopt Proximus verreweg voor het hoogste bedrag eigen aandelen in terwijl zij maar negen openbaarmakingen hebben. Geconcludeerd kan worden dat het aantal openbaarmakingen van een onderneming niks zegt over de hoogte van het bedrag gespenseerd aan de inkoop van eigen aandelen.

Een belangrijke opmerking is dat de absolute inkoopbedragen ook enigszins een onvolledig beeld kunnen geven omdat de grootte van de ondernemingen verschilt. Daarom wordt in figuur 11 het inkoopbedrag van elke onderneming vergeleken met de beurswaarde van die onderneming aan het einde van 2011. Op die manier worden de inkoopbedragen procentueel uitgezet op de beurswaarde. Kinopolis blijkt nu procentueel gezien voor het hoogste bedrag aan eigen aandelen in te kopen (5.94%), gevolgd door Nyrstar (4.17%) en Umicore (2.39%). Verder valt op dat een kleinere onderneming, zoals Zetes Industries, procentueel gezien voor een hoger bedrag eigen aandelen inkoop dan een grotere onderneming zoals Proximus (1.47% ten opzichte van 1.30%). Op basis van de absolute inkoopbedragen zou te snel geconcludeerd kunnen worden dat Zetes

Industries voor een verwaarloosbaar klein bedrag aan eigen aandelen inkoop in vergelijking met Proximus.



Figuur 11: Inkoopbedrag per onderneming in 2011, procentueel op basis van beurswaarde (bron: eigen bewerkingen)

7.1.2 Insider trading en inkoop eigen aandelen

Het aantal ondernemingen met insider trading, van de initiële steekproef van 108 ondernemingen, is gelijk aan 49. Van deze 49 ondernemingen kopen 19 ondernemingen ook eigen aandelen in. De overige 30 ondernemingen doen dit niet. Zoals hierboven reeds aangehaald, wordt voor vijf kwartalen nagegaan hoeveel de aan- en verkopen door de insiders bedragen. Deze kwartalen lopen van het 4^e kwartaal van 2010 tot en met het 4^e kwartaal van 2011.¹⁹ Tabel 9 hieronder geeft per kwartaal een overzicht van de aan- en verkopen door insiders.

Uit deze tabel blijkt dat de insiders van bedrijven die eigen aandelen inkopen in 80% van de gevallen voor hogere bedragen aandelen aan- dan wel verkopen. Verder valt op dat in het tweede kwartaal van 2011 voor verreweg het hoogste bedrag aandelen worden aangekocht en verkocht (respectievelijk 238 en 128 miljoen euro). Een mogelijke verklaring hiervoor is de piek in het derde kwartaal van 2011 van de inkopen van eigen aandelen door de ondernemingen. In dit kwartaal wordt voor het hoogste bedrag aan eigen aandelen ingekocht, zijnde ongeveer 200 miljoen euro.

¹⁹ In één geval komt insider trading enkel voor in het 4^e kwartaal van 2010 en niet in 2011. Het aantal ondernemingen met insider trading in 2011 is dus gelijk aan 48.

	Bedrijven met inkoop eigen aandelen (=19)	Bedrijven zonder inkoop eigen aandelen (=30)
4e kwartaal 2010		
aankopen	27.531.045,00	3.018.198,00
verkopen	40.561.346,00	10.588.417,00
1e kwartaal 2011		
aankopen	14.113.563,00	1.171.217,00
verkopen	4.371.980,00	6.056.109,00
2e kwartaal 2011		
aankopen	238.307.131,00	6.958.658,00
verkopen	127.789.226,00	28.993.964,00
3e kwartaal 2010		
aankopen	2.512.330,00	1.739.374,00
verkopen	9.234.583,00	8.218.195,00
4e kwartaal 2010		
aankopen	43.641.497,00	9.092.303,00
verkopen	8.076.715,00	10.065.398,00

Tabel 9: Aan- en verkoopbedragen door insiders in de onderzochte periode, in euro's (bron: eigen bewerkingen)

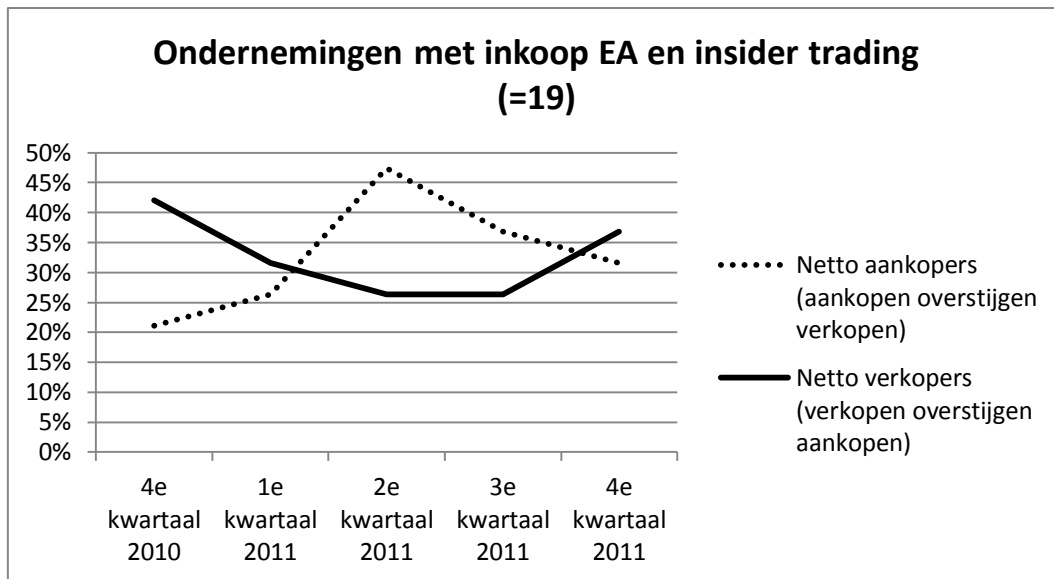
In een volgende stap zijn de gemiddelden van de aan- en verkoopbedragen per onderneming berekend.²⁰ Aan de hand van deze gegevens is een independent sample T-test uitgevoerd om na te gaan of de gemiddelden van beide groepen significant verschillen. Dit blijkt het geval te zijn op het 10% significantieniveau.²¹

Voor de verdere analyse is per kwartaal, en per onderneming, het verschil genomen tussen de aan- en verkopen. Op die manier kan, per kwartaal, een onderscheid worden gemaakt tussen de ondernemingen die te maken hebben met netto aankopers (indien de aankopen de verkopen overstijgen) en deze die te maken hebben met netto verkopers (indien de verkopen de aankopen overstijgen). Voor de 19 ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen bedraagt het aantal insider transacties doorheen de onderzochte periode 255. Dit komt neer op ongeveer 13 transacties per onderneming. Het aantal insider transacties bedraagt 269 voor de 30 ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen. Gemiddeld gaat het om ongeveer 9 transacties per onderneming. Op basis van deze eerste cijfers kan worden gesteld dat globaal gezien de insiders van ondernemingen die eigen aandelen inkopen vaker aandelen aan- en/of verkopen. Onderstaande figuur geeft voor de vijf kwartalen het percentage ondernemingen met netto aankopers en netto verkopers. Deze figuur neemt enkel de ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen in beschouwing.²²

²⁰ Deze gegevens kunnen worden teruggevonden in tabel 20 van bijlage 9.

²¹ De independent sample T-test kan worden teruggevonden in tabel 21 van bijlage 9.

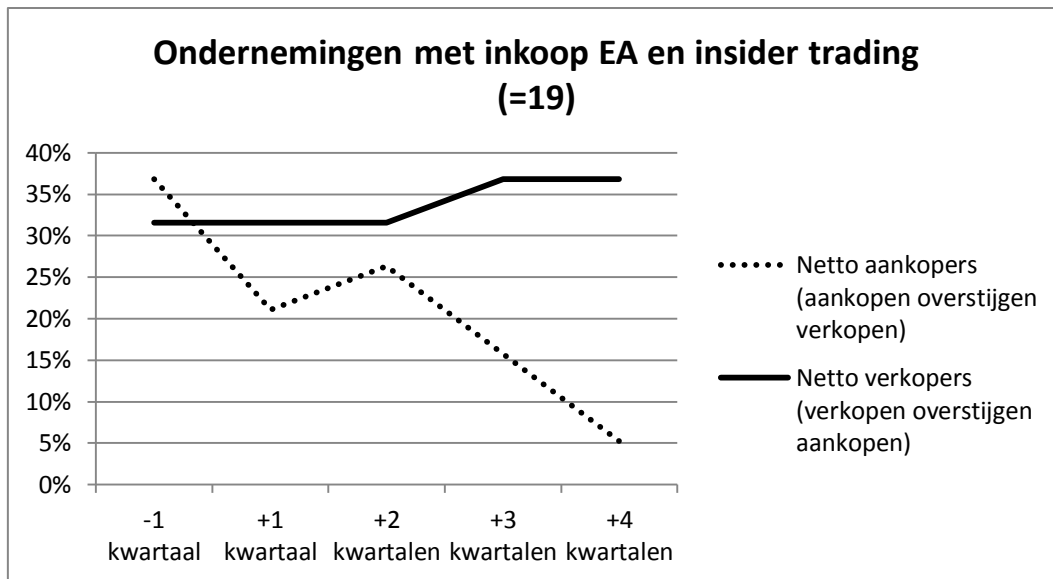
²² In tabel 22 van bijlage 10 kan de informatie die leidt tot de figuur in tabelvorm worden teruggevonden, samen met de exacte percentages. Tevens is een grafische voorstelling opgenomen van de percentages voor de ondernemingen zonder inkoop van eigen aandelen.



Figuur 12: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

De stippellijn geeft het verloop weer van de percentages ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insiders die eveneens aankopen. De volle lijn geeft het verloop weer van de percentages ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insiders die verkopen. Wat opvalt is dat meer ondernemingen te maken hebben met verkopende insiders in het 4^e kwartaal van 2010, en dus vóór de inkoop van eigen aandelen, en het 1^e kwartaal van 2011. Vervolgens oversteigt het aantal ondernemingen die te maken hebben met aankopende insiders in het 2^e en 3^e kwartaal van 2011 het aantal ondernemingen die te maken hebben met verkopende insiders. In het 4^e kwartaal van 2011 is de situatie opnieuw omgekeerd. De piek in de stippellijn voor het 2^e kwartaal zou verklaard kunnen worden doordat in het 3^e kwartaal voor het hoogste bedrag aan eigen aandelen wordt ingekocht. Het globale verloop komt grotendeels overeen met wat op voorhand wordt verwacht, namelijk een stijging van het aantal ondernemingen waarvan de insiders aandelen aankopen voor- en tijdens de inkoop van eigen aandelen. In vergelijking met de ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen, liggen de percentages voor de ondernemingen die eigen aandelen inkopen altijd hoger, behalve voor wat betreft het percentage netto verkopers in het 2^e kwartaal van 2011. Dit blijkt uit tabel 22 in bijlage 10. Opnieuw duidt dit op actievere insiders bij ondernemingen die eigen aandelen inkopen. Een belangrijke opmerking bij bovenstaande figuur is dat daar per kalenderkwartaal wordt gekeken zonder rekening te houden met de event date (zijnde de dag waarop voor het eerst de inkoop van eigen aandelen openbaar wordt gemaakt). Vandaar dat in onderstaande figuur dezelfde gegevens worden weergegeven maar nu relatief ten opzichte van deze event date.²³

²³ In tabel 23 van bijlage 10 kan de informatie die leidt tot de figuur in tabelvorm worden teruggevonden, samen met de exacte percentages.

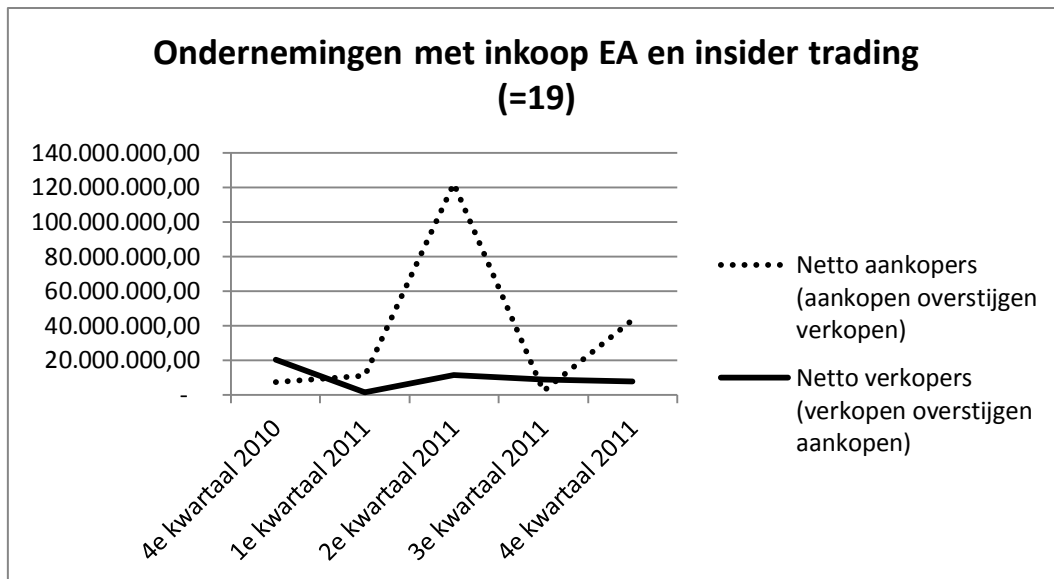


Figuur 13: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders, relatief ten opzichte van de event date (bron: eigen bewerkingen)

Uit deze figuur blijkt duidelijk dat het percentage ondernemingen die te maken hebben met netto aankopers daalt na de inkoop van eigen aandelen. Het percentage ondernemingen die te maken hebben met netto verkopers stijgt het tweede kwartaal na de inkoop van eigen aandelen. Eén kwartaal vóór de inkoop komen meer ondernemingen voor waarvan de insiders aandelen aankopen (37% tegenover 32%). In de kwartalen één, twee, drie en vier na de inkoop is de situatie omgekeerd. Dit verloop komt overeen met wat wordt verwacht, namelijk een stijging van de aankopen door insiders in de aanloop naar en gedurende de inkoop van eigen aandelen en een daling ervan na de inkoop, eventueel gepaard gaande met een stijging van de verkopen om te kunnen profiteren van de prijsstijging van het aandeel.

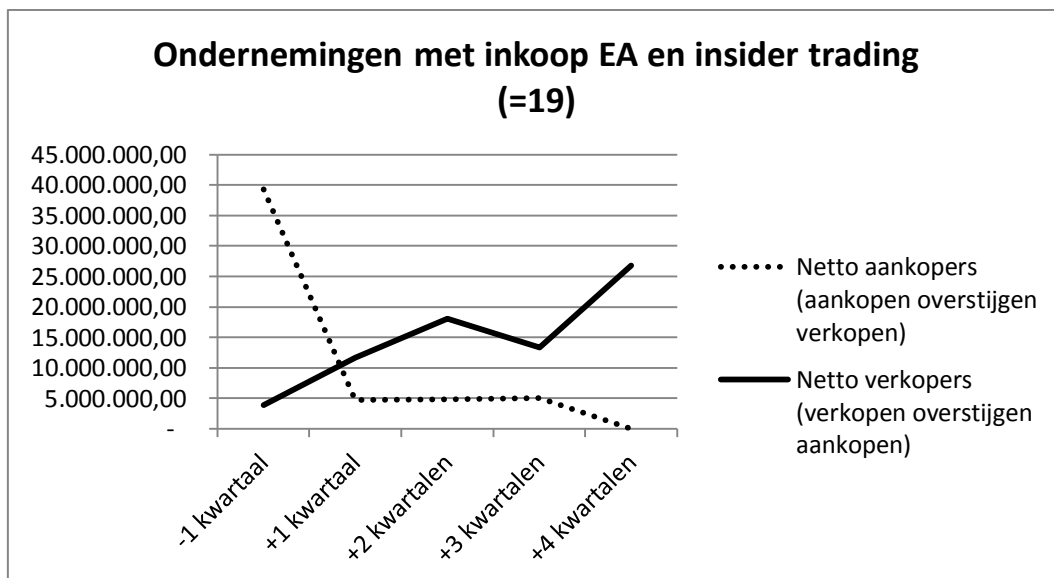
Onderstaande figuur geeft de evolutie weer van de hoogte van de bedragen waarvoor netto aankopers en netto verkopers aandelen respectievelijk aan- en verkopen. Deze figuur neemt eveneens enkel de ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen in beschouwing.²⁴ Uit deze figuur blijkt dat, voor het jaar 2011, de netto aankopende insiders voor een hoger bedrag aankopen dan dat de netto verkopende insiders verkopen en dus globaal gezien de insiders aandelen aankopen. Uit figuur 14 blijkt verder dat in de aanloop naar 2011 de netto verkopen hoger zijn dan de netto aankopen. In het geval ondernemingen geen eigen aandelen inkopen, overstijgt het bedrag waarvoor de netto verkopende insiders verkopen het bedrag waarvoor de netto aankopende insiders aankopen doorheen de hele onderzochte periode (deze figuur kan worden teruggevonden in bijlage 11). Met andere woorden: globaal gezien worden in elk van de onderzochte kwartalen door de insiders aandelen verkocht.

²⁴ In tabel 24 van bijlage 11 kan de informatie die leidt tot de figuur in tabelvorm worden teruggevonden, samen met de exacte bedragen. Tevens is een grafische voorstelling opgenomen van de bedragen voor de ondernemingen zonder inkoop van eigen aandelen.



Figuur 14: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's (bron: eigen bewerkingen)

Ook in bovenstaande figuur wordt per kalender kwartaal gekeken zonder rekening te houden met de event date. Vandaar dat onderstaande figuur dezelfde gegevens weergeeft maar nu relatief ten opzichte van deze event date.²⁵



Figuur 15: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's, relatief ten opzichte van de event date (bron: eigen bewerkingen)

Het verloop van deze figuur is enigszins vergelijkbaar met het verloop van figuur dertien. Bovendien komt het verloop overeen met wat wordt verwacht. Vóór de inkoop van eigen aandelen door de onderneming is het bedrag waarvoor de netto aankopers aandelen aankopen groter dan het bedrag waarvoor de netto verkopers aandelen verkopen. Globaal gezien worden door de insiders dus aandelen aangekocht. Na de inkoop van eigen aandelen is dit tegenovergesteld.

²⁵ In tabel 25 van bijlage 11 kan de informatie die leidt tot de figuur in tabelvorm worden teruggevonden, samen met de exacte bedragen.

Globaal gezien worden door de insiders dus aandelen verkocht. Ook blijkt duidelijk uit deze figuur dat na de inkoop van eigen aandelen het bedrag van de aankopen zich in een dalende lijn bevindt terwijl het bedrag van de verkopen een opwaartse beweging maakt.

7.2 Resultaten

In deze paragraaf zullen de resultaten worden besproken. De korte termijn zal eerst aan bod komen, gevolgd door de lange termijn. Zowel op de korte als op de lange termijn wordt een onderscheid gemaakt tussen de volgende drie samples:²⁶

- Ondernemingen met inkoop eigen aandelen (21)
- Ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (9)
- Ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (7)

Een onderneming behoort tot de tweede sample indien in een periode van vier maanden (lopende van twee maanden vóór tot twee maanden na de maand waarin de inkoop van eigen aandelen openbaar werd gemaakt) door de insiders meer wordt aangekocht dan verkocht. Omgekeerd behoort een onderneming tot de derde sample indien in de periode van vier maanden door de insiders meer wordt verkocht dan aangekocht. Hierbij dient opgemerkt te worden dat Atenor Group, Floridienne en Lotus Bakeries niet tot de tweede of de derde sample behoren ondanks dat deze ondernemingen eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insider trading. De reden hiervoor is dat de insiders van deze ondernemingen niet in de twee maanden vóór- of in de twee maanden na de inkoop aandelen aan- dan wel verkopen, maar langere tijd vóór of na de inkoop door de onderneming. Melexis en Proximus behoren eveneens niet tot de tweede of derde sample omdat deze ondernemingen niet te maken hebben met insider trading in 2011.

Het event dat in de volgende analyses centraal staat is telkens de inkoop van eigen aandelen door de ondernemingen. De event date wordt gelijkgesteld aan de datum waarop voor de eerste keer in 2011 de effectieve inkoop van eigen aandelen openbaar wordt gemaakt.²⁷

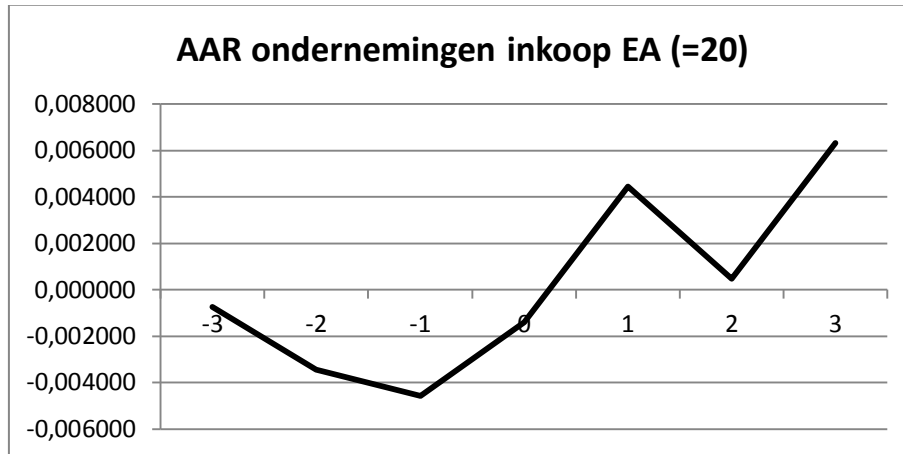
7.2.1 Korte termijn

Voor de 21 ondernemingen die eigen aandelen inkopen zijn de abnormale returns berekend, lopende van drie dagen vóór tot drie dagen na de event date.²⁸ De volgende figuren geven, doorheen het event window, het verloop weer van respectievelijk de average abnormal return (AAR) en de cumulative average abnormal return (CAAR). Hierbij dient opgemerkt te worden dat Proximus buiten beschouwing is gelaten voor de berekening van de AAR en de CAAR omdat de abnormale returns voor deze entiteit extreem fluctueren doorheen het event window (lopende van -53.694% tot 51.745%).

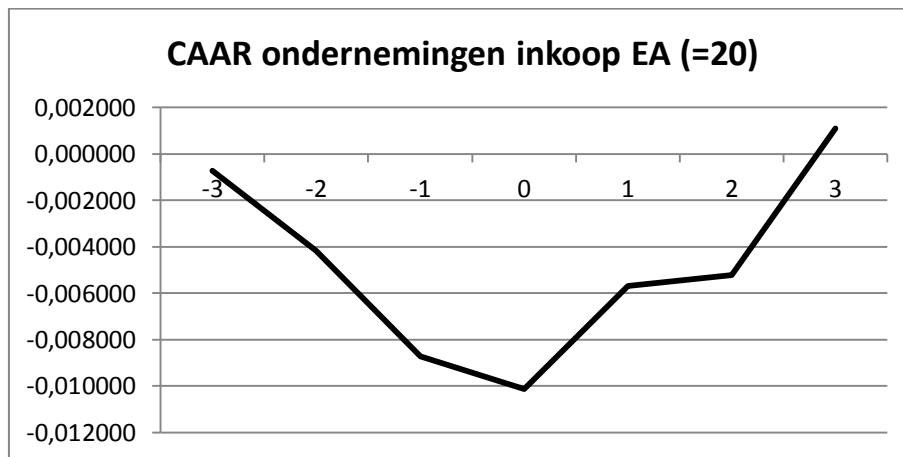
²⁶ Tussen haakjes wordt het aantal ondernemingen weergegeven die deel uitmaken van iedere sample.

²⁷ De uitzondering hierop is Melexis. Voor deze onderneming werd als event date de datum genomen waarop voor de tweede keer in 2011 de effectieve inkoop van eigen aandelen openbaar werd gemaakt. Dit omdat het de eerste keer om de openbaarmaking van een verwaarloosbaar klein bedrag ging, namelijk 2.335,81 euro.

²⁸ Deze abnormale returns kunnen worden teruggevonden in bijlage 12.



Figuur 16: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

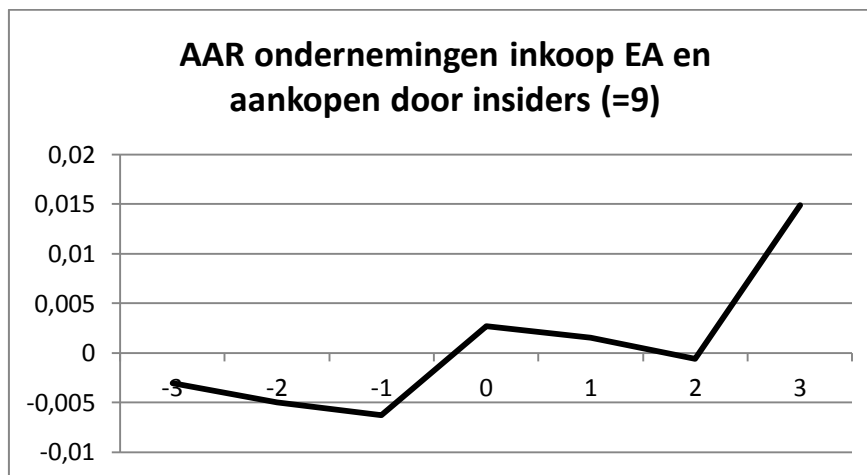


Figuur 17: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

Uit figuur 16 blijkt dat na de bekendmaking van de inkoop van eigen aandelen het aandeel positieve abnormale returns behaalt in de drie dagen erna (respectievelijk 0.44%, 0.047% en 0.63%). In de drie dagen vóór de bekendmaking zijn de abnormale returns negatief (respectievelijk -0.46%, -0.34% en -0.072%). Aan de hand van dit verloop lijkt het waarschijnlijk dat de inkoop van eigen aandelen een positief effect heeft op de koers en hypothese één dus kan worden verworpen. Formeel wordt dit getest aan de hand van een different means T-test voor de tijdstippen één, twee en drie.²⁹ Op het 10% significantieniveau blijkt echter dat de AAR's niet verschillen van nul. Uit figuur 17 blijkt dat de CAAR daalt in de periode vóór de openbaarmaking van de inkoop van eigen aandelen en stijgt na de openbaarmaking ervan. Pas vanaf drie dagen na de openbaarmaking is de CAAR positief (0.11%). Uit een different means T-test blijkt dat deze op tijdstip drie evenwel niet significant is op het 10% significantieniveau. De vereenvoudigde methode om de abnormale returns te schatten levert in grote lijnen dezelfde resultaten op.

²⁹ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 29, bijlage 12.

Om op de tweede deelvraag een antwoord te kunnen formuleren wordt gefocust op de negen ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen en aankopen van aandelen door insiders.³⁰ Onderstaande figuur geeft het verloop weer van de AAR. Zoals verwacht zijn positieve abnormale returns te zien op de event date (0.27%) en na de event date op de dagen één en drie (respectievelijk 0.15% en 1.49%). Daarnaast is de AAR drie dagen na de openbaarmaking hoger in vergelijking met alle ondernemingen die eigen aandelen inkopen en die in de figuren 16 en 17 centraal staan (1.49% ten opzichte van 0.63%). Dit duidt op een sterker signaal dat wordt afgegeven aan de markt. Ook nu worden T-testen uitgevoerd om formeel na te gaan of de positieve AAR's op de dagen nul, één en drie significant verschillend zijn van nul.³¹ Uit deze T-testen blijkt dat de positieve AAR drie dagen na de event date (1.49%) significant is op het 10% significantieniveau. De positieve AAR op de event date en dag één zijn niet significant. De vereenvoudigde methode levert ongeveer dezelfde resultaten op, met het verschil dat de AAR drie dagen na de event date (1.55%) nu significant is op het 5% significantieniveau.

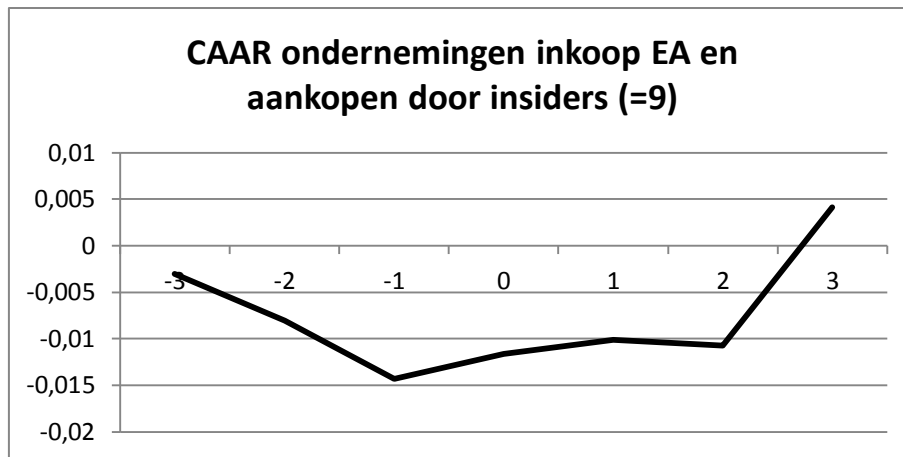


Figuur 18: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

Figuur 19 geeft de CAAR weer. Deze heeft een gelijkaardig verloop met de CAAR in figuur 17 waar alle ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen centraal staan. Op tijdstip -1 bereikt de CAAR voor ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen en aankopen door insiders een hoger minimum dan de CAAR voor alle ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen (-1.43% ten opzichte van -0.87%). Drie dagen na de openbaarmaking is het plaatje anders (0.41% ten opzichte van 0.11%). Ook nu wordt formeel getest of de CAAR significant verschilt van nul op tijdstip drie maar dit is niet het geval op het 10% significantieniveau. Een verklaring hiervoor zou de kleine sample kunnen zijn. Het gaat om slechts negen ondernemingen die worden onderzocht. Op de korte termijn kan dus niet formeel worden geconcludeerd dat de inkoop van eigen aandelen wordt gedreven door onderwaardering (en een positief prijseffect heeft) indien insiders aandelen aankopen. Dit werd verwacht op basis van de theorie.

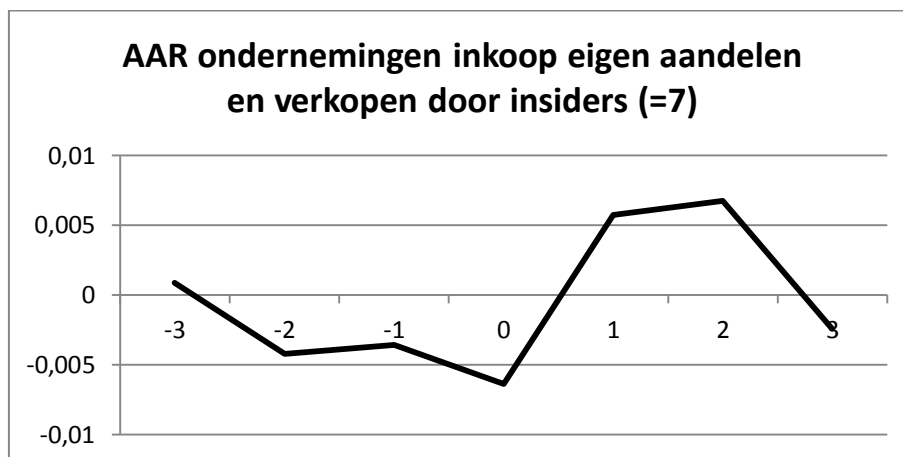
³⁰ Deze ondernemingen zijn CMB, D'ieteren, Kinopolis Group, Nyrstar, RealDolmen, Sipef, UCB, Umicore en Zetes Industries.

³¹ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 30, bijlage 12.



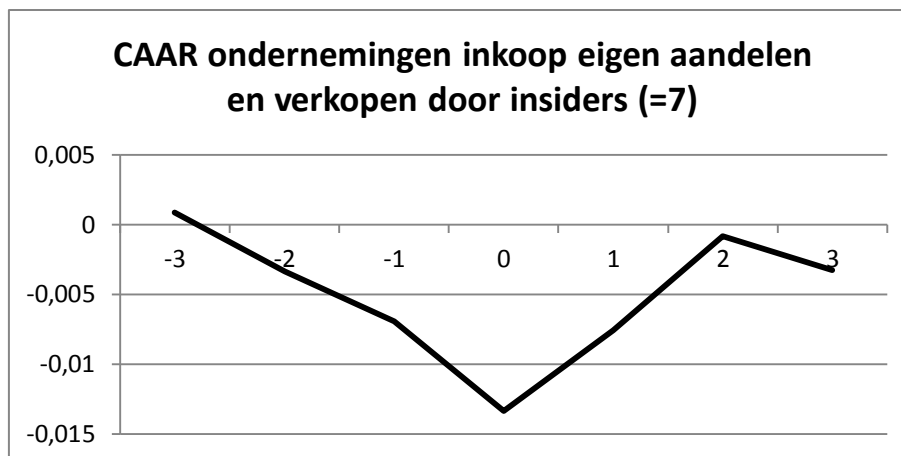
Figuur 19: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

De zevende deelvraag heeft betrekking op ondernemingen die eigen aandelen inkopen en insiders die tegelijkertijd aandelen verkopen. In 2011 kwamen in België slechts 7 beursgenoteerde ondernemingen voor die aan deze criteria voldoen.³² Opnieuw wordt aan de hand van de AAR en de CAAR nagegaan of de derde hypothese al dan niet verworpen kan worden. Hieronder worden achtereenvolgens het verloop van de AAR en de CAAR weergegeven.



Figuur 20: AAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

³² Deze ondernemingen zijn Banimmo A, Colruyt, Delhaize Group, EVS Broadcast, Roularta, Solvac en Telenet.



Figuur 21: CAAR KT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

Figuur 20 heeft een gelijkaardig verloop met figuur 16 tot en met tijdstip één. Aan de hand van dit verloop lijkt het signaal van onderwaardering, dat door de inkoop van eigen aandelen wordt afgegeven, te overheersen boven het tegenovergestelde signaal dat door de verkopen van insiders kan worden afgegeven. Echter, vanaf tijdstip twee begint de AAR te dalen en in periode drie wordt deze negatief (-0.24%). Uit figuur 21 blijkt ook dat de CAAR het laagst is ten tijde van de openbaarmaking van de inkoop (-1.33%). Dit is een stuk lager dan het dieptepunt dat wordt bereikt op tijdstip nul voor alle bedrijven die eigen aandelen inkopen, ongeacht of sprake is van insider trading (-1.01%). Na dit dieptepunt stijgt de CAAR tot en met tijdstip twee. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de CAAR wel negatief blijft (-0.085%), vanaf tijdstip drie wordt de CAAR opnieuw meer negatief (-0.33%). De significantie van de AAR op de tijdstippen één en twee én de CAAR op tijdstip drie worden formeel getest aan de hand van T-testen.³³ De AAR op tijdstip één is significant op het 5% significantieniveau terwijl de AAR op tijdstip twee niet significant is, net zoals de CAAR op tijdstip drie. Bijgevolg is geen sprake van een significant effect op de koers indien aandelen worden ingekocht terwijl aandelen worden verkocht door de insiders. Dit betekent dat hypothese drie *–inkopen van eigen aandelen worden niet gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen verkopen en hebben geen effect op de koers –* niet verworpen kan worden. Indien de vereenvoudigde methode wordt toegepast is de AAR op tijdstip één niet meer significant op het 5% significantieniveau. Verder zijn de resultaten vergelijkbaar.

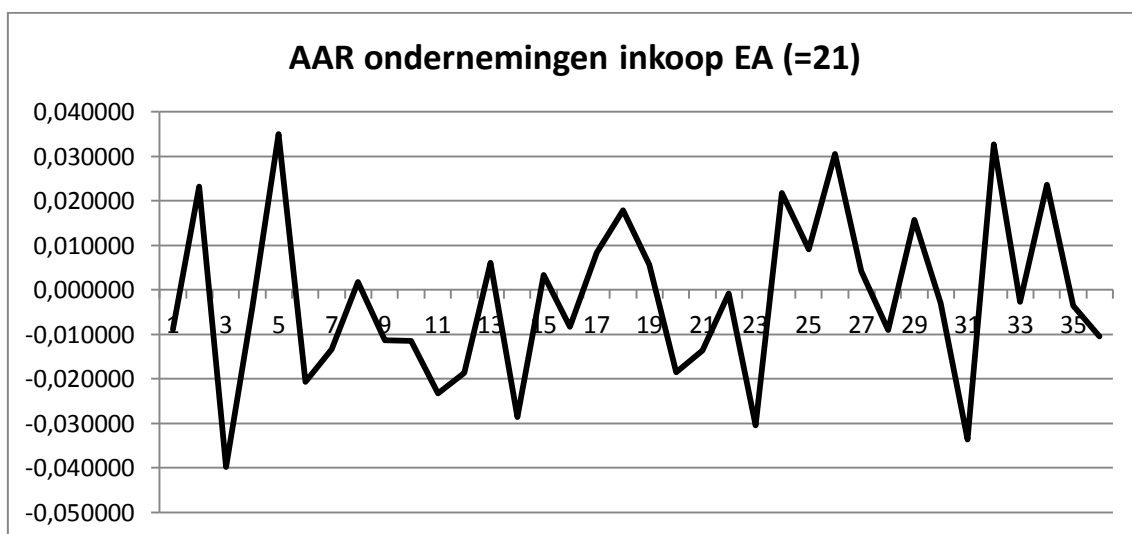
7.2.2 Lange termijn

In deze paragraaf zal voor de drie verschillende samples opnieuw worden nagegaan wat de prijseffecten zijn na de event date, maar ditmaal op de lange termijn. Concreet zal één, twee en drie jaar na de event date worden gekeken naar de cumulatieve abnormale returns. Het event window loopt nu dus van 1 tot en met 252 tradingdagen na het event voor het eerste jaar, van 253 tot en met 504 tradingdagen na het event voor het tweede jaar en van 505 tot en met 756 tradingdagen na het event voor het derde jaar. Het verschil met de korte termijn is dat de abnormale returns nu worden berekend aan de hand van maandelijkse datapunten. Voor elk jaar

³³ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 31, bijlage 12.

worden dus twaalf abnormale returns berekend (telkens op het einde van iedere verstreken maand na de event date). De cumulatieve abnormale return voor elk jaar is gelijk aan de som van de twaalf maandelijkse abnormale returns. Het gebruik van dagelijkse datapunten wordt nu vermeden omdat het mogelijk is dat een bepaalde onderneming op een bepaalde dag een enorm, positief of negatief, abnormaal rendement behaalt in vergelijking met de markt door een bepaalde gebeurtenis die van grote invloed is op de koers. Het gevolg van het gebruik van dagelijkse datapunten zou zijn dat deze abnormale return mee wordt genomen bij de berekening van de cumulatieve abnormale return en op die manier voor een vertekening zorgt. Het gebruik van maandelijkse datapunten gaat dit enigszins tegen doordat het effect van de gebeurtenis wordt afgezwakt. De volgende figuren geven opnieuw, doorheen het event window, het verloop weer van respectievelijk de average abnormal return (AAR) en de cumulative average abnormal return (CAAR).³⁴

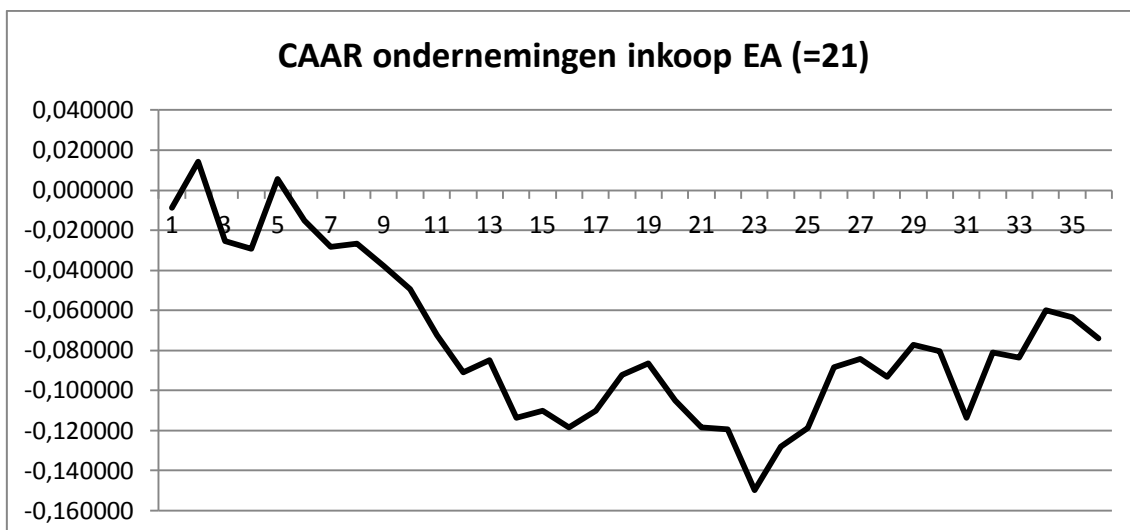
De figuren 22 en 23 hebben betrekking op de 21 ondernemingen die eigen aandelen inkopen in 2011. In figuur 22 worden de AAR's doorheen het hele event window weergegeven, dus tot drie jaar na de openbaarmaking van de inkoop. Hieruit blijkt dat de AAR's fluctueren van dag tot dag. Aangezien deze figuur alleen niet veel info geeft, is de CAAR weergegeven in figuur 23. Hieruit blijkt duidelijk dat vlak na de inkoop positieve abnormale returns worden behaald. Echter, na enige tijd wordt de CAAR kleiner dan nul en één jaar na de inkoop bedraagt deze -9.11%, twee jaar na de inkoop bedraagt ze -12.81% en drie jaar na de inkoop is de CAAR -7.39%. Aan de hand van T-testen wordt nagegaan of de CAAR van jaar één (-9.11%), twee (-3.70%) en drie (5.41%) significant zijn én of de CAAR na drie jaar (-7.39%) significant is.³⁵ Hieruit blijkt dat deze allemaal niet significant zijn, met uitzondering van de CAAR van jaar één die significant is op het 5% significantieniveau. Hypothese één - *de inkoop van eigen aandelen heeft geen effect op de koers* - wordt dus niet verworpen. Dit resultaat komt niet overeen met hetgeen op voorhand wordt verwacht. De onderzochte ondernemingen blijken geen positieve abnormale returns te hebben op de lange termijn.



Figuur 22: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

³⁴ De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd kunnen worden teruggevonden in tabel 32, bijlage 13.

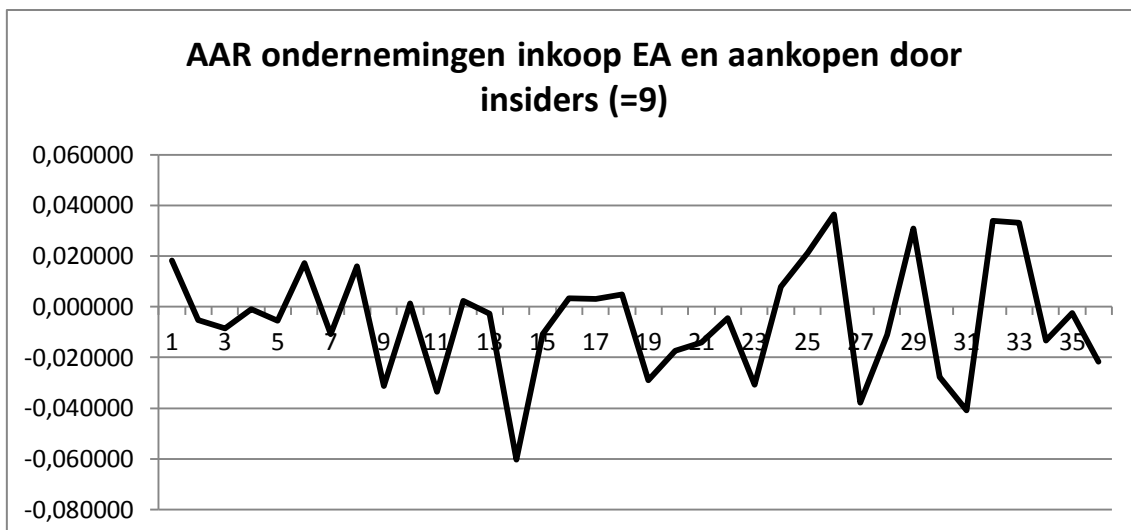
³⁵ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 33, bijlage 13.



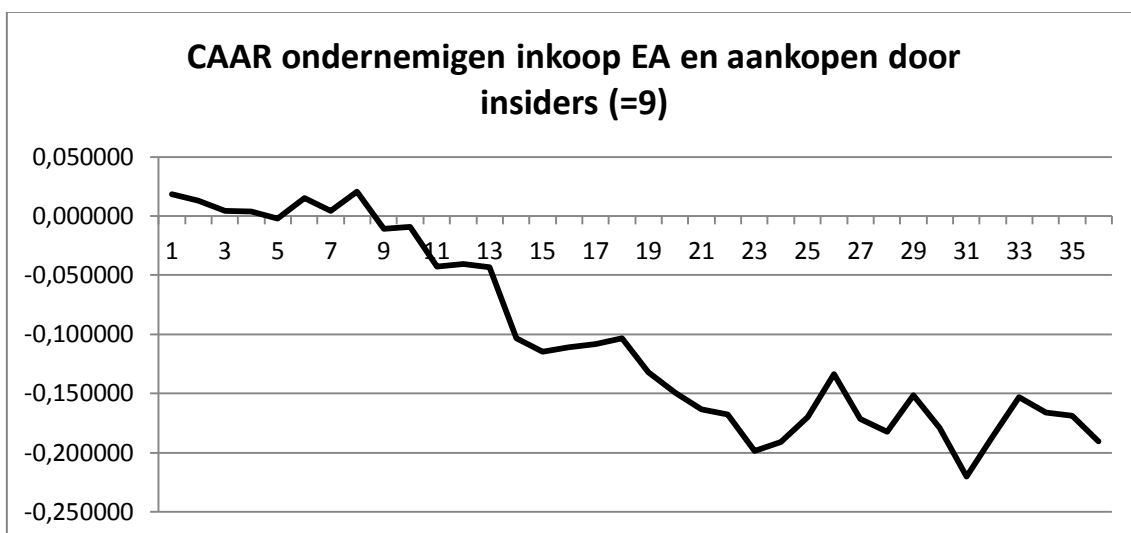
Figuur 23: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

De zesde deelvraag heeft betrekking op de negen ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insiders die eveneens aandelen aankopen. De AAR's voor deze sample worden weergegeven in figuur 24, de CAAR in figuur 25. Ook nu fluctueren de AAR's van dag tot dag, voor een duidelijker beeld wordt weer gekeken naar de CAAR. Uit figuur 25 blijkt dat het verloop gelijkaardig is aan deze van de 21 ondernemingen met de inkoop van eigen aandelen. Wat opvalt is dat het langer duurt voordat de CAAR negatief wordt (8 maanden na de event date in plaats van 3 maanden). Eén jaar na de event date bedraagt de CAAR -4.06%, twee jaar erna bedraagt ze -19.11% en drie jaar erna is deze -19.06%. Aan de hand van T-testen wordt ook nu nagegaan of de CAAR van jaar één (-4.06%), jaar twee (-15.05%) en jaar drie (0.05%) significant zijn én of de CAAR na drie jaar (-19.06%) significant is.³⁶ Deze blijken niet significant te zijn. Hypothese twee - *inkopen van eigen aandelen worden niet gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen aankopen en hebben geen effect op de koers* - wordt dus niet verworpen. Ook nu wijken de resultaten af van hetgeen wordt verwacht.

³⁶ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 34, bijlage 13.



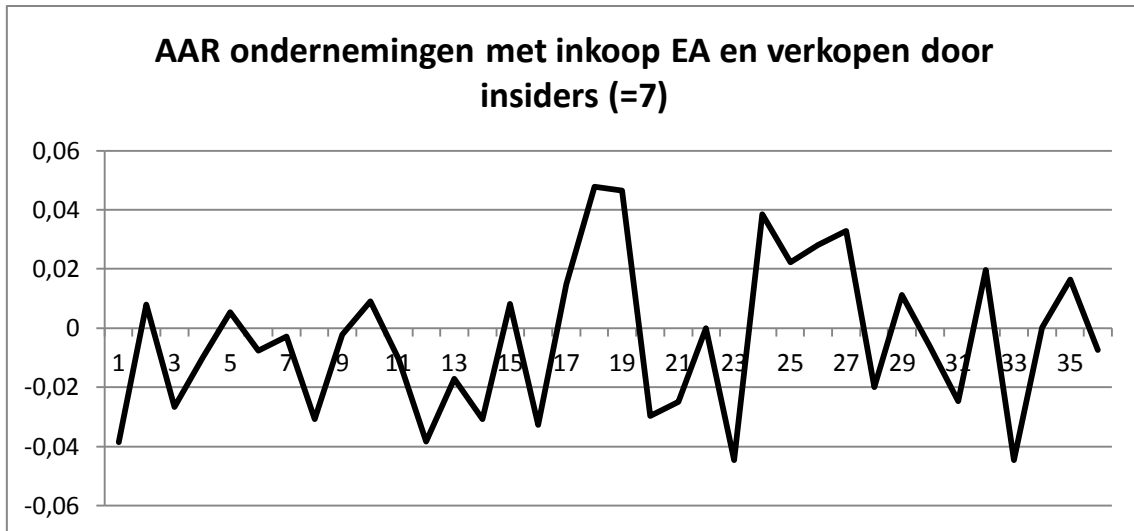
Figuur 24: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)



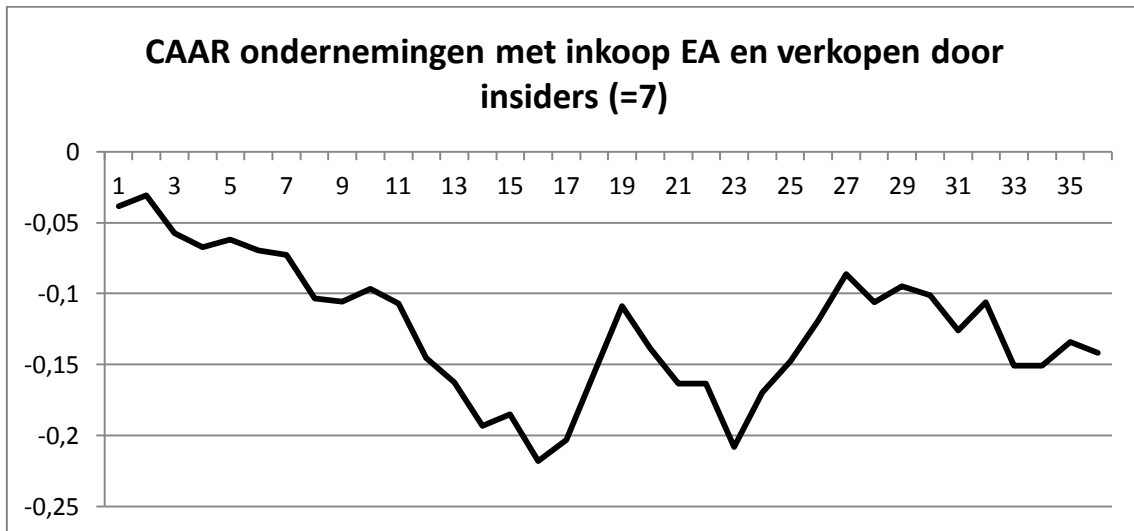
Figuur 25: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

Om op de zevende deelvraag een antwoord te kunnen formuleren wordt opnieuw gefocust op de zeven ondernemingen die eigen aandelen inkopen en te maken hebben met insiders die aandelen verkopen. Figuur 26 toont de AAR's en figuur 27 toont de CAAR. Voor de interpretatie van de resultaten wordt gekeken naar de CAAR, aangezien de AAR's opnieuw enorm fluctueren van dag tot dag. Eén jaar na de event date bedraagt de CAAR -14.53%, twee jaar erna is ze -16.97% en drie jaar erna bedraagt deze -14.17%. Ook nu wordt nogmaals aan de hand van T-testen nagegaan of de CAAR van jaar één (-14.53%), jaar twee (-2.44%) en jaar drie (2.80%) significant zijn én of de CAAR na drie jaar (-14.17%) significant is.³⁷ Deze zijn niet significant, met uitzondering van de negatieve abnormale return van jaar één die significant is op het 10% significantieniveau. Hypothese drie - *inkopen van eigen aandelen worden niet gedreven door onderwaardering indien insiders aandelen verkopen en hebben geen effect op de koers* - wordt dus niet verworpen.

³⁷ Deze T-testen kunnen worden teruggevonden in tabel 35, bijlage 13.



Figuur 26: AAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)



Figuur 27: CAAR LT, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

7.2.2.1 Sensitiviteitsanalyse

Eén van de mogelijke redenen voor de bekomen resultaten is de onderzoeksmethode die gebruikt is. Het market model is, zoals hierboven aangehaald, afhankelijk van enige subjectiviteit van de onderzoeker.

In dit onderzoek is geen statistisch bewijs gevonden voor positieve abnormale returns die zouden volgen op de inkoop van eigen aandelen. Hiervoor zijn mogelijk verschillende redenen die aan bod zullen komen in het laatste hoofdstuk. Desalniettemin vormt dit onderzoek een goed startpunt voor verder onderzoek naar de interactie tussen inkopen van eigen aandelen door de onderneming en insider trading. Een begin is reeds gegeven door gebruik te maken van de vereenvoudigde methode die hieronder wordt besproken. Tevens is een start gegeven voor wat betreft het uitvoeren van een sensitiviteitsanalyse in verder onderzoek.

Na de bekomen resultaten is alsnog besloten de vereenvoudigde methode toe te passen ondanks dat deze methode initieel enkel zou worden toegepast op de korte termijn.³⁸ Deze methode levert gelijkaardige resultaten op voor de eerste sample, met als grootste verschil dat de CAAR van jaar twee nu -9.86% is in plaats van -3.70% én significant is op het 10% significantieniveau. Verder is de CAAR na drie jaar kleiner (-17.99% in plaats van -7.39%), maar ook dit resultaat is niet significant. Voor wat betreft de tweede sample zijn de resultaten nagenoeg hetzelfde, de CAAR bedraagt na drie jaar nu -22.80% in plaats van -19.06%. De resultaten van de derde sample wijken wel op bepaalde punten af van deze die hierboven zijn bekomen aan de hand van de uitgebreide methode. De CAAR van jaar één bedraagt nu -17.26% en dit resultaat is significant op het 5% significantieniveau (dit was -14.53% op het 10% significantieniveau). De CAAR van jaar twee bedraagt -8.31% terwijl dit -2.44% was bij de uitgebreide methode. Beide resultaten zijn evenwel niet significant. Het meest opmerkelijke resultaat is dat de CAAR over de drie jaren heen nu -28.41% bedraagt en dat dit significant is op het 5% significantieniveau. Dit was -14.17% en niet significant volgens de uitgebreide methode. Volgens de vereenvoudigde methode kan geconcludeerd worden dat voor wat betreft de onderzochte ondernemingen de koers zal dalen na de inkoop van eigen aandelen indien de insiders rond dezelfde tijd hun aandelen verkopen. Dit resultaat kan als volgt worden geïnterpreteerd: het signaal dat gegeven wordt door de inkoop van eigen aandelen zou afgezwakt kunnen worden door de insiders die tegelijkertijd voor eigen rekening aandelen verkopen omdat zij te maken hebben met een verkoopdruk. Hiervoor is echter geen theoretisch basis teruggevonden.

Vervolgens is de uitgebreide methode nogmaals uitgevoerd maar ditmaal na een wijziging van de manier waarop de alfa's en de bèta's worden geschat. Zoals hierboven is aangehaald bij de uiteenzetting van de onderzoeksmethode in paragraaf 6.2, werd gebruik gemaakt van dagelijkse datapunten en werd één jaar teruggedaan in de tijd om de alfa's en de bèta's te schatten. Het is

³⁸ Volgens de vereenvoudigde formule worden de abnormale returns als volgt berekend:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Hierbij hoeven geen alfa's en bèta's geschat te worden.

echter aan te raden gebruik te maken van maandelijkse datapunten omdat op dagbasis grote verschillen mogelijk zijn tussen een individuele onderneming en de markt. Op maandbasis worden deze verschillen afgezwakt. Echter, indien gebruik wordt gemaakt van maandelijkse datapunten dient verder teruggegaan te worden in de tijd. Per jaar zijn 12 maandelijkse datapunten beschikbaar terwijl gebruik gemaakt kan worden van 252 dagelijkse datapunten. Hierboven is gekozen voor de dagelijkse datapunten omdat indien verder teruggegaan zou worden in de tijd, de crisisjaren mee worden gebruikt voor de schattingen. Dit waren bijzondere jaren die we bewust buiten beschouwing hebben gelaten. Toch zijn we voor deze sensitiviteitsanalyse drie jaar teruggegaan in de tijd om op die manier aan 36 datapunten te komen. Kort samengevat worden de alfa's en de bèta's nu dus geschat aan de hand van 36 maandelijkse datapunten. Hiervoor wordt drie jaar teruggegaan in de tijd (tot begin 2008).³⁹ In 17 van de 21 onderzochte ondernemingen is de bèta gestegen na de herschatting. Dit betekent dat het aandeel sterker reageert op marktbevingen dan voorheen.

Deze sensitiviteitsanalyse levert beduidend verschillende resultaten op dan voorheen. De resultaten staan bovendien ver af van hetgeen verwacht wordt op basis van de theorie. Mogelijk komt dit door de alfa- en bètaschattingen die nu sterk beïnvloed zijn door de crisisjaren en zo voor zeer onnauwkeurige schattingen zorgen voor de abnormale returns voor de jaren 2012 tot en met 2014. Hier zal dan ook niet dieper worden ingegaan op de bespreking van deze resultaten. Desalniettemin is dit een goede aanzet voor een sensitiviteitsanalyse die uitgevoerd kan worden over één of twee jaar aangezien deze crisisjaren dan buiten beschouwing kunnen worden gelaten. Dat is in dit onderzoek nog niet mogelijk.

7.2.3 Overzicht resultaten en conclusie

Uit de beschrijvende analyse blijkt dat de insiders van de ondernemingen die eigen aandelen inkopen meer aandelen aan- en verkopen in vergelijking met de insiders van de ondernemingen die geen eigen aandelen inkopen. Daarnaast blijkt het percentage ondernemingen waarvan de insiders aandelen aankopen te stijgen in de aanloop naar de event date en gedurende de periode rond de event date. Met andere woorden: van de onderzochte ondernemingen die eigen aandelen inkopen blijken de insiders vaker aandelen aan te kopen dan te verkopen in de periode vóór en rond de inkoop door de onderneming.

In de daaropvolgende paragraaf zijn de prijseffecten nagegaan op zowel de korte als de lange termijn voor drie verschillende samples. Op basis van de free cashflow- en de signaaltheorie worden prijsstijgingen na de inkoop van eigen aandelen verwacht. In deze paragraaf zal een overzicht worden gegeven van de resultaten voor de Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen.

³⁹ De herschatte bèta's kunnen worden teruggevonden in bijlage 14.

7.2.3.1 Korte termijn

De figuren van de AAR en de CAAR komen grotendeels overeen met hetgeen op basis van de theorie wordt verwacht. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de resultaten.

	AAR				CAAR
	Event date	+1 dag	+2 dagen	+3 dagen	+3 dagen
1^e Deelvraag	-0.14%	+ 0.44%	+ 0.047%	+ 0.63%	+ 0.11%
Hypothese 1	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten				
2^e Deelvraag	+0.27%	+0.15%	-0.064%	+1.49%*	+0.41%
Hypothese 2	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten				
3^e Deelvraag	-0.64%	+0.57%**	+0.68%	-0.24%	-0.33%
Hypothese 3	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten				
** = significant op het 5% significantieniveau					
* = significant op het 10% significantieniveau					

Tabel 10: Overzicht resultaten korte termijn (bron: eigen bewerkingen)

Uit de resultaten blijkt dat de drie hypothesen niet verworpen kunnen worden. Bijgevolg is geen statistisch significant bewijs gevonden voor positieve abnormale returns na de inkoop van eigen aandelen, al dan niet in combinatie met insider trading. Aan de hand van dit onderzoek kan dus geen uitspraak worden gedaan omtrent de prijseffecten op de korte termijn van de inkoop van eigen aandelen. Merken we nog op dat uit het onderzoek blijkt dat de eerste dag na de event date een kleine abnormale return van 0.57% bestaat voor de derde sample. Deze is significant op het 5% significantieniveau. Dit resultaat zou als volgt kunnen worden geïnterpreteerd: doordat sprake is van een positieve abnormale return wordt een deel van de onderwaardering weggewerkt. Hierdoor kunnen insiders overgaan tot het verkopen van (een deel van) hun aandelen.

7.2.3.2 Lange termijn

Zoals reeds is gebleken uit de uiteenzetting hierboven leverden de resultaten op de lange termijn niet de verwachte resultaten op. Onderstaande tabel zal een overzicht geven van de resultaten die zijn besproken in paragraaf 7.2.2.

	CAAR			
	1 ^e jaar	2 ^e jaar	3 ^e jaar	Na drie jaar
1^e Deelvraag	-9.11%**	-3.70%	+5.41%	-7.39%
Hypothese 1	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten			
2^e Deelvraag	-4.06%	-15.05%	+0.05%	-19.06%
Hypothese 2	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten			
3^e Deelvraag	-14.53%*	-2.44%	+2.80%	-14.17%
Hypothese 3	Wordt niet verworpen op basis van de bekomen resultaten			
** = significant op het 5% significantieniveau				
* = significant op het 10% significantieniveau				

Tabel 11: Overzicht resultaten lange termijn (bron: eigen bewerkingen)

Uit de resultaten blijkt dat de drie hypothesen ook niet voor wat betreft de resultaten op de lange termijn verworpen kunnen worden. Aan de hand van dit onderzoek kan dus eveneens geen uitspraak worden gedaan omtrent de prijseffecten op de lange termijn van de inkoop van eigen aandelen. Merken we nu op dat de CAAR van het eerste jaar na de event date voor wat betreft de eerste sample -9.11% bedraagt. Dit resultaat is significant op het 5% significantieniveau en is mede te verklaren door de derde sample, die een onderdeel is van de eerste sample.

Hoofdstuk 8: Besluit

In dit laatste hoofdstuk zal eerst en vooral een algemeen besluit worden geformuleerd. Dit besluit zal leiden tot het antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Daarnaast komen een kritische reflectie van dit proefschrift en aanbevelingen voor verder onderzoek aan bod.

8.1 Algemeen besluit

Dit proefschrift draait rond de inkoop van eigen aandelen en insider trading. De centrale onderzoeksvraag – *Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan deze hand in hand?* – wordt beantwoord aan de hand van zeven deelvragen. De eerste vier deelvragen zijn geformuleerd met het oog op het verkrijgen van een beter beeld van de inkoop van eigen aandelen enerzijds en insider trading anderzijds. De vijfde, zesde en zevende deelvraag sluiten dichterbij aan op de centrale onderzoeksvraag.

De eerste deelvraag – *Aan welke regelgeving zijn de inkoop van eigen aandelen en insider trading onderworpen?* – wordt beantwoord in hoofdstuk twee. De inkoop van eigen aandelen voor beursgenoteerde ondernemingen wordt gereguleerd in het Wetboek van Vennootschappen. Het betreft de artikelen 620 tot en met 630. Insider trading wordt gereguleerd door de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. Hierbij hoort het Koninklijk Besluit van 5 maart 2006.

De tweede deelvraag – *Wat zijn de belangrijkste beweegredenen voor de inkoop van eigen aandelen en insider trading?* – wordt beantwoord in de hoofdstukken drie en vier. Het management besluit onder andere over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen om onderwaardering van het aandeel te signaleren, overtollige kasmiddelen uit te keren, de financiële structuur te herschikken of de koers te ondersteunen. Insiders gaan over tot de aankoop van aandelen voor eigen rekening indien het aandeel ondergewaardeerd is, ze de toekomst rooskleurig(er) inzien of het gepercipieerde risico laag is.

De derde deelvraag – *Wat zijn de verschillende inkoopmethoden?* – wordt eveneens beantwoord in hoofdstuk drie. Vijf verschillende inkoopmethoden zijn voor een onderneming voorhanden om eigen aandelen in te kopen. Deze worden achtereenvolgens besproken. Het gaat om inkopen via openbaar bod, inkopen via aanbod per opbod, open markt inkopen, private inkopen en inkopen via optiecontracten.

De vierde deelvraag – *Wat zijn de argumenten voor en tegen insider trading?* – wordt beantwoord in hoofdstuk vier. Veelal heerst de perceptie dat insider trading onethisch is, daarom wordt in dit hoofdstuk een aparte paragraaf gewijd aan insider trading en ethiek. Voorstanders van insider trading argumenteren dat door insider trading de koers beter overeenkomt met de intrinsieke waarde van het aandeel. Volgens tegenstanders zullen onder andere de liquiditeiten op de aandelenmarkt opdrogen en insider trading zou het openbaar maken van informatie vertragen.

De vijfde deelvraag – *Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen* - , evenals de zesde – *Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met aankopen door insiders?* – en zevende deelvraag – *Wat zijn de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, samen met verkopen door insiders?* – worden beantwoord in hoofdstuk zeven. In hoofdstuk vijf worden twee belangrijke theorieën besproken die verklaren waarom de koers stijgt na de inkoop van eigen aandelen. Het gaat om de free cashflow- en de signaaltheorie. Aan de hand van deze theorieën worden de hypothesen afgeleid die dienen om een antwoord te kunnen formuleren op de deelvragen vijf, zes en zeven. Hoofdstuk zes beslaat de bespreking van de dataverzameling en de onderzoeksmethode. De nulhypoteses in dit proefschrift kunnen helaas niet worden verworpen. Bijgevolg kan geen uitspraak worden gedaan omtrent de prijseffecten van de inkoop van eigen aandelen, al dan niet in combinatie met insider trading. Voor wat betreft de korte termijn zijn wel sterke aanwijzingen, onder andere zoals blijkt uit de figuren, dat de inkoop leidt tot positieve abnormale returns en dus een stijging van de koers. Statistisch kan dit echter niet worden onderbouwd.

Het antwoord op de centrale onderzoeksvraag luidt bijgevolg als volgt:

In ongeveer 76% van de onderzochte ondernemingen die eigen aandelen inkopen, worden door de insiders aandelen aan- dan wel verkocht voor eigen rekening. In 56.25% gaat het om aankopen door insiders, terwijl het in 43.75% om verkopen door insiders gaat. Op de korte termijn blijkt uit de figuren dat de indicatie bestaat dat na de inkoop de koers stijgt. Dit kan echter statistisch niet worden bevestigd. Voor wat de lange termijn betreft kan geen uitspraak worden gedaan.

8.2 Kritische reflectie

Zoals blijkt uit hoofdstuk zes, kopen slechts 21 van de 108 onderzochte ondernemingen in 2011 eigen aandelen in. Het onderzoek focust bijgevolg op een klein deel van de Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen. Het aantal ondernemingen met insider trading in 2011 bedraagt 48. Wanneer deze twee gegevens samen worden bekeken, blijkt dat 9 ondernemingen eigen aandelen inkopen terwijl de insiders aandelen aankopen voor eigen rekening. Slechts 7 ondernemingen kopen eigen aandelen in terwijl de insiders aandelen verkopen voor eigen rekening. Het gevolg is dat de drie samples in dit onderzoek aan de kleine kant zijn. Dit zou ervoor kunnen zorgen dat de resultaten die zijn bekomen niet kunnen worden gegeneraliseerd.

De resultaten die zijn bekomen liggen niet helemaal in lijn met hetgeen op basis van de literatuur wordt verwacht. Hiervoor zijn mogelijk verschillende verklaringen te vinden. Ten eerste is het inkopen van eigen aandelen in België nog niet zo ingeburgerd als in bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Ten tweede zou de onderzochte periode van invloed kunnen zijn. Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2007, kochten beursgenoteerde ondernemingen verschillende jaren geen eigen aandelen in. 2011 was het jaar waarin de inkoop van eigen aandelen weer op gang kwam.

Het gevolg zou kunnen zijn dat het signaal dat met de inkoop van eigen aandelen wordt afgegeven, niet (of in mindere mate) door de markt wordt opgepikt zoals beoogd in de theorie.

Daarnaast is ook de gebruikte onderzoeksmethode, zijnde het market model, van invloed op de bekomen resultaten. Eerst en vooral gaat het om een sterk vereenvoudigd model dat de return van een aandeel vergelijkt met de return van een gekozen marktindex. Bijgevolg gaat het om een one factor model. Andere factoren die van invloed kunnen zijn bij de bepaling van abnormale returns, zoals de industrie waarin de onderneming actief is, worden in dit model buiten beschouwing gelaten. Verder wordt de eventstudiemethodologie gekenmerkt door een aantal beslissingen die genomen moeten worden door de onderzoeker en die aan enige mate van subjectiviteit onderhevig zijn. Ten eerste dient de marktindex bepaald te worden. In dit onderzoek is gekozen voor de EuroStoxx 600 Index. Vervolgens dient voor de schatting van de alfa's en de bèta's bepaald te worden hoever hiervoor in de tijd wordt teruggegaan en welke granulariteit wordt gebruikt. In dit onderzoek is één jaar (of 252 tradingdagen) teruggegaan in de tijd. Daarnaast is gebruik gemaakt van dagelijkse datapunten. Tot slot dient de event date vastgesteld te worden. Hierbij is gekozen voor de datum waarop voor het eerst in 2011 de effectieve inkoop van eigen aandelen openbaar wordt gemaakt. Deze keuzes zijn allemaal van invloed op de bekomen resultaten, vandaar dat het aan te raden is om in toekomstig onderzoek deze drie variabelen te variëren om op die manier een beter zicht te krijgen op prijseffecten van de inkopen van eigen aandelen en insider trading.

Tot slot is in dit proefschrift niet gekeken naar het motief van het management om over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen. Verschillende motieven geven verschillende signalen af waardoor het aan te raden is in de samples een onderscheid te maken tussen de verschillende motieven. Aangezien in dit proefschrift met kleine samples is gewerkt, is deze verdere opsplitsing niet gemaakt.

8.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit onderzoek vormt een goed vertrekpunt voor verder onderzoek naar de inkopen van eigen aandelen en insider trading bij Belgische, beursgenoteerde, ondernemingen. In de vorige paragraaf werden enkele beperkingen van dit onderzoek aangehaald. Aan de hand van deze beperkingen worden hieronder een aantal aanbevelingen opgesomd voor verder onderzoek.

In toekomstig onderzoek is het aan te bevelen dat:

- de samples worden uitgebreid. Dit kan gedaan worden door voor een langere periode de inkoop van eigen aandelen te bekijken. Hierbij zouden naast 2011 ook 2012 en 2013 bekeken kunnen worden. Daar in dit onderzoek de prijseffecten voor een periode tot drie jaar na de inkoop werden bepaald, werd 2011 bewust als eindpunt gekozen. Het spreekt voor zich dat in toekomstige onderzoeken de tijdspanne uitgebreid kan worden zonder dat de prijseffecten op de lange termijn niet te bepalen zijn.

- een ander model dan het market model wordt gebruikt. Hierbij denken we aan een multifactor model. Dit model is in staat factoren mee op te nemen die van invloed zijn op de abnormale returns. In het market model wordt abstractie gemaakt van deze factoren.
- het onderzoek wordt overgedaan met een andere onderliggende marktindex. In dit onderzoek is gekozen voor de EuroStoxx 600 index. Een aanbeveling is de Euronext 100 index.
- de alfa's en de bèta's worden geschat door een langere tijd terug te gaan in de tijd. Dit verhoogt de nauwkeurigheid van de schattingen. Een suggestie is het teruggaan in de tijd tot drie jaar (756 tradingdagen).
- de event date wordt aangepast. In dit onderzoek is de openbaarmaking van de effectieve inkoop van eigen aandelen als event date gekozen. Hier gaat meestal de aankondiging van een inkoopprogramma aan vooraf. Het is mogelijk dat op de datum van deze aankondiging duidelijkere prijseffecten te zien zijn op de korte termijn omdat op dat moment de markt voor het eerst verneemt over de plannen om over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen. Het moment waarop tot de effectieve inkoop wordt overgegaan is daarom misschien niet de beste keuze aangezien de markt dan al weet heeft van de inkopen en daarop reeds heeft kunnen reageren.
- bij het samenstellen van de samples wordt nagegaan wat het motief is om over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen. Hiervoor dienen de samples van een voldoende grote omvang te zijn.

Lijst van geraadpleegde werken

Boeken

Duffhues, P.J.W. (2000). *Economische, institutionele en juridische aspecten van inkoop van eigen aandelen*. Deventer: Kluwer.

Geens, K., & Wouters M. (2005). *Insider trading en andere vormen van marktmisbruik*. Kalmthout: Biblio.

Goergen, M. (2012). *International corporate governance*. Harlow: Pearson.

Mercken, R., & Siau, C. (2012). *Voortgezette accounting: boekhouding en financiële rapportering*. Antwerpen-Apeldoorn: Garant.

Wetenschappelijke artikelen

Bonaimé, A.A., & Ryngaert, M.D. (2013). Insider trading and share repurchases: do insiders and firms trade in the same direction? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 22, 35-53.

Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.

Budney, V. (1979). Insiders, outsiders, and informational advantages under the Federal Securities Laws [Elektronische versie]. *Harvard Law Review*, 93 (2), 322-376.

Carlton, D.W., & Fischel, D.R. (1982). The regulation of insider trading [Elektronische versie]. *Stanford Law Review*, 35, 857-895.

Chan, K., Ikenberry, D.L., Lee, I., & Wang, Y. (2012). Informed traders: linking legal insider trading and share repurchases [Elektronische versie]. *Financial Analysts Journal*, 68 (1), 60-73.

Deweirdt, E., Goeminne, W., & Van Campenhout, G. (2004). *Bedrijfseconomische redenen voor inkoop van eigen aandelen*. Opgevraagd op 24 maart, 2015, via <http://ideas.repec.org/p/ant/wpaper/2004008.html>

De Wit, N. (2013). Aandelenhandel door insiders: een performantie-onderzoek aan de hand van meldingen bij de FSMA [Elektronische versie]. *Masterproef Universiteit Antwerpen: academiejaar 2012-2013*.

Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock? [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 73 (3), 331-355.

Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents [Elektronische versie]. *Journal of political economy*, 103 (1), 75-93.

Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs [Elektronische versie]. *The Journal of Finance*, 59 (2), 651-680.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 39 (2), 181-208.

Jategaonkar, S.P. (2013). If it's good for the firm, it's good for me: insider trading and repurchases motivated by undervaluation [Elektronische versie]. *The Financial Review*, 48 (2), 179-203.

Jeng, L.A., Metrick, A., & Zeckhauser, R. (2003). Estimating the returns to insider trading: a performance evaluation perspective [Elektronische versie]. *Review of Economics and Statistics*, 85 (2), 453-471.

Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk [Elektronische versie]. *Econometrica*, 47 (2), 263-291.

Kallunki, J., Nilsson, H., & Hellström, J. (2009). Why do insiders trade? Evidence based on unique data on Swedish insiders [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (1), 37-53.

Ke, B., Huddart, S., & Petroni, K. (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: evidence from insider trades [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 35 (3), 315-346.

Lee, D.S., Mikkelson, W.H., & Partch, M.M. (1992). Managers' trading around stock repurchases [Elektronische versie]. *The Journal of Finance*, 47 (5), 1947-1961.

Leland, H.E. (1992). Insider trading: should it be prohibited? [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy*, 100 (4), 859-887.

Leland, H.E., & Pyle, D. (1977). Information asymmetries, financial structure and financial intermediation [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.

- Louis, H., Sun, A., & White, H. (2010). Insider trading after repurchases tender offers: timing versus informed trading [Elektronische versie]. *Financial Management*, 39 (1), 301-322.
- MacKinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance [Elektronische versie]. *Journal of economic literature*, 45 (1), 13-39.
- Manne, H.G. (1966). In defense of insider trading [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 44 (6), 113-122.
- McGee, R.W. (2008). Applying ethics to insider trading [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 77 (2), 205-217.
- Mercken, R. (2008). Rapportering in de jaarrekening van ingekochte eigen aandelen door beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde Belgische vennootschappen. *Accountancy & Bedrijfskunde*, 28 (10), 26-39.
- Moore, J. (1990). What is really unethical about insider trading? [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 9 (3), 171-182.
- Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 49 (2), 187-222.
- Ofer, A.R., & Thakor, A.V. (1987). A theory of stock responses to alternative corporate cash distribution methods: stock repurchases and dividends [Elektronische versie]. *The Journal of Finance*, 42 (2), 365-394.
- Peyer, U.C., & Vermaelen, T. (2005). The many facets of privately negotiated stock repurchases [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 75 (2), 361-395.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach [Elektronische versie]. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Sercu, P., & Vanherpe, G. (1998). Insider-trading: een economische beoordeling [Elektronische versie]. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 43 (1), 105-136.
- Thoelen, D. (2014). Het volgen van insider trading als beleggingsstrategie [Elektronische versie]. *Masterproef Universiteit Hasselt: academiejaar 2013-2014*.
- Tsetsekos, G., Kaufman, D., & Gitman, L. (1998). A survey of stock repurchase motivations and practices of major US corporations [Elektronische versie]. *The Journal of Applied Business Research*, 7 (3), 15-21.

Van den Bossche, C. (z.d.). Regulering van insider trading in verschillende jurisdicties [Elektronische versie]. *Masterproef Universiteit Gent*.

Veenman, D. (2010). Insider trading: the interrelation between accounting information, stock prices, and reported insider trades [Elektronische versie]. *Academisch proefschrift ter verkrijging van de graad van doctor aan de Universiteit van Amsterdam: academiejaar 2009-2010*.

Vermaelen, T. (1984). Repurchase tender offers, signaling and managerial incentives [Elektronische versie]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19 (2), 163-181.

Vermaelen, T. (2005). Share repurchases [Elektronische versie]. *Foundations and Trends in Finance*, 1 (3), 171-268.

Wardenier, J. (2014). Het bepalen van de risicopremie voor aandelen: theorie en praktijk [Elektronische versie]. *Masterproef universiteit Gent: academiejaar 2013-2014*.

Werhane, P.H. (1989). The ethics of insider trading [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 8 (11), 841-845.

Wouters, J. (2010). De verantwoording van de inkoop van eigen aandelen in de jaarverslagen van Belgische ondernemingen [Elektronische versie]. *Masterproef Universiteit Hasselt: academiejaar 2009-2010*.

Internet

Beursintroductie: het uitschrijven van aandelen. (z.d.). Opgevraagd op 22 april, 2015, via <http://financieel.info.nl/beleggen/52032-beursintroductie-het-uitschrijven-van-aandelen.html>.

Beursintroductie: voordelen en nadelen. (z.d.). Opgevraagd op 22 april, 2015, via <http://deonlinebelegger.nl/beginnen-met-beleggen/ipo>.

De Witte, I. (2014, 13 november). Belgische bedrijven zijn geen verwoede aandeleninkopers. *Trends*. Opgevraagd op 2 februari, 2015, via GoPress Academic database.

Euronext. (z.d.). Opgevraagd op 22 april, 2015, via <http://www.beurs.be/kennis-centrum/nyse-euronext>.

Inkoop van eigen aandelen. (z.d.). Opgevraagd op 3 maart, 2015, via <http://www.colruytgroup.be/nl/inkoop-van-eigen-aandelen>.

Mampaey, S. (2015, 10 januari). It's all-in the family. *De Tijd*. Opgevraagd op 3 maart, 2015, via GoPress Academic database.

Mampaey, S. (2015, 4 maart). 2015 wordt een topjaar voor inkoop aandelen. *De Tijd*. Opgevraagd op 24 maart, 2015, via GoPress Academic database.

Suy, P. (2013, 19 december). Belgische bedrijven nog een stuk ijdeler in 2013. *De Tijd*. Opgevraagd op 22 februari, 2015, via GoPress Academic database.

Suy, P. (2014, 22 april). Beursgenoteerde Belgen zien zichzelf als beste koop. *De Tijd*. Opgevraagd op 22 april, 2015, via GoPress Academic database.

Bijlagen

Bijlage 1

Table II

Number of Purchases and Number of Sales by Managers Around Repurchases

Columns 1 and 2 present the total number of open market purchases and columns 4 and 5 present the total number of open market sales by managers in six-month intervals around announcements of stock repurchases by tender offer. Sample includes both fixed price and Dutch auction offers. Repurchases are by American and New York Stock Exchange firms in the period 1977-1988. Source of repurchases are *The Wall Street Journal*, *The Investment Dealers' Digest*, Comment and Jarrell (1991), and Bagwell (1992).

Summary Measures	Purchases			Sales		
	Repurchasing Firms (N = 146)	Comparison Firms ^a (N = 1168)	Significance Level of Difference Between Averages ^b	Repurchasing Firms (N = 146)	Comparison Firms ^a (N = 1168)	Significance Level of Difference Between Averages ^b
Interval - 4						
Average	1.7	1.7	0.90	3.7	4.0	0.61
Standard Deviation	3.7	4.6		6.6	7.3	
Median; 75th	0, 1	0, 2		1, 5	1, 5	
Interval - 3						
Average	1.6	1.7	0.83	4.3	4.5	0.79
Standard Deviation	3.8	6.0		7.3	4.9	
Median; 75th	0, 2	0, 2		1, 5	1, 5	
Interval - 2						
Average	2.1	1.9	0.87	4.3	5.0	0.32
Standard Deviation	7.3	6.0		8.4	9.6	
Median; 75th	0, 2	0, 2		1, 5	1, 6	
Interval - 1						
Average	2.7	1.8	0.03	2.7	4.4	0.01
Standard Deviation	6.7	4.3		4.8	8.6	
Median; 75th	0, 3	0, 2		0, 3	1, 6	

Table II—Continued

Summary Measures	Purchases			Sales		
	Repurchasing Firms (N = 146)	Comparison Firms ^a (N = 1168)	Significance Level of Difference Between Averages ^b	Repurchasing Firms (N = 146)	Comparison Firms ^a (N = 1168)	Significance Level of Difference Between Averages ^b
Interval + 1						
Average	1.5	1.8	0.47	3.0	4.3	0.04
Standard Deviation	3.7	4.8		5.3	8.2	
Median; 75th	0, 2	0, 2		1, 3	1, 5	
Interval + 2						
Average	1.7	1.8	0.96	4.0	4.4	0.59
Standard Deviation	3.9	7.3		7.1	9.0	
Median; 75th	0, 2	0, 2		1, 4	1, 5	
Interval + 3						
Average	1.5	1.7	0.65	4.0	4.5	0.41
Standard Deviation	3.1	5.4		6.8	8.5	
Median; 75th	0, 2	0, 2		1, 5	1, 6	
Interval + 4						
Average	1.3	1.5	0.36	3.2	4.8	0.04
Standard Deviation	2.6	3.8		5.3	9.4	
Median; 75th	0, 2	0, 2		0, 5	1, 6	

^aEach repurchasing firm is matched with eight comparison firms randomly chosen from non-utility firms listed in Center for Research in Security Prices daily returns file and in the same decile of market value of equity.

^bThe significance level is the fraction of differences obtained from 1,000 stratified randomizations of the data that exceed the sample difference between average trading measures. The randomization procedure is described in Noreen (1989, pp. 28-30).

^c75th represents the 75th percentile sample value of the trading measure.

Tabel 12: Gemiddeld aantal aan- en verkopen door insiders rond de inkoop van eigen aandelen (bron: overgenomen uit Lee et al., 1992)

Bijlage 2

Table III
Proportions of Firms with Net Buying or Net Selling
by Managers Around Repurchases

Columns 1 and 2 present the percentage of repurchasing and comparison firms whose managers are classified collectively as net buyers or as net sellers based on the net number of open market purchase and sale transactions in six-month intervals around announcements of stock repurchases by tender offer. Sample includes both fixed price and Dutch auction offers. Repurchases are by American and New York Stock Exchange firms in the period 1977-1988. Sources of repurchases are *The Wall Street Journal*, *The Investment Dealers' Digest*, Comment and Jarrell (1991), and Bagwell (1992).

Summary Measure	Repurchasing Firms (%) (N = 146)	Comparison Firms ^a (%) (N = 1168)	Significance Level of Difference Between Percentages ^b
Interval -4			
% Net Buyers	21.9	23.4	0.92
% Net Sellers	43.8	47.4	0.41
Interval -3			
% Net Buyers	21.2	22.2	0.84
% Net Sellers	45.2	47.2	0.65
Interval -2			
% Net Buyers	28.1	24.1	0.32
% Net Sellers	40.4	48.0	0.09
Interval -1			
% Net Buyers	32.2	24.0	0.03
% Net Sellers	34.9	47.5	0.00
Interval +1			
% Net Buyers	20.6	23.5	0.47
% Net Sellers	40.4	46.5	0.16
Interval +2			
% Net Buyers	23.9	22.7	0.77
% Net Sellers	45.1	47.3	0.64
Interval +3			
% Net Buyers	17.7	21.7	0.29
% Net Sellers	49.3	48.0	0.85
Interval +4			
% Net Buyers	22.7	20.3	0.54
% Net Sellers	39.4	48.0	0.07

^a Each repurchasing firm is matched with eight comparison firms randomly chosen from firms listed in Center for Research in Security Prices daily returns file and in the same decile of market value of equity.

^b The significance level is the fraction of differences obtained from 1,000 stratified randomizations of the data that exceed the sample difference between percentages. The randomization procedure is described in Noreen (1989, pp. 28-30).

Tabel 13: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders (bron: overgenomen uit Lee et al., 1992)

Bijlage 3

Panel A: All insiders

Insider trading	Time period	N	Total sample returns	Total control returns	Abnormal returns	P-value
Selling	Quarter -1	7,587	4.437%	4.929%	-0.494%	0.059
	Quarter 0	7,590	3.136%	4.447%	-1.312%	0.000
	Quarter 1	7,588	5.000%	4.079%	0.918%	0.001
	Year 1	7,579	16.792%	14.325%	2.452%	0.002
	Year 2	6,637	15.171%	14.990%	-0.015%	0.523
	Year 3	5,479	14.423%	15.116%	-1.174%	0.143
Neutral	Quarter -1	9,244	-1.581%	2.195%	-3.776%	0.000
	Quarter 0	9,244	-1.803%	1.288%	-3.090%	0.000
	Quarter 1	9,239	5.600%	4.451%	1.148%	0.000
	Year 1	9,215	20.226%	15.155%	5.058%	0.000
	Year 2	8,414	14.945%	12.858%	1.949%	0.004
	Year 3	7,410	18.461%	17.860%	0.678%	0.191
Buying	Quarter -1	2,713	-5.658%	1.160%	-6.819%	0.000
	Quarter 0	2,713	-4.598%	-0.461%	-4.138%	0.000
	Quarter 1	2,712	9.002%	4.955%	4.057%	0.000
	Year 1	2,710	25.152%	17.818%	7.320%	0.000
	Year 2	2,513	17.811%	12.961%	4.948%	0.002
	Year 3	2,228	23.653%	19.057%	3.817%	0.023
Buying - Selling	Quarter -1		-10.095%	-3.769%	-6.325%	0.000
	Quarter 0		-7.734%	-4.908%	-2.826%	0.000
	Quarter 1		4.003%	0.876%	3.140%	0.000
	Year 1		8.360%	3.494%	4.868%	0.009
	Year 2		2.641%	-2.028%	4.963%	0.005
	Year 3		9.231%	3.941%	4.991%	0.008

Tabel 14: Abnormale returns rond de inkoop van eigen aandelen (bron: overgenomen uit Bonaimé et al., 2013)

Bijlage 4

Table 2. Average Insider Transactions around Share Repurchase Announcements, January 1990–November 2010

Six Months	Purchases			Sales			No-Opt Sales		
	REP	MAT	DIFF	REP	MAT	DIFF	REP	MAT	DIFF
<i>A. Full sample</i>									
-4	1.11	0.85	0.27***	2.75	1.96	0.79***	1.34	0.97	0.37***
-3	1.11	0.86	0.25***	2.96	2.18	0.78***	1.39	1.06	0.33***
-2	1.17	0.89	0.28***	3.20	2.41	0.79***	1.48	1.17	0.31***
-1	1.19	0.99	0.20***	3.07	2.65	0.42***	1.37	1.31	0.06*
1	1.18	0.94	0.24***	2.95	2.74	0.21***	1.29	1.33	-0.04
2	1.02	0.91	0.11***	2.98	2.71	0.27***	1.33	1.28	0.05
3	1.01	0.87	0.14***	3.00	2.54	0.46***	1.31	1.17	0.14***
4	0.98	0.88	0.10***	2.80	2.40	0.40***	1.20	1.10	0.10***
<i>B. Growth subsample</i>									
-4	0.79	0.81	-0.02	4.93	2.64	2.29***	2.26	1.16	1.09***
-3	0.82	0.83	-0.02	5.42	2.83	2.59***	2.38	1.23	1.15***
-2	0.75	0.85	-0.10*	6.02	3.18	2.85***	2.58	1.35	1.23***
-1	0.78	0.90	-0.12**	6.18	3.42	2.75***	2.53	1.44	1.08***
1	0.97	0.88	0.09	5.24	3.43	1.80***	2.07	1.38	0.69***
2	0.78	0.85	-0.08	5.02	3.45	1.57***	2.06	1.36	0.69***
3	0.79	0.84	-0.06	4.76	3.20	1.56***	1.95	1.20	0.76***
4	0.81	0.89	-0.08	4.53	3.13	1.40***	1.79	1.17	0.62***
<i>C. Value subsample</i>									
-4	1.25	0.87	0.38***	1.20	1.24	-0.04	0.66	0.73	-0.07
-3	1.33	0.92	0.41***	1.31	1.33	-0.02	0.78	0.77	0.01
-2	1.57	0.96	0.61***	1.39	1.53	-0.14**	0.79	0.89	-0.11**
-1	1.47	1.06	0.40***	1.24	1.66	-0.42***	0.71	0.99	-0.28***
1	1.30	0.97	0.33***	1.45	1.76	-0.30***	0.81	1.02	-0.20***
2	1.14	0.95	0.19***	1.63	1.87	-0.24***	0.89	1.07	-0.18***
3	1.10	0.91	0.19***	1.86	1.77	0.09	0.97	0.97	0.00
4	1.02	0.87	0.16***	1.68	1.64	0.04	0.87	0.89	-0.03

Notes: Purchases (sales) is the mean number of insider purchase (sell) transactions during the six months preceding a repurchase announcement made on the open market or through a private transaction. *No-opt sales* is the mean number of insider sells not related to an option exercise. *Six months* represents a given six-month interval relative to the repurchase announcement date. *REP* represents share repurchase companies, and *MAT* represents the corresponding matching companies. *DIFF* is the difference between repurchase companies and their corresponding matching companies. For each sample repurchase company, there are five control companies matched on the basis of size, B/M, and stock exchange. *Growth subsample* and *Value subsample* are composed of the bottom B/M quintile and the top B/M quintile, respectively.

*Significant at the 10 percent level for a *t*-test examining the equality of two averages.

**Significant at the 5 percent level for a *t*-test examining the equality of two averages.

***Significant at the 1 percent level for a *t*-test examining the equality of two averages.

Tabel 15: Gemiddeld aantal aan- en verkopen rond de inkoop van eigen aandelen (bron: overgenomen uit Chan et al., 2012)

Bijlage 5

1	4ENERGY INVEST	37	FAGRON	73	RECTICEL
2	<u>AB INBEV</u>	38	FLORIDIENNE	74	<u>RENTABILIWEB</u>
3	<u>ABLYNX</u>	39	<u>FLUXYS BELGIUM D</u>	75	RESILUX
4	ABO GROUP	40	FOUNTAIN	76	RETAIL ESTATES
5	ACCENTIS	41	<u>GALAPAGOS</u>	77	ROSIER
6	<u>AEDIFICA</u>	42	GREENYARD FOODS	78	ROULARTA
7	<u>AGFA-GEVAERT</u>	43	HAMON	79	SABCA
8	ANTARES CERT	44	HOME INVEST BE.	80	SAPEC
9	<u>ASCENCIO</u>	45	<u>IBA</u>	81	SCHEERD.V KERCHOVE
10	<u>ATENOR GROUP</u>	46	IEP INVEST	82	SIOEN
11	<u>BANIMMO A</u>	47	IMMO MOURY	83	SIPEF
12	<u>BARCO</u>	48	IMMOBEL	84	SMARTPHOTO GROUP
13	BEFIMMO	49	INTERVEST OFF-WARE	85	<u>SOLVAC NOM(RETAIL)</u>
14	<u>BEKAERT</u>	50	<u>JENSEN-GROUP</u>	86	<u>SOLVAY</u>
15	BIOCARTIS	51	<u>KEYWARE TECH.</u>	87	SPADEL
16	BONE THERAPEUTICS	52	<u>KINEPOLIS GROUP</u>	88	ST.GUDULE-PL. CERT
17	BPOST	53	KORTRIJK SHOP.CERT	89	SUCRAF A & B
18	<u>CAMPINE</u>	54	LEASINVEST	90	<u>TELENET GROUP</u>
19	CARE PROPERTY INV.	55	<u>LOTUS BAKERIES</u>	91	<u>TER BEKE</u>
20	CELYAD	56	MDXHEALTH	92	<u>TESSENDERLO</u>
21	CFE	57	MELEXIS	93	THINK-MEDIA
22	<u>CMB</u>	58	MIKO	94	<u>THROMBOGENICS</u>
23	COFINIMMO	59	MITHRA	95	<u>TIGENIX</u>
24	COFINIMMO PRIV1	60	MOBISTAR	96	TUBIZE-FIN
25	COFINIMMO PRIV2	61	MONTEA C.V.A.	97	UCB
26	<u>COLRUYT</u>	62	MOURY CONSTRUCT	98	<u>UMICORE</u>
27	<u>CONNECT GROUP</u>	63	NEUFCOUR-FIN.	99	<u>VAN DE VELDE</u>
28	<u>D'IETEREN</u>	64	<u>NYRSTAR</u>	100	VASTNED RETAIL BEL
29	<u>DECEUNINCK</u>	65	ONTEX GROUP	101	<u>VGP</u>
30	<u>DELHAIZE GROUP</u>	66	OPTION	102	VIOHALCO
31	ECKERT-ZIEGLER BG	67	PCB	103	WAREHOUSES
32	<u>ECONOCOM GROUP</u>	68	<u>PICANOL</u>	104	<u>WDP</u>
33	<u>ELIA</u>	69	PROXIMUS	105	WERELDHAVE BELGIUM
34	EURONAV	70	QRF	106	<u>ZENITEL</u>
35	<u>EVS BROADC.EQUIPM.</u>	71	QUESTFOR GR-PRICAF	107	ZENOBE GRAMME CERT
36	<u>EXMAR</u>	72	<u>REALDOLMEN</u>	108	ZETES INDUSTRIES

Tabel 16: Overzicht geanalyseerde ondernemingen (bron: aangepast uit www.euronext.com)

Bijlage 6

Onderneming	Bèta
Atenor Group	0,274073
Banimmo A	0,120422
CMB	0,780632
Colruyt	0,190468
D'leteren	1,063266
Delhaize Group	0,435369
EVS Broadcast	0,863001
Floridienne	0,058349
Kinepolis Group	0,484684
Lotus Bakeries	0,118014
Melexis	0,848958
Nyrstar	1,661564
Proximus	-0,556409
RealDolmen	0,608259
Roularta	1,000910
Sipef	0,654381
Solvac	0,262270
Telenet	0,738928
UCB	0,736114
Umicore	1,315918
Zetes Industries	0,186374

Tabel 17: Geschatte bèta's (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 7

Onderneming	Kwartaal				Totaal
	1	2	3	4	
ATENOR GROUP	5				5
BANIMMO A				2	2
CMB			4		4
COLRUYT	3		8	9	20
D'IETEREN				3	3
DELHAIZE GROUP	1		2	1	4
EVS BROADC.EQUIPM.	1		1	2	4
FLORIDIENNE		4	4		8
KINEPOLIS GROUP			2	10	12
LOTUS BAKERIES			1	1	2
MELEXIS	10	13	13	13	49
NYRSTAR		3	4		7
PROXIMUS		3	5	1	9
REALDOLMEN				5	5
ROULARTA			4	1	5
SIPEF				7	7
SOLVAC NOM(RETAIL)			4	7	11
TELENET GROUP			1	3	4
UCB		11	5	6	22
UMICORE			6	12	18
ZETES INDUSTRIES	4	3	1	8	16
Totaal	24	37	65	91	217
Gemiddeld	10,33333				
Mediaan	7				
Minimum	2				
Maximum	49				

Tabel 18: Overzicht aantal openbaarmakingen per kwartaal per onderneming (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 8

Onderneming	Kwartaal				Totaal
	1	2	3	4	
ATENOR GROUP	184.636,80				184.636,80
BANIMMO A				307.942,37	307.942,37
CMB			5.240.775,97		5.240.775,97
COLRUYT	7.002.073,69		41.348.165,32	30.755.360,50	79.105.599,51
D'IETEREN				2.899.631,39	2.899.631,39
DELHAIZE GROUP	3.596.685,22		13.403.372,82	2.640.428,22	19.640.486,26
EVS BROADC.EQUIPM.	862.926,48		1.067.669,78	387.802,50	2.318.398,76
FLORIDIENNE		53.031,90	208.311,10		261.343,00
KINPOLIS GROUP			14.285.492,40	7.280.037,78	21.565.530,18
LOTUS BAKERIES			2.280.000,00	141.750,00	2.421.750,00
MELEXIS	2.880.113,57	1.733.243,21	2.222.502,85	3.048.510,71	9.884.370,34
NYRSTAR		17.139.950,00	26.062.103,00		43.202.053,00
PROXIMUS		27.095.709,00	62.212.365,00	10.691.820,00	99.999.894,00
REALDOLMEN				773.188,07	773.188,07
ROULARTA			2.295.637,63	46.545,16	2.342.182,79
SIPEF				3.365.134,31	3.365.134,31
SOLVAC NOM(RETAIL)			221.682,00	1.267.325,00	1.489.007,00
TELENET GROUP			2.841.104,02	2.914.384,02	5.755.488,04
UCB		9.856.616,05	558.459,56	36.491.336,41	46.906.412,02
UMICORE			24.988.255,17	61.992.630,93	86.980.886,10
ZETES INDUSTRIES	494.819,00	74.061,00	132.416,00	545.609,00	1.246.905,00
Totaal	15.021.254,76	55.952.611,16	199.368.312,62	165.549.436,37	435.891.614,91
Gemiddeld	20.756.743,57				
Mediaan	3.365.134,31				
Minimum	184.636,80				
Maximum	99.999.894,00				

Tabel 19: Overzicht inkoopbedragen, uitgesplitst per kwartaal en in euro's (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 9

	Bedrijf met inkoop eigen aandelen	Bedrijf zonder inkoop eigen aandelen
4e kwartaal 2010		
aankopen	1.449.002,37	100.606,60
verkopen	2.134.807,68	352.947,23
1e kwartaal 2011		
aankopen	742.819,11	39.040,57
verkopen	230.104,21	201.870,30
2e kwartaal 2011		
aankopen	12.542.480,58	231.955,27
verkopen	6.725.748,74	966.465,47
3e kwartaal 2010		
aankopen	132.227,89	57.979,13
verkopen	486.030,68	273.939,83
4e kwartaal 2010		
aankopen	2.296.920,89	303.076,77
verkopen	425.090,26	335.513,27

Tabel 20: Gemiddelde aan- en verkopen door insiders per onderneming in de onderzochte periode, in euro's (bron: eigen bewerkingen)

Independent Samples Test

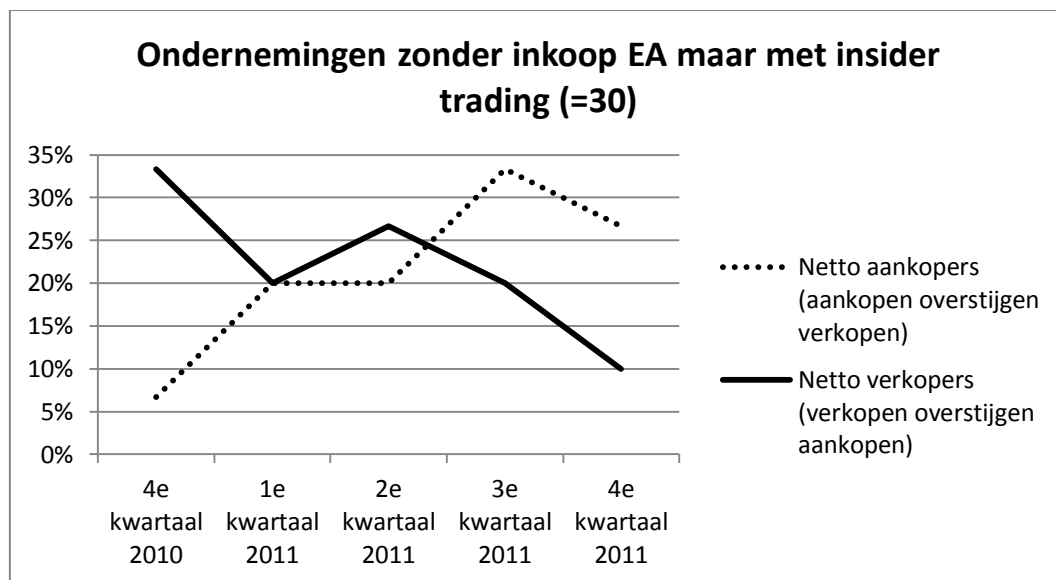
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
								Lower	Upper	
Bedrag										
Equal variances assumed	9,317	,007	1,932	18	,069	2430183,797	1257662,213	-212066,465	5072434,059	
Equal variances not assumed			1,932	9,080	,085	2430183,797	1257662,213	-411042,284	5271409,878	

Tabel 21: Independent sample T-test (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 10

	Bedrijven met inkoop eigen aandelen (=19)	Bedrijven zonder inkoop eigen aandelen(=30)
4e kwartaal 2010		
% netto aankopers	21%	7%
% netto verkopers	42%	33%
1e kwartaal 2011		
% netto aankopers	26%	20%
% netto verkopers	32%	20%
2e kwartaal 2011		
% netto aankopers	47%	20%
% netto verkopers	26%	27%
3e kwartaal 2011		
% netto aankopers	37%	33%
% netto verkopers	26%	20%
4e kwartaal 2011		
% netto aankopers	32%	27%
% netto verkopers	37%	10%

Tabel 22: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)



Figuur 28: Evolutie percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

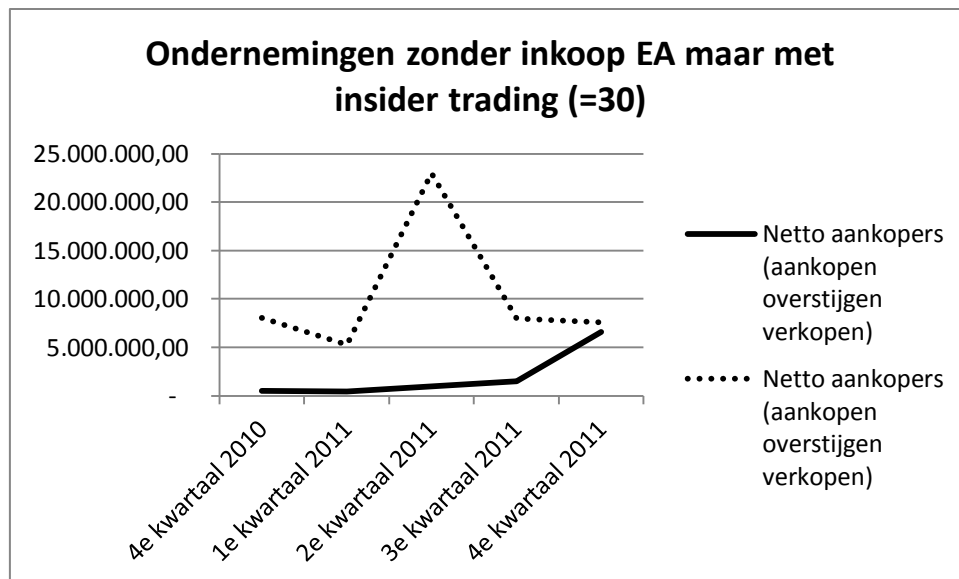
	Bedrijven met inkoop eigen aandelen (=19)		
-1 kwartaal			
% netto aankopers	37%		
% netto verkopers	32%		
EVENT DATE			
+1 kwartaal			
% netto aankopers	21%		
% netto verkopers	32%		
+2 kwartalen			
% netto aankopers	26%		
% netto verkopers	32%		
+3 kwartalen			
% netto aankopers	16%		
% netto verkopers	37%		
+4 kwartalen			
% netto aankopers	5%		
% netto verkopers	37%		

Tabel 23: Percentage ondernemingen met aan- of verkopen door insiders, relatief ten opzichte van de event date (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 11

	Bedrijven met inkoop eigen aandelen (=19)	Bedrijven zonder inkoop eigen aandelen(=30)
4e kwartaal 2010		
netto aankopers	7.268.066,00	498.696,00
netto verkopers	20.298.367,00	8.068.915,00
1e kwartaal 2011		
netto aankopers	11.151.905,00	429.482,00
netto verkopers	1.410.322,00	5.295.674,00
2e kwartaal 2011		
netto aankopers	121.938.919,00	973.230,00
netto verkopers	11.421.014,00	23.008.536,00
3e kwartaal 2011		
netto aankopers	1.940.045,00	1.476.999,00
netto verkopers	8.662.298,00	7.955.820,00
4e kwartaal 2011		
netto aankopers	43.377.492,00	6.614.230,00
netto verkopers	7.812.710,00	7.587.325,00

Tabel 24: Hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's (bron: eigen bewerkingen)



Figuur 29: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's (bron: eigen bewerkingen)

	Bedrijven met inkoop eigen aandelen (=19)	Procentueel op basis van beurswaarde
-1 kwartaal		
netto aankopers	39.264.296,00	0,39%
netto verkopers	3.879.276,00	0,03%
EVENT DATE		
+1 kwartaal		
netto aankopers	4.757.213,00	0,09%
netto verkopers	11.662.249,00	0,06%
+2 kwartalen		
netto aankopers	4.803.740,00	0,07%
netto verkopers	18.100.887,00	0,10%
+3 kwartalen		
netto aankopers	4.995.225,00	0,52%
netto verkopers	13.328.585,00	0,07%
+4 kwartalen		
netto aankopers	40.560,00	0,03%
netto verkopers	26.815.627,00	0,15%

Tabel 25: Evolutie hoogte netto aan- en verkoopbedragen per kwartaal en in euro's, relatief ten opzichte van de event date (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 12: Korte termijn

	Event window							CAR
	-3	-2	-1	0	1	2	3	
Onderneming								
Atenor Group	0,003373	-0,011421	0,010670	-0,008107	0,007107	-0,021688	-0,009098	-0,029164
Banimmo A	0,013637	-0,024102	-0,010957	-0,054874	0,013519	-0,020824	0,002319	-0,081283
CMB	-0,010319	-0,018935	-0,008228	0,051279	-0,019904	0,010758	0,033734	0,038384
Colruyt	0,010076	0,006708	0,008102	0,006747	0,000281	0,012602	-0,001570	0,042947
D'leteren	-0,007275	-0,007092	-0,023982	-0,025851	0,029610	0,017827	0,008564	-0,008199
Delhaize Group	0,000178	-0,000976	-0,002204	-0,013019	0,003859	0,016202	0,002823	0,006862
EVS Broadcast	-0,005756	-0,022715	-0,003896	0,013247	0,005549	-0,000173	0,007395	-0,006348
Floridienne	0,014014	-0,000731	0,012663	-0,003204	-0,014776	0,013024	0,003698	0,024687
Kinopolis Group	0,000266	-0,000497	-0,000278	-0,002318	-0,014777	-0,018373	0,037771	0,001792
Lotus Bakeries	-0,009777	0,032966	-0,026393	0,025704	-0,013427	-0,012797	0,010084	0,006359
Melexis	-0,000658	-0,015004	-0,006598	-0,022112	0,056028	-0,010671	0,005081	0,006066
Nyrstar	-0,013783	-0,001319	-0,019702	0,000745	0,015956	0,017586	-0,023947	-0,024464
Proximus	0,004506	-0,010305	0,014977	-0,536940	0,517499	-0,006419	-0,521547	-0,538229
RealDolmen	0,025358	-0,006708	-0,004536	0,004896	-0,001340	-0,019782	0,008139	0,006028
Roularta	-0,001893	0,005450	0,008108	0,016619	0,001833	0,022770	-0,037082	0,015804
Sipef	-0,022310	-0,013645	-0,029628	0,001312	-0,008021	-0,011481	0,014741	-0,069031
Solvac	-0,013187	-0,000333	-0,000496	-0,043533	0,012975	0,012208	0,014429	-0,017937
Telenet	0,003050	0,006294	-0,023774	0,030121	0,002176	0,004478	-0,005291	0,017053
UCB	0,013627	0,003362	0,019036	-0,000322	0,000139	0,000139	0,047053	0,083032
Umicore	-0,018163	0,008588	0,002353	-0,006495	0,016034	0,006396	0,008959	0,017672
Zetes Industries	0,005104	-0,008695	0,008360	0,001132	-0,004034	-0,008813	-0,001153	-0,008099
AAR	-0,000722	-0,003440	-0,004569	-0,001402	0,004439	0,000469	0,006333	
CAAR	-0,000722	-0,004162	-0,008731	-0,010133	-0,005694	-0,005224	0,001108	

Tabel 26: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

	Event window							CAR
	-3	-2	-1	0	1	2	3	
Onderneming								
CMB	-0,010319	-0,018935	-0,008228	0,051279	-0,019904	0,010758	0,033734	0,038384
D'leteren	-0,007275	-0,007092	-0,023982	-0,025851	0,029610	0,017827	0,008564	-0,008199
Kinepolis Group	0,000266	-0,000497	-0,000278	-0,002318	-0,014777	-0,018373	0,037771	0,001792
Nyrstar	-0,013783	-0,001319	-0,019702	0,000745	0,015956	0,017586	-0,023947	-0,024464
RealDolmen	0,025358	-0,006708	-0,004536	0,004896	-0,001340	-0,019782	0,008139	0,006028
Sipef	-0,022310	-0,013645	-0,029628	0,001312	-0,008021	-0,011481	0,014741	-0,069031
UCB	0,013627	0,003362	0,019036	-0,000322	0,000139	0,000139	0,047053	0,083032
Umicore	-0,018163	0,008588	0,002353	-0,006495	0,016034	0,006396	0,008959	0,017672
Zetes Industries	0,005104	-0,008695	0,008360	0,001132	-0,004034	-0,008813	-0,001153	-0,008099
AAR	-0,003055	-0,004994	-0,006290	0,002709	0,001518	-0,000638	0,014873	
CAAR	-0,003055	-0,008048	-0,014338	-0,011629	-0,010111	-0,010750	0,004124	

Tabel 27: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

	Event window							CAR
	-3	-2	-1	0	1	2	3	
Onderneming								
Banimmo A	0,013637	-0,024102	-0,010957	-0,054874	0,013519	-0,020824	0,002319	-0,081283
Colruyt	0,010076	0,006708	0,008102	0,006747	0,000281	0,012602	-0,001570	0,042947
Delhaize Group	0,000178	-0,000976	-0,002204	-0,013019	0,003859	0,016202	0,002823	0,006862
EVS Broadcast	-0,005756	-0,022715	-0,003896	0,013247	0,005549	-0,000173	0,007395	-0,006348
Roularta	-0,001893	0,005450	0,008108	0,016619	0,001833	0,022770	-0,037082	0,015804
Solvac	-0,013187	-0,000333	-0,000496	-0,043533	0,012975	0,012208	0,014429	-0,017937
Telenet	0,003050	0,006294	-0,023774	0,030121	0,002176	0,004478	-0,005291	0,017053
AAR	0,000872	-0,004239	-0,003588	-0,006385	0,005742	0,006752	-0,002425	
CAAR	0,000872	-0,003367	-0,006956	-0,013340	-0,007599	-0,000847	-0,003272	

Tabel 28: Abnormale returns op de korte termijn, ondernemingen met inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AAR0	20	-,00140165	,024104571	,005389946
AAR1	20	,00443935	,017296887	,003867702
AAR2	20	,00046940	,014828625	,003315781
AAR3	20	,00633245	,019048785	,004259438
CAAR	20	,00110805	,036367859	,008132101

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AAR0	-,260	19	,798	-,001401650	-,01268294	,00987964
AAR1	1,148	19	,265	,004439350	-,00365584	,01253454
AAR2	,142	19	,889	,000469400	-,00647061	,00740941
AAR3	1,487	19	,154	,006332450	-,00258266	,01524756
CAAR	,136	19	,893	,001108050	-,01591263	,01812873

Tabel 29: KT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AAR0	9	,00270867	,020331529	,006777176
AAR1	9	,00151811	,016064895	,005354965
AAR2	9	-,00063811	,014656246	,004885415
AAR3	9	,01487344	,021793280	,007264427
CAAR	9	,00412389	,041927046	,013975682

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AAR0	,400	8	,700	,002708667	-,01291953	,01833686
AAR1	,283	8	,784	,001518111	-,01083046	,01386668
AAR2	-,131	8	,899	-,000638111	-,01190390	,01062768
AAR3	2,047	8	,075	,014873444	-,00187835	,03162524
CAAR	,295	8	,775	,004123889	-,02810409	,03635187

Tabel 30: KT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
AAR0	7	-,00638462	,032132336	,012144881
AAR1	7	,00574161	,005388275	,002036576
AAR2	7	,00675200	,014279676	,005397210
AAR3	7	-,00242515	,016535638	,006249884
CAAR	7	-,00327176	,039425419	,014901408

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AAR0	-,526	6	,618	-,006384621	-,03610208	,02333283
AAR1	2,819	6	,030	,005741614	,00075829	,01072494
AAR2	1,251	6	,257	,006752004	-,00645449	,01995850
AAR3	-,388	6	,711	-,002425145	-,01771806	,01286777
CAAR	-,220	6	,833	-,003271757	-,03973419	,03319067

Tabel 31: KT T-test AAR en CAAR inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 13: Lange termijn

Maand	Sample 1		Sample 2		Sample 3	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
1	-0,008868	-0,008868	0,018178	0,018178	-0,038667	-0,038667
2	0,023183	0,014315	-0,005195	0,012983	0,007864	-0,030803
3	-0,039759	-0,025444	-0,008447	0,004536	-0,026668	-0,057471
4	-0,003955	-0,029400	-0,000964	0,003572	-0,010001	-0,067472
5	0,034983	0,005583	-0,005508	-0,001936	0,005340	-0,062132
6	-0,020597	-0,015013	0,017163	0,015227	-0,007580	-0,069712
7	-0,013311	-0,028325	-0,010755	0,004472	-0,002924	-0,072636
8	0,001783	-0,026541	0,015897	0,020369	-0,030740	-0,103375
9	-0,011279	-0,037820	-0,031152	-0,010783	-0,002222	-0,105597
10	-0,011479	-0,049299	0,001402	-0,009381	0,008951	-0,096646
11	-0,023190	-0,072489	-0,033467	-0,042848	-0,010365	-0,107011
12	-0,018589	-0,091077	0,002279	-0,040568	-0,038295	-0,145307
13	0,006073	-0,085005	-0,002750	-0,043318	-0,017086	-0,162393
14	-0,028520	-0,113525	-0,060300	-0,103618	-0,030809	-0,193202
15	0,003379	-0,110146	-0,010902	-0,114519	0,008078	-0,185123
16	-0,008274	-0,118420	0,003347	-0,111172	-0,032822	-0,217945
17	0,008355	-0,110065	0,003151	-0,108021	0,014999	-0,202946
18	0,017892	-0,092173	0,004851	-0,103170	0,047787	-0,155159
19	0,005730	-0,086443	-0,028873	-0,132043	0,046472	-0,108688
20	-0,018498	-0,104941	-0,017379	-0,149422	-0,029798	-0,138486
21	-0,013637	-0,118578	-0,014189	-0,163611	-0,024966	-0,163452
22	-0,000841	-0,119420	-0,004428	-0,168039	-0,000135	-0,163588
23	-0,030463	-0,149883	-0,030818	-0,198858	-0,044542	-0,208130
24	0,021801	-0,128082	0,007766	-0,191092	0,038392	-0,169738
25	0,009146	-0,118936	0,021181	-0,169911	0,022189	-0,147548
26	0,030568	-0,088368	0,036430	-0,133481	0,028196	-0,119352
27	0,004265	-0,084102	-0,037944	-0,171424	0,032968	-0,086384
28	-0,008986	-0,093088	-0,011183	-0,182607	-0,019878	-0,106262
29	0,015741	-0,077347	0,030977	-0,151630	0,011237	-0,095025
30	-0,002902	-0,080249	-0,027644	-0,179274	-0,006228	-0,101253
31	-0,033572	-0,113821	-0,040804	-0,220078	-0,024694	-0,125947
32	0,032800	-0,081022	0,033911	-0,186167	0,019727	-0,106221
33	-0,002656	-0,083677	0,033158	-0,153009	-0,044703	-0,150924
34	0,023679	-0,059998	-0,013345	-0,166354	0,000227	-0,150698
35	-0,003509	-0,063507	-0,002417	-0,168771	0,016472	-0,134225
36	-0,010429	-0,073936	-0,021798	-0,190569	-0,007469	-0,141694

Tabel 32: Overzicht maandelijks AAR en CAAR per sample (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAAR1	21	-,09107748	,178879706	,039034752
CAAR2	21	-,03700448	,270906460	,059116636
CAAR3	21	,05414576	,218753077	,047735835
CAARTOT	21	-,07393614	,546891988	,119341616

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAAR1	-2,333	20	,030	-,091077476	-,17250254	-,00965241
CAAR2	-,626	20	,538	-,037004476	-,16031962	,08631067
CAAR3	1,134	20	,270	,054145762	-,04542944	,15372097
CAARTOT	-,620	20	,543	-,073936143	-,32287839	,17500611

Tabel 33: LT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAAR1	9	-,04056844	,140659007	,046886336
CAAR2	9	-,15052344	,313078736	,104359579
CAAR3	9	,00052344	,230875488	,076958496
CAARTOT	9	-,19056856	,638390860	,212796953

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAAR1	-,865	8	,412	-,040568444	-,14868853	,06755164
CAAR2	-1,442	8	,187	-,150523444	-,39117706	,09013018
CAAR3	,007	8	,995	,000523444	-,17694317	,17799005
CAARTOT	-,896	8	,397	-,190568556	-,68127921	,30014210

Tabel 34: LT T-test AAR en CAAR, inkoop eigen aandelen en aankopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAAR1	7	-,14530686	,191906197	,072533725
CAAR2	7	-,02443086	,189754925	,071720620
CAAR3	7	,02804357	,125712518	,047514866
CAARTOT	7	-,14169414	,315458874	,119232247

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CAAR1	-2,003	6	,092	-,145306857	-,32279049	,03217677
CAAR2	-,341	6	,745	-,024430857	-,19992489	,15106318
CAAR3	,590	6	,577	,028043571	-,08822112	,14430826
CAARTOT	-1,188	6	,280	-,141694143	-,43344494	,15005666

Tabel 35: LT T-test AAR en CAAR inkoop eigen aandelen en verkopen door insiders (bron: eigen bewerkingen)

Bijlage 14

Onderneming	Bèta
Atenor Group	0,704746
Banimmo A	0,142583
CMB	1,277975
Colruyt	-0,03889
D'leteren	1,038194
Delhaize Group	0,080876
EVS Broadcast	1,369362
Floridienne	0,815563
Kinepolis Group	0,410005
Lotus Bakeries	0,340392
Melexis	1,557113
Nyrstar	2,561582
Proximus	-0,205187
RealDolmen	0,624495
Roularta	1,343434
Sipef	1,090074
Solvac	1,129309
Telenet	0,724077
UCB	0,765451
Umicore	1,573273
Zetes Industries	0,678775

Tabel 36: Herschatte bèta's (bron: eigen bewerkingen)

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Aankopen door insiders en inkoop eigen aandelen: gaan deze hand in hand?

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,

Swinkels, Roel

Datum: **30/05/2016**