



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

L'impact des rachats symboliques d'actions sur la performance des entreprises belges cotées pour la période 2007-2014.

Promoteur : BASCLE Guilhem

Mémoire-recherche présenté par

VAN EECKHOUT Jérôme
VENET Sébastien

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2015-2016

Nous aimerions d'abord remercier tout particulièrement notre promoteur, Guilhem Bascle, pour son aide, sa disponibilité et son implication tout au long de la rédaction de notre travail.

Nous remercions également toutes personnes qui nous ont soutenu, de quelle que manière que ce soit, durant la réalisation de notre mémoire. Nous pensons plus particulièrement à nos amis et à nos proches.

TABLE DES MATIERES :

INTRODUCTION.....	1
PARTIE I : THEORIE ET HYPOTHESES.....	5
CHAPITRE 1 : CADRE THEORIQUE	5
1.1. <i>Qu'est-ce qu'un rachat d'actions ?</i>	5
1.1.1. Définition	5
1.1.2. Cadre juridique	6
1.1.2.1. Aspect légal.....	6
1.1.2.2. Aspect opérationnel	7
1.1.2.3. Aspect comptable	8
1.1.3. Méthodes de rachats d'actions	8
1.1.4. Modèles de gouvernance	9
1.2. <i>Politique de distribution des free cash flows</i>	10
1.3. <i>La valeur des rachats d'actions</i>	11
1.3.1. Réaction du marché.....	11
1.3.2. Raisons.....	12
1.3.2.1. Hypothèse de free cash flows.....	12
1.3.2.2. Hypothèse du signal	14
1.3.2.3. Autres hypothèses	15
1.3.3. Point de vue critique.....	16
1.4. <i>La valeur symbolique des rachats d'actions</i>	17
1.4.1. Réaction du marché.....	17
1.4.2. Raisons.....	18
1.4.2.1. Processus d'institutionnalisation.....	18
1.5. <i>Les déterminants d'un rachat symbolique d'actions</i>	20
1.6. <i>Efficiency du marché</i>	22

II.

CHAPITRE 2 : HYPOTHESES.....	22
2.1. <i>Hypothèses de base</i>	23
2.1.1. Première hypothèse	23
2.1.2. Deuxième hypothèse	24
2.1.3. Troisième hypothèse.....	26
2.2. <i>Hypothèses complémentaires</i>	27
2.2.1. Quatrième hypothèse	28
2.2.2. Cinquième hypothèse	29
2.2.3. Sixième hypothèse	29
CHAPITRE 3 : MODELE CONCEPTUEL	30
PARTIE II : METHODOLOGIE.....	31
CHAPITRE 1 : DONNEES ET ECHANTILLONNAGE	31
1.1. <i>Données</i>	31
1.2. <i>Description de l'échantillon</i>	31
CHAPITRE 2 : OPERATIONNALISATION ET MESURES.....	33
2.1. <i>Opérationnalisation des variables</i>	33
2.2. <i>Mesures de nos variables</i>	34
2.2.1. Variables dépendantes.....	35
2.2.2. Variables indépendantes.....	37
2.2.2.1. Variables de base	37
2.2.2.2. Variables complémentaires	38
2.2.3. Variables de contrôle	38
CHAPITRE 3 : TESTS ECONOMETRIQUES.....	39
PARTIE III : RESULTATS	41
CHAPITRE 1 : TABLES STATISTIQUES.....	41
1.1. <i>Statistique descriptive</i>	41
1.2. <i>Coefficients de corrélation de Pearson</i>	42

CHAPITRE 2 : ANALYSE DES RESULTATS	43
2.1. <i>Supports des hypothèses</i>	43
2.1.1. Première hypothèse	44
2.1.2. Deuxième hypothèse	44
2.1.3. Troisième hypothèse	45
2.1.4. Quatrième hypothèse	45
2.1.5. Cinquième hypothèse	46
2.1.6. Sixième hypothèse	46
CHAPITRE 3 : RECAPITULATIF DES HYPOTHESES ET RESULTATS	48
PARTIE IV : DISCUSSION	51
CHAPITRE 1 : CONCLUSION DE NOTRE ETUDE	51
1.1. <i>Récapitulatif de nos résultats</i>	51
1.2. <i>Contribution à la littérature</i>	52
CHAPITRE 2 : APPORTS PERSONNELS	54
CHAPITRE 3 : LIMITES DU TRAVAIL	55
3.1. <i>Accès aux bases de données</i>	55
3.2. <i>Modérateur</i>	56
BIBLIOGRAPHIE	I
1. <i>ARTICLES SCIENTIFIQUES</i>	I
2. <i>OUVRAGES DE REFERENCE</i>	VII
3. <i>SITES INTERNET</i>	VIII
4. <i>MONOGRAPHIES</i>	VIII
5. <i>AUTRES</i>	VIII
ANNEXES	XI

INTRODUCTION

A la fin d'une période comptable, les entreprises sont susceptibles de disposer d'un certain montant de *free cash flows*. Si tel est le cas, les hauts dirigeants de l'organisation vont alors être confrontés à deux situations possibles. La première est d'investir ces liquidités disponibles dans des projets quelconques dans le but d'accroître la position de l'entreprise sur le marché. La seconde est de les distribuer aux actionnaires de l'entreprise, soit sous forme de dividendes, soit au moyen de rachats d'actions propres. Depuis quelques dizaines d'années, les entreprises ont d'ailleurs tendance à s'engager davantage dans cette dernière politique de distribution (Grullon et Michaely, 2002, p. 1649). Toutefois, cette pratique au succès grandissant a fait émerger une facette encore très peu étudiée par les analystes financiers et autres scientifiques : le rachat symbolique d'actions.

Une politique de distribution sous cette forme particulière stipule qu'aucune action propre ne sera rachetée par l'entreprise concernée malgré l'annonce émise préalablement déclarant une réelle volonté de rachat. Cet aspect « symbolique » du rachat d'actions est opposé au rachat « effectif » d'actions. Dans ce dernier cas, l'entreprise met effectivement en oeuvre son annonce de programme de rachat d'actions dans les jours, mois ou années à venir. D'ailleurs, l'organisation est supposée racheter ses propres actions sur le marché lorsque celle-ci annonce un tel programme. Cependant, le nombre de sociétés qui annoncent un rachat d'actions sans le réaliser par la suite est en pleine augmentation (Zajac et Westphal, 2004, p. 440). Il s'agit là d'un engagement symbolique de l'entreprise à sa propre politique de distribution. Une telle pratique est étonnamment tolérée par les marchés financiers au vu de la réaction des investisseurs suite à une annonce de rachat d'actions.

De nombreuses études, comme celle de Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen (1995, p. 183), ont démontré une réaction positive du marché suite à l'annonce d'un programme de rachat d'actions. Zajac et Westphal (2004, p. 447) font partie des premiers à s'intéresser au phénomène des rachats symboliques d'actions. Ils ont

2.

d'ailleurs réalisé une étude dans le but de découvrir si cette réaction positive des investisseurs persistait malgré une probabilité grandissante d'être confrontés à une situation symbolique. Ces auteurs sont parvenus à démontrer que la réaction du marché restait, en moyenne, fortement positive (Zajac et Westphal, 2004, p. 447). Ainsi, un rachat d'actions est perçu positivement par les investisseurs, qu'il soit mis en œuvre ou non.

Le rachat symbolique d'actions est un phénomène en vogue qui pose de nombreuses questions au niveau de la réaction du marché. En effet, une réponse rationnelle des investisseurs suite à un potentiel rachat symbolique d'actions devrait être négative. En effet, ne pas réaliser le rachat d'actions préalablement annoncé aurait pour conséquence une absence de « l'avantage économique » normalement perçu par le marché (Zajac et Westphal, 2001, p. 439). Pourquoi une annonce de rachat d'actions connaît-elle une réaction positive sur le marché alors qu'il n'existe aucune certitude quant aux rachats réels des actions concernées? De telles théories sont-elles applicables aux entreprises cotées belges ?

Dans le but de répondre à ces deux questions, nous avons décidé de réaliser un travail de recherche empirique sur le symbolisme des rachats d'actions. Ainsi, notre étude a pour objectif de mesurer l'impact des rachats symboliques d'actions sur la performance des entreprises belges cotées pour la période de 2007 à 2014. De plus, un tel sujet est davantage pertinent au vu du nombre relativement faible d'études qui traitent des rachats symboliques d'actions et du succès de ces derniers. Ce travail comporte essentiellement deux objectifs majeurs.

Le premier objectif est d'analyser l'impact des rachats symboliques d'actions sur base de groupes de comparaison distincts les uns des autres. Pour ce faire, nous allons d'abord étudier l'impact en termes de performance des entreprises qui s'engagent symboliquement dans une politique de rachat d'actions comparée à toutes autres entités n'agissant pas de la sorte. Ainsi, nous serons en mesure de juger scientifiquement si un rachat symbolique d'actions est, de manière générale, efficace. Ensuite, nous allons restreindre ce groupe de comparaison aux seules entreprises qui

ont effectivement mis en œuvre leurs rachats d'actions. De cette manière, nous pourrions observer si les investisseurs récompensent davantage un rachat symbolique plutôt qu'un rachat effectif d'actions. Pour finir, nous allons analyser l'effet marginal sur la performance d'un rachat symbolique d'actions. Le deuxième objectif de ce travail est de mettre en relation les trois analyses ci-dessus avec un unique modérateur : les *free cash flows*. Ainsi, le but est d'examiner si ces derniers influencent positivement ou négativement les relations observées de nos trois premières analyses.

Nous avons construit notre propre base de données dans le but de mener à bien ces différentes analyses. L'échantillon utilisé comporte 159 entreprises belges cotées, tous domaines d'activités confondus. Les variables dépendantes utilisées sont représentées par trois indicateurs de performance distincts. Le premier est le ROA¹. Il permet de mesurer la performance comptable d'une entreprise. Les deux autres indicateurs évaluent la performance boursière de celle-ci. Il s'agit du ratio de Tobin's Q et du MBR². Les variables indépendantes correspondent aux données des programmes de rachat d'actions réalisées par des entreprises cotées belges pour la période 2007-2014.

Comme implicitement expliqué tout au long de cette introduction, notre travail se divise en plusieurs parties. D'abord, nous développerons un aspect théorique de la politique de distribution sous forme de rachats d'actions. Sur base de cette théorie, nous exposerons un certain nombre d'hypothèses. Ensuite, nous détaillerons l'aspect pratique du mémoire testant ainsi l'impact des rachats symboliques d'actions sur la performance des organisations de notre échantillon. Cet aspect se compose de deux parties. La première détaillera la méthodologie utilisée. La seconde consistera à présenter les résultats de notre analyse de régression. Pour finir, nous tenterons d'établir certaines raisons permettant d'expliquer nos résultats significatifs afin de contribuer au mieux à la littérature.

¹ *Return on Asset* ou rendement des actifs

² *Market-to-book ratio* ou ratio du cours sur la valeur comptable

Partie I : Théorie et hypothèses

Chapitre 1 : Cadre théorique

Ce premier chapitre permet d'établir le cadre théorique sur la politique de distribution sous forme de rachats d'actions. Il se base sur un ensemble d'études réalisées ces quarante dernières années qui forment la littérature que nous connaissons aujourd'hui.

1.1. Qu'est-ce qu'un rachat d'actions ?

1.1.1. Définition

Le rachat d'actions est une pratique utilisée par les entreprises cotées en bourse dans le but de distribuer les « cash flows de l'entreprise aux actionnaires » (Stephens et Weisbach, 1998, p. 313). Cette politique de distribution consiste à racheter aux investisseurs une part d'actions mise en circulation sur une place financière donnée (Franz, Rao and Tripathy, 1995). Selon Le Figaro (2011), il s'agit d'une « opération financière courante et rencontrée fréquemment dans la vie quotidienne des marchés financiers ». Cependant, ces programmes de rachat d'actions ne présupposent en aucun cas un engagement formel de l'entreprise (Ikenberry et Vermaelen, 1996, p. 9). En effet, l'adoption d'un tel programme ne comporte aucune garantie quant à sa réalisation effective. De ce fait, l'entreprise aura l'opportunité de racheter une quantité moindre d'actions que celle initialement prévue, voire n'en racheter aucune (Zajac et Westphal, 2004, p. 438). Ainsi, le fait d'annoncer un rachat d'actions mais de ne pas le réaliser par la suite est une réelle possibilité pour l'entreprise. Cette opération porte le nom de rachat « symbolique » d'actions, au contraire du rachat « effectif » où l'entreprise met effectivement en œuvre son programme de rachat d'actions.

6.

A l'heure actuelle, peu d'études scientifiques ont été réalisées sur la possibilité de découpler³ un rachat d'actions (Westphal et Zajac, 2001, p. 202).

1.1.2. Cadre juridique

1.1.2.1. Aspect légal

De nombreuses dispositions légales limitent les libertés liées aux programmes de rachat d'actions. Leurs instaurations sont indispensables afin d'éviter une éventuelle manipulation du prix ou tout autre comportement suspect (Grullon et Michaely, 2002, p. 1678). De manière générale, une autorisation du programme de rachat d'actions émise par l'assemblée générale de l'entreprise est nécessaire (Zhu et Westphal, 2011, pp. 871). De plus, ce programme doit à la fois spécifier le nombre précis d'actions que l'entreprise souhaite racheter. En effet, cette volonté d'acquérir ses propres actions est une information importante qui se doit d'être délivrée publiquement. Ainsi, un communiqué de presse est nécessaire dans le but d'assurer une symétrie d'informations auprès de tous les investisseurs (Westphal et Zajac, 2001, p. 204). Ces règlements ont permis aux managers d'effectuer des rachats d'actions plus sereinement sans que ces derniers ne soient utilisés comme un moyen de manipuler le marché (Grullon et Michaely, 2002, p. 1678).

La Belgique est un pays relativement bien réglementé au niveau des rachats d'actions. Ainsi, il est important de clarifier le cadre juridique complet appliqué aux entreprises cotées résidant en Belgique. Celui-ci émet deux conditions majeures dans le cadre d'un programme de rachat d'actions.

Les conditions d'acquisition des actions propres sont explicitées ci-dessous et se rattachent toutes à l'article 620 du Code des sociétés (1999). Le §1, 1° de cet article émet la première condition qui soumet le rachat d'actions à « une décision préalable de l'assemblée générale statuant aux conditions de quorum et de majorité prévues à l'article 559 » de ce même code. Ces quorums concernent la modification de l'objet

³ Découpler un rachat d'actions signifie que ce dernier peut être soit effectif soit symbolique.

social. Ainsi, en vertu de l'article 559 du Code des sociétés (1999), « la moitié du capital social [...] et quatre cinquièmes au moins des voix » sont nécessaires pour l'adoption d'un programme de rachat d'actions. Cette décision sera reprise dans le procès-verbal de l'assemblée générale et, ainsi, accessible par tous. De plus, en vertu de l'article 620, §1, 5°, alinéa 5 du Code des sociétés (1999), l'assemblée générale doit indiquer la durée du programme de rachat d'actions qui ne peut « excéder cinq ans ». La seconde condition concerne la somme distribuable autorisée par un rachat d'actions. Ce même article 620, §1, 2° et 3° du Code des sociétés (1999) impose que « la valeur nominale [...] ne peut dépasser 20% du capital souscrit ». La troisième condition d'acquisition des actions propres est abordée par l'article 620, §1, 4° du Code des sociétés (1999) qui oblige à ne réaliser l'opération que sur des « actions entièrement libérées ou sur des certificats s'y rapportant ». La dernière condition d'acquisition d'actions propres de l'article 620, §1, 5° du Code des sociétés (1999) impose une égalité des conditions de l'offre d'acquisition entre tous les actionnaires.

Les conditions de détention des actions propres sont explicitées ci-dessous et se rattachent toutes à l'article 622 du Code des sociétés (1999). Ce dernier est applicable après que l'entreprise ait effectivement racheté ses propres actions. En vertu de l'article 622, §1 du Code des sociétés (1999), « les droits de vote afférents aux actions ou parts bénéficiaires détenues par la société [...] sont suspendus ». De plus, sur base de ce même article, §1, alinéa 2, le conseil d'administration de l'entreprise en question se réserve le droit de suspendre ou non le droit aux dividendes sur les actions propres.

1.1.2.2. Aspect opérationnel

Les entreprises cotées en bourse qui acquièrent des actions propres sont soumises à l'article 206 de l'arrêté royal du 30 janvier 2001. Cet article oblige les entreprises concernées à « [...] faire parvenir à la FSMA⁴ une copie de la décision de l'assemblée générale ou du conseil d'administration » avant même de traiter des conditions de l'article 620 du Code des sociétés (1999). De plus, en vertu de l'article

⁴ Financial Services and Markets Authority ou Autorité des services et marchés financiers

8.

207 de ce même arrêté royal du 30 janvier 2001, les sociétés cotées en bourse doivent rendre publiques « les opérations de rachat effectuées en application de l'article 620, § 1er du Code des sociétés, au plus tard à la fin de la septième journée boursière suivant leur date d'exécution ». L'article 207, §2 de ce même arrêté royal, détaille que cette publication doit comprendre « la date de la transaction, la quantité de titres acquis et le prix [de ces derniers] ».

1.1.2.3. *Aspect comptable*

L'article 623 du Code des sociétés (1999) impose à l'entreprise concernée par le programme de rachat d'actions de comptabiliser les actions rachetées à l'actif du bilan. De plus, sur base de ce même article, alinéa 1, « aussi longtemps que les actions [...] sont comptabilisées à l'actif du bilan, une réserve indisponible doit être constituée, dont le montant est égal à la valeur à laquelle les actions [...] acquises sont portées à l'inventaire ».

1.1.3. Méthodes de rachats d'actions

La littérature présente trois méthodes pour acquérir des actions propres et ainsi permettre à l'entreprise d'exécuter son programme de rachat d'actions. Il s'agit du rachat d'actions sur marché libre, l'offre publique de rachat d'actions et l'enchère à la hollandaise (Stephens et Weisbach, 1998, p. 315).

Le rachat d'actions sur marché libre stipule que le prix et la quantité des actions concernées par le rachat sont soumis aux conditions du marché. Autrement dit, le prix est donné par celui-ci en fonction de l'offre et de la demande. L'offre publique de rachat d'actions consiste, quant à elle, en l'émission d'une offre de rachat de l'entreprise aux actionnaires pour une quantité déterminée d'actions à un prix prédéterminé, fixe et unique. Ce dernier est jugé par les acteurs internes de l'entreprise et inclut généralement une prime de 15 à 20%. La dernière méthode, l'enchère à la hollandaise, est également basée sur l'émission d'une offre. Seulement, le prix est établi d'une manière différente. En effet, suite à l'offre émise par

l'entreprise, les actionnaires vont mentionner le nombre d'actions qu'ils souhaiteraient vendre et spécifient leur prix. L'entreprise rachètera finalement la quantité d'actions désirée aux prix les moins élevés (Welch, 2009, pp. 706, 878).

Ces trois méthodes de rachat d'actions se différencient les unes des autres au niveau de la réaction provoquée sur le marché. Comment et Jarrell (1991, p. 1245) ont établi une comparaison entre ces différentes techniques. Ils sont parvenus à démontrer que l'offre publique de rachat d'actions déclenche la plus grande réaction positive du marché suite à l'annonce d'un programme. En revanche, le rachat d'actions sur marché libre provoque la plus faible réaction. En effet, selon eux, l'OPRA⁵ contient davantage d'informations en son sein que les informations contenues dans un rachat d'actions lorsqu'il est exécuté sur le marché libre (Comment et Jarrell, 1991, p. 1265). Notons que ces trois méthodes sont complémentaires. En effet, il ne s'agit pas de sélectionner une unique stratégie pour un seul et même programme de rachat d'actions. Une combinaison permettrait de profiter des bienfaits de chacune des méthodes (Yook et Gangopadhyay, 2010, p. 34).

1.1.4. Modèles de gouvernance

De nombreuses études (Boyd, Carroll et Howard, 1996 ; Bradley et al., 1999, p. 14 ; Guillén, 2000) ont démontré la présence de deux modèles majeurs de gouvernance d'entreprise à travers le monde. Le premier est le modèle anglo-américain. Il est centré sur l'actionnaire et cherche à maximiser la valeur de ce dernier. A l'opposé, le second modèle ne considère pas uniquement les intérêts des actionnaires mais également ceux des multiples parties prenantes impliquées dans une entreprise (Fiss et Zajac, 2004, p. 501).

D'autres études (Rubach et Seborá, 1998 ; Coffee, 1999) ont démontré une tendance des entreprises du monde entier à converger vers le modèle de gouvernance centré uniquement sur les intérêts des actionnaires. Autrement dit, le rôle premier de l'entreprise serait de créer de la valeur aux yeux de l'actionnariat (Meyer et Höllerer,

⁵ Offre publique de rachat d'actions

2010, p. 1241). Au fil des années, ce modèle est devenu une « norme partagée mondialement » au sein des entreprises (Bradley et al., 1999, p. 14). Fiss et Zajac (2004, pp. 501-502) se sont appuyés sur l'étude réalisée par Useem (1996) afin de démontrer qu'une telle convergence s'explique par des « pressions concurrentielles grandissantes sur le marché financier international ». En effet, cette convergence des entreprises vers le modèle anglo-américain offre des possibilités qui permettent de jouir d'un avantage compétitif comparées aux organisations qui n'auraient pas adopté ce modèle. Ces possibilités sont, par exemple, l'accès aux investisseurs américains (Coffee, 1999).

Les différentes études qui nous ont permis de constituer notre base théorique ainsi que de développer nos hypothèses sont essentiellement basées sur des entreprises américaines. De nombreuses études ciblées sur plusieurs pays européens comme l'Allemagne, l'Autriche et la Suède (Fiss et Zajac, 2004, pp. 501-530 ; Meyer et Höllerer, 2010, pp. 1241-1259 ; Lazonick & O'Sullivan, 2000, pp. 13-14) ont démontré que le modèle de gouvernance anglo-américain devient « plus populaire à travers le globe [...] » (Bezemer, Zajac, Naumovska et al., 2015, p. 60). De plus, « les managers sont mis sous pression pour adopter une telle vision » de gouvernance de l'entreprise (Bezemer, Zajac, Naumovska et al., 2015, p. 60). Ainsi, cette convergence mondialisée nous permet d'affirmer que les études basées sur des sociétés américaines généreront un même résultat pour des entreprises européennes étant donné que l'objectif de celles-ci est identique : créer de la valeur pour les actionnaires.

1.2. Politique de distribution des *free cash flows*

La politique de distribution des *free cash flows* consiste à transférer les liquidités disponibles de l'entreprise aux actionnaires. Ce terme de « liquidités disponibles » correspond à celui de *free cash flows*. En effet, ce dernier se définit comme le « surplus de trésorerie après avoir financé l'entièreté des projets qui ont une valeur actualisée nette positive lorsque ceux-ci sont actualisés au coût du capital » (Jensen, 1986, p. 323).

Cette politique peut être établie au travers de deux méthodes complémentaires. L'entreprise peut décider de distribuer ses liquidités disponibles aux actionnaires, soit sous forme de dividendes, soit au moyen de rachat d'actions (Grullon et Michaely, 2002, p. 1652). Dans un contexte de marché parfait, ces deux opérations de distribution sont liées l'une à l'autre. En effet, la distribution du dividende et le rachat d'actions sont de parfaits substituts (Miller et Modigliani, 1961). Ainsi, une augmentation de l'un cause la diminution de l'autre.

Les études de Grullon et Michaely (2002, p. 1660 et 2004, p. 651) et de Fama et French (2001, pp. 6, 35) ont démontré une certaine volonté des entreprises à s'orienter davantage vers les rachats d'actions comme politique de distribution. Ainsi, le ratio de distribution tend à basculer vers une diminution du dividende et une augmentation des rachats d'actions. Selon notre cours de finance d'entreprise (2015), une réduction du dividende envoie un mauvais signal au marché, synonyme d'une mauvaise perspective de rentabilité future. Néanmoins, si cette diminution du dividende est compensée par un éventuel rachat d'actions, la réaction du marché sera impactée moins négativement que si aucune compensation n'était accordée par les managers de l'entreprise (Grullon et Michaely, 2002, p. 1672).

Nous avons été interpellés par cette tendance qu'ont les managers à vouloir substituer la distribution des dividendes aux rachats d'actions. Il serait donc intéressant d'analyser les éventuelles réactions du marché face à une telle modification de politique de distribution ainsi que les raisons qui en découlent.

1.3. La valeur des rachats d'actions

1.3.1. Réaction du marché

Le phénomène de rachat d'actions est un phénomène en vogue. La distribution du dividende se substitue progressivement aux rachats d'actions dans le même but de transférer les liquidités disponibles de l'entreprise aux actionnaires (Grullon et Michaely, 2002, p. 1660). Westphal et Zajac (2001, p. 204) ont mentionné que de

12.

nombreuses études sont parvenues à démontrer une réaction « positive et persistante » du marché suite à l'annonce d'un rachat d'actions (Lee, Mikkelson et Partch, 1992 ; Medury, Bowyer et Srinivasan, 1992 ; Raad et Wu, 1995 ; Ratner, Szewczyk et Tsetsekos, 1996 ; Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen, 1995, p. 183 ; Louis et White, 2007, p. 215). Notons tout de même deux remarques à ces résultats. La première est que ce côté « positif et persistant » de la réaction des investisseurs dépend du scepticisme du marché (Westphal et Zajac, 2001, p. 205). La seconde est que cette réaction sera davantage positive dans les pays où la protection des investisseurs est élevée (Haw, Ho, Hu et al., 2010, p. 153).

1.3.2. Raisons

La littérature relève deux hypothèses principales permettant d'expliquer cette réaction positive des investisseurs suite à l'annonce d'un rachat d'actions : l'hypothèse de *free cash flows* et l'hypothèse du signal (Nohel et Tarhan, 1997, p. 190). La réaction positive du marché peut ainsi être expliquée, soit par l'une de ces hypothèses, soit par une combinaison des deux (Nohel et Tarhan, 1997, p. 191).

1.3.2.1. Hypothèse de *free cash flows*

Cette hypothèse se base sur la théorie de l'agence (Jensen, 1989). Cette dernière suggère que les intérêts du manager et de l'actionnaire ne sont pas identiques (Amihud et Lev, 1981, p. 608). D'une part, les managers cherchent à accroître leur pouvoir rapidement en contrôlant un maximum de ressources à travers une multitude d'investissements rentables et non rentables (Jensen, 1986, p. 323). Leur optique est davantage à court terme. D'autre part, les actionnaires cherchent à maximiser leurs richesses à long terme. Ainsi, les managers auront tendance à poursuivre des stratégies qui répondent à leur propre intérêt sans prendre en compte celui des actionnaires, détenteurs légaux de ces liquidités disponibles (Useem, 1993).

Le degré de rivalité entre ces acteurs est susceptible d'être influencé par la taille de l'actionnariat de l'entreprise. Dans le cas où l'organisation est détenue par un nombre

important d'actionnaires, les managers auront probablement le contrôle de l'entité concernée au vu de la dispersion de cet actionnariat. Ils seront ainsi « libres d'exercer un pouvoir discrétionnaire [...] et de poursuivre leur propre intérêt » (Amihud et Lev, 1981, p. 609). En revanche, si l'entreprise est détenue par un nombre restreint d'actionnaires, ces derniers auront davantage l'opportunité d'exercer un certain contrôle sur les décisions prises par les managers (Amihud et Lev, 1981, p. 609).

Dans le cas où aucun mécanisme n'est mis en place pour tenter de réaligner les intérêts des deux parties, l'égoïsme des managers va générer des « coûts d'agence » qui auront pour conséquence une diminution de la « valeur de l'actionnaire » (Fama et Jensen, 1983, p. 304). En effet, les managers qui disposent des liquidités disponibles de l'entreprise seront tentés de « gaspiller cette trésorerie dans des projets non rentables, au détriment des actionnaires » (Jensen, 1989, p. 64). De tels investissements risquent de diminuer la valeur de l'entreprise et ce, aux frais des actionnaires (Grullon et Michaely, 2004, p. 655). Le phénomène de rachat d'actions peut permettre d'éviter ce gaspillage de *free cash flows* dans des projets où la valeur actualisée nette est négative. En effet, ces liquidités disponibles vont retourner directement auprès des investisseurs de l'entreprise concernée via le mécanisme de rachat d'actions (Lazonick et O'Sullivan, 2000 ; Medury, Bowyer et Srinivasan, 1992). Ce dernier va permettre de réduire le montant des *free cash flows* mis à la disposition du management et ainsi éviter un surinvestissement de leur part. Un tel résultat génèrera un réalignement des intérêts des deux parties diminuant ainsi les potentiels coûts d'agence (Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986). De manière plus générale, cette sortie de liquidités permettra de « favoriser une répartition plus efficace des ressources » (Zhu et Westphal, 2011, p. 871) et augmentera la valeur de l'entreprise (Nohel et Tarhan, 1998, p. 188). Les arguments expliqués ci-dessus sont les raisons pour lesquelles les investisseurs vont réagir positivement suite à l'annonce d'un rachat d'actions.

D'autres mécanismes sont également utilisés dans le but de réduire les coûts d'agence générés par cette divergence d'intérêts entre deux parties. C'est le cas du

14.

mécanisme de récompense ou de compensation des salaires des managers (Amihud et Lev, 1981, p. 609).

1.3.2.2. *Hypothèse du signal*

Bhattacharya (1979, p. 267), Miller et Rock (1985, p. 1046) et Vermaelen (1984) ont démontré que le mécanisme de rachats d'actions peut être utilisée comme un moyen d'envoyer un signal sur la rentabilité et la perspective future de l'entreprise. Selon Miller et Modigliani (1961, pp. 431-432), ce signal est porteur d'informations lorsque le marché est imparfait.

Sur base des études réalisées par Dann (1981, p. 135) et Ratner, Szewczyk et Tsetsekos (1996), Westphal et Zajac (2001, p. 204) ont mentionné qu'un rachat d'actions « fournit aux investisseurs un aperçu positif vis-à-vis de l'entreprise et de son management ». En effet, cette volonté de l'organisation à racheter ses propres actions, et donc d'investir en elle-même, démontre une réelle confiance de celle-ci sur sa rentabilité future (Grullon et Ikenberry, 2000, p. 49). De plus, ce signal permet de rétablir une certaine symétrie d'informations entre les managers de l'entreprise et les investisseurs (Vermaelen, 1984 ; Ofer et Thakor, 1987 ; Constantinides et Grundy, 1989). Ces arguments expliquent la raison pour laquelle le marché réagit positivement suite à l'annonce d'un rachat d'actions.

Ces deux hypothèses fournissent toutes les deux une information au marché. Dans l'hypothèse de *free cash flows*, l'information concerne « l'engagement des managers à réduire les potentiels coûts d'agence liés aux liquidités disponibles » de l'entreprise. Dans l'hypothèse du signal, cette information expose la « perspective future de l'entreprise » (Grullon et Michaely, 2004, p. 668). De plus, ces informations générées par l'annonce d'un programme de rachat d'actions seront davantage crédibles lorsque le nombre de titres cotés en bourse est important. Un tel programme se doit donc de prévoir une quantité minimale d'actions dans le but « d'envoyer un signal crédible au marché » (Yook et Gangopadhyay, 2010, p. 38). La réaction des investisseurs sera davantage positive lorsque la crédibilité de l'information est élevée.

Yook et Gangopadhyay (2010, p. 38) ont ainsi confirmé l'étude réalisée par McNally's (1999) démontrant que l'intensité de la réaction des investisseurs face à une annonce de rachat d'actions dépend de la taille du programme annoncé.

1.3.2.3. *Autres hypothèses*

Les deux hypothèses ci-dessus expliquent la raison pour laquelle les investisseurs réagissent positivement suite à une annonce de rachat d'actions. Il s'agit des deux arguments les plus partagés par la littérature. Toutefois, certains auteurs relèvent d'autres potentielles explications à cette réaction du marché.

Une **première explication** est l'avantage fiscal que l'investisseur est susceptible de percevoir dans le cas où une entreprise modifie sa politique de distribution en faveur des rachats d'actions (Ikenberry et Vermaelen, 1996, p. 9). En effet, les dividendes et les gains en capitaux suite à la revente d'actions sont taxés différemment. De ce fait, la réaction du marché peut être positive dans le cas où le traitement fiscal, lié à un rachat d'actions, est plus avantageux que celui des dividendes (Grullon et Michaely, 2002, p. 1683). En Belgique, cette explication est non pertinente. Les dividendes et les gains en capitaux sont tous deux taxés à hauteur de 25% (Mémento fiscal, 2015 pp. 143-144). La politique de distribution des entreprises cotées belges n'offre ainsi aucun avantage fiscal pour les investisseurs.

Une **seconde explication** est une sous-évaluation des titres cotés en bourse. Cette politique de distribution peut être perçue de manière positive si elle est vue comme un signal envoyé par les managers afin d'informer les investisseurs que les actions sont actuellement sous-évaluées (Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen, 2000). Les entreprises qui annoncent un rachat d'actions lorsque celles-ci sont sous-évaluées donnent aux investisseurs une opportunité de rehausser le prix des actions et ainsi les rétablir à leur « juste valeur » (Ikenberry et Vermaelen, 1996, pp. 10-11). Cette opportunité est valorisée positivement par le marché.

Une **troisième explication** est l'utilisation d'un programme de rachat d'actions comme une réaction de défense face aux éventuelles offres publiques d'acquisition hostiles.

En effet, lorsqu'un « rachat d'actions est annoncé, les investisseurs vont réviser à la baisse la probabilité que l'entreprise soit acquise » au vu du nombre plus faible d'actions en circulation sur le marché (Nohel et Tarhan, 1998, p. 212). Cette révision sera synonyme d'une réaction positive sur le marché.

La littérature délivre ainsi de nombreuses explications quant à une réaction positive des investisseurs suite à une annonce de rachat d'actions. Comme mentionné ci-dessus, deux arguments sont massivement partagés par les auteurs scientifiques. Il s'agit de l'hypothèse des *free cash flows* et l'hypothèse du signal. Cependant, sur base de l'étude réalisée par Nohel et Tarhan (1998, pp. 190, 220), l'hypothèse de *free cash flows* serait l'explication majeure d'une telle réaction. Les résultats de cette étude ont été confirmés par le travail de Grullon et Michaely (2004, p. 670).

1.3.3. Point de vue critique

Zajac et Westphal (2004, pp. 437, 438) ont mentionné une certaine rupture au niveau du modèle de gouvernance. Ce dernier était autrefois basé sur une « logique d'entreprise » caractérisée par une perception négative du marché au sujet des programmes de rachat d'actions (Zajac et Westphal, 2004, p. 438). Cette réaction s'explique par le fait qu'une telle politique de distribution indiquait au marché que l'entreprise n'avait plus aucun projet rentable dans lequel investir. En d'autres termes, l'entreprise ne possédait qu'une perspective limitée de ses opportunités d'investissements (Zajac et Westphal, 2004, p. 438). A partir des années 1980, plusieurs auteurs scientifiques ont suggéré que les croyances dominantes concernant la gouvernance soient dorénavant basées sur un « modèle d'agence du contrôle de l'entreprise » (Zajac et Westphal, 1995, p. 283 ; Davis et Thompson, 1994 ; Useem, 1993, 1996). Autrement dit, ce nouveau modèle de gouvernance se base sur la théorie de l'agence. La réaction du marché suite à l'annonce d'un rachat d'actions est ainsi progressivement devenue positive sous l'hypothèse des *free cash flows* expliqué au point 1.3.2.1. L'étude de Zajac et Westphal (2004, p. 446) a démontré la véracité de ces observations. En effet, ils sont parvenus à prouver ce changement de perception

des investisseurs causé par cette rupture du modèle de gouvernance dans les années 1980.

La réaction suite à l'annonce d'un rachat d'actions n'a donc pas toujours été positive. En effet, l'avènement de la théorie de l'agence a provoqué un nouveau modèle de gouvernance. Ce dernier a permis cette modification de perception des investisseurs passant ainsi d'une réaction négative à une réaction positive du marché.

D'ailleurs, Zajac et Westphal (2004, p. 439) sont également parvenus à démontrer que la probabilité d'annoncer un éventuel programme de rachat d'actions était plus élevée sur base de ce nouveau modèle de gouvernance. Au contraire, cette étude a établi une probabilité plus faible d'effectivement réaliser le rachat d'actions lorsque la théorie de l'agence prévaut (Zajac et Westphal, 2004, p. 439). Cette conclusion suppose une probabilité grandissante d'être confrontée à un engagement symbolique de l'entreprise au sujet d'un programme de rachat d'actions.

1.4. La valeur symbolique des rachats d'actions

1.4.1. Réaction du marché

La tentation d'annoncer un rachat d'actions mais d'y renoncer par la suite est grande. En effet, le côté symbolique de cette politique de distribution offre l'opportunité aux managers de « préserver les liquidités disponibles de l'entreprise dans le but d'exercer un pouvoir discrétionnaire sur l'allocation des ressources de l'organisation » (Westphal et Zajac, 2001, p. 206). Cette tendance prend de plus en plus d'ampleur au vu du nombre croissant d'entreprises qui annoncent un rachat d'actions sans le réaliser ultérieurement (Zajac et Westphal, 2004, p. 440).

La réaction attendue et rationnelle des investisseurs devrait être négative à partir du moment où ces derniers se rendent compte d'une probabilité élevée liée au symbolisme du rachat d'actions. En effet, ne pas réaliser ce dernier aurait pour conséquence une absence de « l'avantage économique » qui devait normalement être perçu par le marché (Westphal et Zajac, 2001, p. 439). Cependant, malgré

l'accumulation de preuves attestant de l'utilisation croissante du symbolisme dans la politique de rachat d'actions, Zajac et Westphal (2004, pp. 440, 447) ont démontré que la réaction des investisseurs restait, en moyenne, fortement positive. Ces résultats ont été confirmés par une autre étude de Westphal et Zajac (1998, p. 142) constatant également une réaction positive des investisseurs qui persiste malgré la menace d'une politique symbolique.

Une telle réaction du marché motive davantage les managers à s'engager symboliquement dans cette politique de distribution. En effet, en plus de préserver un pouvoir discrétionnaire sur l'allocation des ressources de l'entreprise suite au non-rachat, les managers bénéficieront d'une réaction positive des investisseurs, peu importe la forme du rachat d'actions. Zajac et Westphal (2004, p. 440) ont tenté d'expliquer cette attitude du marché à travers son enracinement dans un processus d'institutionnalisation.

1.4.2. Raisons

1.4.2.1. *Processus d'institutionnalisation*

Zajac et Westphal (2004, p. 440) expliquent que « les rachats d'actions sont susceptibles d'accumuler une valeur symbolique avec le temps [...] à travers un processus d'institutionnalisation ». Ce dernier est décrit par Zajac et Westphal (2004, p. 440) comme un mécanisme de « construction sociale » en plusieurs phases continues. Une valeur sera d'abord insufflée aux politiques organisationnelles. Ces dernières sont représentées par un mécanisme de rachat d'actions, un programme de récompense, etc. Cette valeur sera ensuite considérée comme acquise dans le cas où elle est acceptée et diffusée par un nombre croissant d'entreprises. Pour finir, elle sera normalisée auprès du marché et de ses investisseurs (Selznick, 1996 ; Tolbert et Zucker, 1983, p. 25). Dans le contexte d'un rachat d'actions, la valeur symbolique de ce dernier prendra progressivement de l'importance pour, *in fine*, se normaliser avec le nombre croissant d'entreprises qui réalisent un tel rachat (Zajac et Westphal, 2004, p. 441). Le caractère symbolique de cette politique de distribution est ainsi devenu

normalisé par le marché à travers ce processus d'institutionnalisation. De ce fait, les investisseurs ne se soucieront plus de la possibilité d'un découplage de rachat d'actions après son annonce. La forme de cette politique de distribution, effective ou symbolique, n'influencera donc pas la réaction positive des investisseurs suite à l'annonce d'un rachat d'actions.

Seulement, comment cette réaction peut-elle rester positive malgré la probabilité croissante de faire face à un rachat symbolique d'actions ? Selon Zajac et Westphal (2004, p. 441), les marchés boursiers comportent une certaine asymétrie d'informations. Cette communication imparfaite oblige les investisseurs à réagir rapidement à l'annonce d'un rachat d'actions afin de profiter au mieux de cette dernière. Ce conformisme à fournir une réponse rapide incite les investisseurs à prédire l'attitude des autres acteurs du marché. Cette prédiction se basera sur les « réactions passées du marché liées à un événement similaire » (Zajac et Westphal, 2004, p. 441). Ainsi, comme ces réactions étaient positives dans le passé, les prédictions des investisseurs vont être identiques, indépendamment des preuves démontrant un engagement symbolique croissant. Un tel processus d'institutionnalisation a pour conséquence de « perpétuer les réactions du marché » (Zajac et Westphal, 2004, p. 441). C'est pour cette raison que celles-ci resteront positives malgré la probabilité grandissante de faire face à un rachat symbolique d'actions.

De plus, Zajac et Westphal (2004, p. 449) sont parvenus à démontrer à travers leur étude que la réaction du marché suite à l'annonce d'un rachat d'actions est positive mais également croissante et ce, « malgré une diminution du taux de réalisation de ces programmes ». En effet, ces auteurs ont prouvé que ces réactions sont positivement associées au nombre d'entreprises qui annoncent un rachat d'actions sans le réaliser par la suite (Zajac et Westphal, 2004, p. 447). Si un nombre croissant d'entreprises reçoit une réponse favorable à leur annonce de rachat d'actions, l'incertitude des investisseurs quant à leur future réaction diminue. Cette baisse d'incertitude tend à rassembler davantage les réactions individuelles des investisseurs vers une seule et

même réponse positive (Zajac et Westphal, 1998). Ces affirmations consolident les apports de Scott (1994), Selznick (1996) et Zucker (1983).

Ce processus d'institutionnalisation crée une sorte « d'inertie » du marché au niveau de l'évaluation de la valeur des rachats d'action à travers le temps (Westphal et Zajac, 2001, p. 205). En effet, si certains investisseurs évaluaient chaque nouveau programme de rachat d'actions mis en place par une entreprise, leurs évaluations seraient ignorées par le marché à cause de cette inertie. Ainsi, ces appréciations seraient « moins susceptibles d'être référencées à leur juste titre » dans le cas où elles s'écartent de la norme (Zajac et Westphal, 2004, p. 441). Cette affirmation confirme les observations de Jepperson's (1991, p. 145).

1.5. Les déterminants d'un rachat symbolique d'actions

Comme expliqué ci-dessus, le nombre d'entreprises qui annoncent un rachat d'actions sans le réaliser par la suite est en pleine augmentation (Zajac et Westphal, 2004, p. 440). Une telle observation pose question quant aux réelles motivations des managers à s'engager symboliquement dans ces programmes. Plusieurs études ont été réalisées dans le but d'analyser les facteurs qui influencent le choix de ne pas respecter le programme de rachat d'actions initialement prévu.

Le premier facteur concerne la relation entre le CEO⁶ et les actionnaires de l'entreprise. Les études de Westphal et Zajac (2001, p. 217) ont démontré une probabilité plus élevée de faire face à un rachat effectif d'actions lorsque le pouvoir des détenteurs légaux de l'entreprise sur le CEO est important. En effet, lorsque les actionnaires exercent une influence sur les managers, ces derniers agiront plus facilement dans l'intérêt des actionnaires par la mise en œuvre du rachat d'actions (Westphal et Zajac, 2001, pp. 206-207). Les managers seront donc davantage incités à distribuer les *free cash flows* aux investisseurs plutôt qu'à les dépenser dans des projets où leur unique but est d'accroître leur contrôle sur l'entreprise (Westphal et

⁶ Chief Executive Operator ou Président-Directeur Général (PDG)

Zajac, 2001, p. 207). Ainsi, l'influence des actionnaires sur le CEO a un impact sur le potentiel découplage d'une telle politique de distribution (Westphal et Zajac, 2001, p. 207).

Nous avons supposé que l'influence des actionnaires exercée sur le management de l'entreprise est uniforme. Cependant, Fiss et Zajac (2004, pp. 502-511) ont stipulé que les intérêts au sein du groupe des actionnaires sont susceptibles d'être hétérogènes. Une même constatation est observée au sein du groupe des managers. Ainsi, les motivations des acteurs au sein d'un même groupe peuvent être hétérogènes. La conséquence directe d'une telle observation « suggère un impact différent et varié sur la probabilité de la mise en œuvre réelle du rachat d'actions ». (Fiss et Zajac, 2004, p. 512).

Le deuxième facteur est le degré de sous-évaluation des actions sur le marché. Comme expliqué au point 1.3.2.3, l'entreprise est tentée d'annoncer un rachat d'actions lorsque ces dernières sont sous-évaluées. Dans le cas où cette sous-évaluation est significative, l'entreprise aura tendance à annoncer un rachat d'actions sans le mettre en œuvre par la suite. En effet, l'annonce du programme va attirer l'attention des spéculateurs. Ceux-ci vont « déceler cette sous-évaluation » et s'échanger les titres cotés en bourse de l'entreprise afin de parvenir à une correction du prix de l'action sans qu'aucun programme de rachat d'actions n'ait été effectué (Bhattacharya et Jacobsen, 2015, p. 2). Dans le cas où la sous-évaluation des actions n'est pas significative, l'entreprise va être incitée à mettre en œuvre son rachat d'actions si elle souhaite rétablir le prix de ses titres à leur juste valeur. En effet, les spéculateurs ne vont pas être encouragés à acheter des actions où la sous-évaluation est faible (Bhattacharya et Jacobsen, 2015, p. 2).

Le degré de sous-évaluation des actions concernées par le programme est donc un facteur important dans le choix de s'engager ou non dans un rachat effectif d'actions. Lorsque les titres cotés en bourse de l'entreprise sont fortement sous-évalués, les managers seront incités à ne pas tenir leur engagement de rachat. Dans le cas

contraire, ils auront une motivation à exécuter leur programme (Bhattacharya et Jacobsen, 2015, p. 2).

D'autres facteurs ont été relevés par certains auteurs. Oliver (1991) stipule que lorsque des agents externes exercent une pression quelconque sur les managers, ceux-ci auront davantage tendance à réaliser un rachat symbolique d'actions dans le but d'éviter une éventuelle perte de contrôle des allocations de ressources à travers la mise en œuvre du rachat d'actions. De plus, Zajac et Westphal (2004, p. 439) ont démontré une probabilité plus élevée de réaliser un rachat symbolique d'actions lorsque le modèle de gouvernance de l'entreprise concernée se base sur un modèle d'agence.

1.6. Efficience du marché

Dans leurs travaux, certains auteurs laissent supposer l'existence d'un marché qui déroge à la théorie sur l'efficience du marché développée par Fama (1970).

Un point essentiel de cette théorie est la symétrie d'informations entre tous les investisseurs (Fama, 1970, p. 387). Le prix doit en effet refléter toutes les informations disponibles. Cependant, selon Zajac et Westphal (2004, p. 441) une certaine asymétrie est belle et bien présente. Le marché n'est donc pas à son niveau optimal d'efficience. Cependant, une politique de distribution tel qu'un rachat d'actions peut rendre le marché davantage efficient. En effet, une telle pratique permet de rétablir une certaine égalité d'informations entre les managers et les actionnaires de l'entreprise sur base des renseignements qu'un tel programme véhicule (Vermaelen, 1984 ; Ofer et Thakor, 1987 ; Constantinides et Grundy, 1989).

Chapitre 2 : Hypothèses

De nombreux scientifiques se sont demandés si l'annonce d'un programme de rachat d'actions était associée ou non à une réaction positive du marché. Certains auteurs se sont également intéressés sur les rachats symboliques d'actions suite au

nombre croissant d'entreprises qui annoncent un tel programme sans le réaliser ultérieurement (Zajac et Westphal, 2004, p. 440). Dans cette lignée, nous avons élaboré notre propre étude empirique afin d'analyser l'impact des rachats symboliques d'actions sur la performance des entreprises belges cotées pour la période 2007-2014.

2.1. Hypothèses de base

2.1.1. Première hypothèse

Westphal et Zajac (2001, p. 204) ont mentionné que de nombreuses études ont démontré une réaction « positive et persistante » du marché suite à l'annonce d'un programme de rachat d'actions (Lee, Mikkelson et Partch, 1992 ; Medury, Bowyer et Srinivasan, 1992 ; Raad et Wu, 1995 ; Ratner, Szewczyk et Tsetsekos, 1996 ; Ikenberry, Lakonishok et Vermaelen, 1995, p. 183 ; Louis et White, 2007, p. 215). D'autres auteurs ont même précisé que la réaction du marché augmente en moyenne de 3,5% suite à cet évènement (Comment et Jarrell, 1991, p. 1254 ; Dann, 1981, p. 133 ; Vermaelen, 1981). Avec l'avènement du caractère symbolique de ces rachats d'actions, d'autres analyses ont été menées. Zajac et Westphal (2004, p. 447) ont réalisé une étude afin d'en déceler les éventuelles conséquences. Ils ont démontré que la réaction des investisseurs restait en moyenne fortement positive malgré un rachat symbolique d'actions de plus en plus probable. Ces résultats sont expliqués par le processus d'institutionnalisation développé au point 1.4.2.1. Ainsi, un programme de rachat d'actions est perçu positivement par le marché, qu'il soit mis en œuvre ou non.

Sur base de ces arguments, il est raisonnable de considérer que la performance d'une entreprise qui réalise un rachat symbolique d'actions sera plus élevée que celle des entreprises qui n'ont procédé à aucune annonce. D'autre part, cette performance sera comparable à celle des entreprises qui ont effectivement racheté leurs actions.

De ce fait, nous supposons l'hypothèse ci-dessous :

Hypothèse 1 (H1) : *Les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance supérieure à celle des entreprises qui ne réalisent pas de rachat symbolique d'actions.*

Dans ce premier modèle, nous avons voulu tester si le rachat symbolique d'actions, de manière générale, est efficace en termes de performance. Nous avons utilisé comme groupe de référence les entreprises cotées belges ayant réalisées des rachats symboliques. Le groupe de comparaison a été choisi de la manière la plus large possible, à savoir les entreprises qui n'ont pas opéré de rachats symboliques d'actions. Nous sommes conscients que certaines divergences de réactions au sein même de ce groupe peuvent apparaître. Ainsi, dans la deuxième hypothèse, nous avons ciblé uniquement les entreprises qui mettent en œuvre leurs programmes de rachat d'actions.

2.1.2. Deuxième hypothèse

Comme expliqué dans la première hypothèse, Zajac et Westphal (2004, p. 447) ont étudié la réaction des investisseurs suite à un rachat symbolique d'actions. Ils ont démontré que celle-ci restait fortement positive peu importe la réalisation ou non du programme de rachat d'actions. Ces résultats ont confirmé ceux d'une autre étude réalisée par ces mêmes auteurs (1998, p. 142).

Zhu et Westphal (2011, pp. 871-872) ont développé un autre argument qui consolide l'existence d'un tel processus d'institutionnalisation auprès des investisseurs. Ce dernier fait référence à « l'ignorance pluraliste » (Zhu et Westphal, 2011, p. 871). Ce concept se base sur deux biais bien connus dans le domaine de la psychologie : Le biais de conformisme et le biais de confirmation. Le premier vise la tendance à se conformer à l'opinion de la majorité. Le second consiste à sous-estimer inconsciemment les propos qui vont en contradiction avec nos propres opinions et à surestimer celles qui les confirment (Miller et McFarland, 1991). Sur base de ces deux

biais, Zhu et Westphal (2011, p. 872) ont mentionné que de nombreux chercheurs ont démontré que lorsqu'un investisseur dévie de l'opinion de la majorité, son avis « est susceptible d'être évalué négativement et considéré comme étant un jugement inexact » (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam et al., 1998, pp. 1841-1844 ; Scharfstein et Stein, 1990 ; Zwiebel, 1995). Ainsi, les opinions minoritaires sont écrasées par l'opinion majoritaire.

Dans le cas des rachats d'actions, les investisseurs vont avoir tendance à scruter les réactions des analystes boursiers dans le but d'observer et suivre la réaction majoritaire. Les investisseurs vont remarquer que ces analystes ont très régulièrement réagi positivement suite à l'annonce d'un programme de rachat d'actions et ce, malgré le nombre croissant de rachats symboliques d'actions. Les investisseurs vont donc avoir tendance à se soumettre impulsivement à cette pression de conformisme. Ils vont ainsi imiter la réaction des autres acteurs et réagir positivement même si l'entreprise ne rachète pas ses propres actions (Zhu et Westphal, 2011, pp. 871-872).

Le processus d'institutionnalisation, renforcé par ces deux biais psychologiques, permet de considérer que la performance des entreprises qui ne réalisent pas leurs programmes de rachat d'actions initialement prévus sera comparable à celle des entreprises qui mettent en œuvre leurs programmes de rachats d'actions. Toutefois, dans le contexte d'après crise, il est raisonnable de penser que les investisseurs ont remis en question toute cette inertie du marché. En effet, ceux-ci auront tendance à être plus sceptiques et accorderont ainsi moins de confiance au marché. De plus, une stratégie de rachat symbolique d'actions aurait pour conséquence l'absence de « l'avantage économique » qui devait normalement être perçu par les investisseurs (Zajac et Westphal, 2004, p. 439). Cet argument est consolidé par Westphal et Zajac (2013, p. 639) qui ont indiqué qu'un rachat symbolique d'actions ne promeut pas une « utilisation efficiente des ressources financières » de l'entreprise. Sur base de ces arguments, nous supposons une performance des entreprises qui s'engagent symboliquement dans un rachat d'actions inférieure à celle des entreprises qui

rachètent effectivement leurs propres actions. De ce fait, nous supposons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 (H2) : Les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance inférieure à celle des entreprises qui mettent en œuvre leurs programmes de rachats d'actions.

Dans ce deuxième modèle, nous avons voulu tester si s'engager symboliquement dans un rachat d'actions est plus efficace que de le mettre en œuvre. Nous remarquons que le groupe de référence est inchangé. En revanche, le groupe de comparaison s'est, quant à lui, restreint aux entreprises qui ont effectivement réalisé leurs programmes de rachat d'actions. Ainsi, nous avons pallié la limite de notre première hypothèse qui présentait une éventuelle divergence de réactions au sein même du groupe de comparaison.

2.1.3. Troisième hypothèse

Nous avons déjà démontré à travers les études de Zajac et Westphal (2004, p. 447) que la réaction du marché suite à une annonce de rachat d'actions est positive peu importe si cette politique est symbolique ou effective. Cette réponse positive qui persiste malgré la probabilité grandissante d'un éventuel rachat symbolique d'actions est expliquée par le processus d'institutionnalisation. Ce dernier a été renforcé par « l'ignorance pluraliste », biais social défendu par Zhu et Westphal (2004, p. 871).

Certains auteurs ont d'ailleurs développé une théorie sur le phénomène répétitif d'un programme de rachat symbolique d'actions. Une étude de Westphal et Zajac (2001, pp. 210, 219) a démontré scientifiquement que le fait d'avoir déjà réalisé un tel rachat dans le passé augmenterait la probabilité que l'entreprise agisse de la sorte dans le futur. En effet, ce phénomène est susceptible d'être intégré dans les pratiques courantes et routinières de l'entreprise à travers le temps. Ainsi, ce phénomène aura tendance à se normaliser auprès des acteurs internes de l'entreprise et être invoqué de manière naturelle par cette dernière (Westphal et Zajac, 2013, p. 635 ; Westphal et

Zajac, 2001, p. 210). Ainsi, nous pouvons penser que la probabilité de faire face à ce phénomène serait telle que les investisseurs auront la conviction qu'il ne s'agira uniquement que d'un engagement symbolique.

Sur base des arguments développés ci-dessus, nous pouvons émettre l'hypothèse que même si un rachat symbolique d'actions connaît une réaction positive sur le marché, l'effet marginal d'un tel rachat sur la performance est négatif. En effet, le marché aura tendance à pénaliser les entreprises concernées au vu de la probabilité grandissante d'être confronté à un prochain rachat symbolique d'actions. Ainsi, lorsque l'entreprise s'engage symboliquement dans des programmes de rachat d'actions, la réaction des investisseurs sera toujours positive mais plus faible à chaque rachat symbolique d'actions supplémentaire. En effet, « l'avantage économique » n'a pas été perçu par le marché (Zajac et Westphal, 2004, p. 439). De ce fait, nous supposons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 (H3) : l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance est négatif.

Dans ce troisième modèle, nous avons voulu tester l'impact d'un rachat symbolique d'actions supplémentaire sur la performance de l'entreprise. Le groupe de référence est à nouveau inchangé. En revanche, cette troisième hypothèse ne se base plus sur un groupe de comparaison. Il s'agit du changement majeur comparé aux deux premières hypothèses.

2.2. Hypothèses complémentaires

Selon Evans, Evans et Gentry (2003, p. 108), les *free cash flows* sont considérés comme le « moteur principal » des rachats d'actions propres. Ainsi, nous avons voulu étudier l'impact qu'aurait cette variable sur nos trois premières hypothèses en l'utilisant comme un modérateur. La quatrième hypothèse fait interagir la première avec les *free cash flows*. La cinquième hypothèse combine la deuxième avec ce

modérateur. La dernière hypothèse est construite sur base de la troisième et des *free cash flows*.

2.2.1. Quatrième hypothèse

Dittmar (2000) est parvenu à démontrer que la taille des programmes de rachat d'actions est positivement liée à la quantité de *free cash flows*. Ainsi, les entreprises qui disposent d'une plus grande quantité de liquidités disponibles auront tendance à annoncer des programmes de rachat d'actions de plus grand volume. Les investisseurs seront susceptibles de récompenser davantage un tel programme. En effet, si l'entreprise décide de racheter une quantité plus importante d'actions, elle envoie un signal davantage crédible concernant « l'engagement des managers à réduire les potentiels coûts d'agence liés aux liquidités disponibles » (Grullon et Michaely, 2004, p. 668). De plus, un programme de rachat d'actions plus volumineux renforcerait la confiance des managers quant à la perspective future de l'entreprise. Ces arguments laissent penser que les entreprises qui annoncent un rachat d'actions seront davantage récompensées par le marché lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de *free cash flows*.

Un autre argument concerne les éventuelles menaces d'acquisitions hostiles d'entreprises. Ces menaces sont redoutées par l'ensemble des investisseurs. L'étude de Nohel et Tarhan (1998, p. 212) a démontré que la probabilité de reprise est plus faible lorsque l'entreprise annonce un rachat d'actions. Il est donc raisonnable de penser que si l'entreprise possède un plus grand volume de *free cash flows*, elle sera encore moins sous la pression de cette menace. En effet, le nombre d'actions de l'entreprise en question sur le marché sera plus faible. La probabilité que des investisseurs acquièrent l'entreprise est donc également plus faible.

La réaction positive des investisseurs concernant les entreprises qui réalisent un rachat effectif d'actions est comparable à celle des entreprises qui s'y engagent symboliquement (Westphal et Zajac, 1998, p. 142).

Nous pouvons ainsi émettre l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 (H4) : *Les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance davantage supérieure à celle des entreprises qui n'agissent pas de la sorte lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de free cash flows.*

2.2.2. Cinquième hypothèse

Dans cette hypothèse, nous ciblons également le rachat symbolique d'actions. Le groupe de référence reste donc inchangé. En revanche, nous comparerons la performance de ce dernier avec celle des entreprises qui mettent effectivement en oeuvre leurs rachats d'actions. Il s'agit donc d'un groupe de comparaison plus précis de l'hypothèse précédente. Ainsi, comme nous nous basons sur un même groupe de référence et un groupe de comparaison plus précis, l'utilisation d'un même modérateur suppose un même effet que l'hypothèse précédente. Sur base de cette logique, nous supposons que :

Hypothèse 5 (H5) : *Les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance moins inférieure à celle des entreprises qui mettent en oeuvre leurs programmes de rachats d'actions lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de free cash flows.*

2.2.3. Sixième hypothèse

Comme expliqué dans la quatrième hypothèse, si une entreprise dispose d'un plus grand montant de *free cash flows*, elle est susceptible d'annoncer un programme de rachat d'actions d'une plus grande envergure (Dittmar, 2000). Les enjeux économiques sont donc plus importants de par le volume annoncé. Dans le cas où l'entreprise annonce un programme de rachat d'actions sans le mettre à nouveau en oeuvre, ces enjeux financiers vont s'accumuler et prendre une telle proportion que les investisseurs auront tendance à pénaliser davantage les entreprises qui agissent de la sorte. De plus, si l'entreprise n'effectue pas son programme de rachat d'actions de

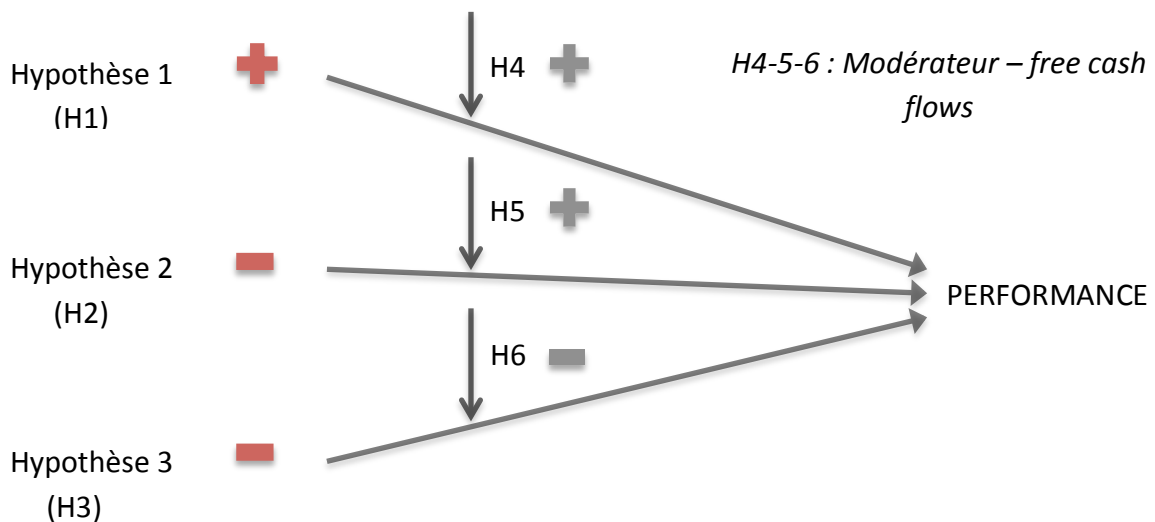
manière répétée, les investisseurs se sentiront davantage bernés. L'enjeu financier étant plus élevé lorsque le programme annoncé est volumineux, le marché pénalisera davantage les entreprises agissant de la sorte. Ces arguments permettent de supposer l'hypothèse suivante :

Hypothèse 6 (H6) : *L'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance est plus négatif lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de free cash flows.*

Chapitre 3 : Modèle conceptuel

Le modèle conceptuel ci-dessous (voir **figure 1**) est une représentation simplifiée qui permet de résumer les impacts causals attendus de nos trois premières hypothèses sur la performance de l'entreprise. De plus, ce modèle établit les influences attendues de nos trois dernières hypothèses sur ces impacts. Pour rappel, le modérateur utilisé pour influencer ces derniers est les *free cash flows*.

Figure 1. Modèle conceptuel



Partie II : Méthodologie

Chapitre 1 : Données et échantillonnage

1.1. Données

Dans le but de construire notre base de données, nous avons utilisé le moteur de recherche *BEL-FIRST*. L'outil de recherche *AMADEUS* était également une source d'informations mise à notre disposition. Cependant, suite à une comparaison entre ces deux banques de données, nous avons remarqué que cette deuxième source était moins précise et qu'une grande quantité d'informations dont nous avons besoin était manquante. De plus, le nombre d'entreprises était plus élevé sur *BEL-FIRST* que sur *AMADEUS*. Afin d'obtenir un échantillon plus conséquent, nous avons donc choisi la base de données *BEL-FIRST* pour la réalisation de notre étude empirique. Le *Bureau Van Dijk*⁷ recommande d'ailleurs l'utilisation de cette base de données « pour une couverture limitée à un pays ». Nous avons ainsi pu récolter des informations financières, boursières et comptables sur les entreprises belges présentes sur les marchés de cotations.

Les données récoltées ont été présentées sous un format panel et couvrent la période allant de 2007 à 2014. Cette structure de données permet d'analyser nos résultats pour chacune de nos entreprises à travers le temps et non pas de manière figée.

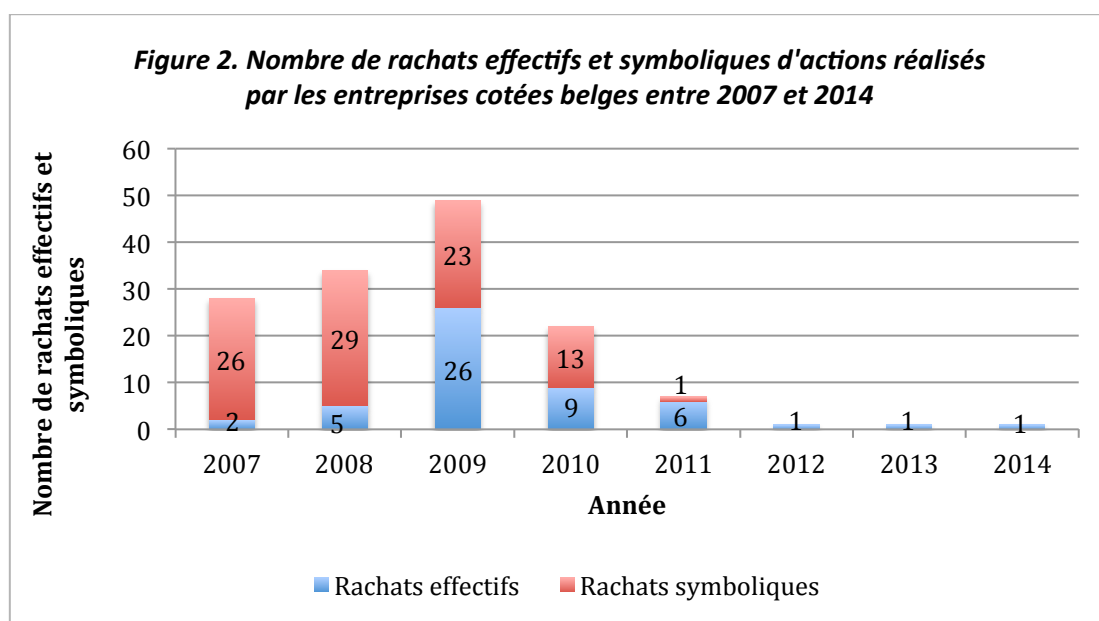
1.2. Description de l'échantillon

Notre échantillon final compte 159 entreprises cotées sur le territoire belge. Nous avons relevé au total 143 programmes de rachat d'actions sur cette période 2007-2014. Parmi ceux-ci, 92 représentent des rachats symboliques d'actions contre

⁷ Selon leur site internet, *Bureau van Dijk* est « l'un des leaders de l'information financière et commerciale dans le monde ».

51 rachats effectifs. Nous remarquons que la majorité des programmes n'ont pas été réalisés par les entreprises concernées.

Plus précisément, nous remarquons sur le graphique ci-dessous (voir **figure 2**) que les rachats d'actions ont été fréquemment utilisés dans les premières années de notre étude, à savoir de 2007 à 2010. Sur cette même période, nous observons une majorité de rachats symboliques d'actions à l'exception de l'année 2009. Seulement, depuis l'année 2011, les rachats d'actions sous ces deux formes semblent avoir perdu de leur popularité, en particulier les rachats symboliques d'actions qui finissent même par disparaître. La crise financière de 2007-2008 peut être une éventuelle explication à ce phénomène. En effet, cette période de l'histoire a eu des impacts très importants au sein des entreprises et, en particulier, sur leur liquidité. Ce manque de disponibilité monétaire a probablement empêché les entreprises à s'engager dans des programmes de rachat d'actions propres que ce soit de manière effective ou symbolique. Afin de s'assurer de la véracité de nos propos, nous avons analysé la tendance des flux de trésorerie de notre base de données. Nous avons observé une diminution de ceux-ci pour une majorité des entreprises depuis 2011. Le manque de liquidité des entreprises peut ainsi être une explication à la disparition des rachats d'actions.



Chapitre 2 : Opérationnalisation et mesures

2.1. Opérationnalisation des variables

Les données que nous avons récoltées sur *BEL-FIRST* nous ont permis de calculer nos variables dépendantes. Ces dernières représentent des indicateurs de performance à la fois boursier et comptable. Sur base de ces mêmes données, nous avons également été en mesure de calculer nos variables de contrôle.

L'obtention de nos variables indépendantes a été plus complexe. En effet, nous avons besoin de données concernant les rachats d'actions des entreprises belges afin de construire ces variables. Malheureusement, elles n'étaient pas disponibles sur *BEL-FIRST*. Nous avons donc tenté de trouver une alternative dans le but d'obtenir ces informations. Nous avons observé que toutes les entreprises qui envisagent de démarrer un programme de rachat d'actions doivent au préalable en informer la FSMA. En effet, une disposition légale a été instaurée en 2001.

Les sociétés cotées et les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un MTF⁸ doivent, avant de procéder à l'exécution des opérations qu'elles envisagent en application de l'article 620, § 1er du Code des sociétés, faire parvenir à la FSMA une copie de la décision de l'assemblée générale ou du conseil d'administration et, le cas échéant, de la disposition des statuts habilitant la société à exécuter ces opérations (Article 206 de l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés).

Nous avons contacté la FSMA dans le but d'obtenir toutes les autorisations d'assemblées générales de rachats d'actions des entreprises belges cotées depuis 2007. Cette date n'a pas été choisie au hasard. En effet, la centralisation des données par la FSMA n'est opérée que depuis l'année 2007. Aucune information antérieure n'était donc disponible. De plus, en vertu de l'article 620, §1, 5°, alinéa 5 du Code des sociétés (1999), la durée maximale d'un programme de rachat d'actions est de cinq ans à partir de l'autorisation de l'assemblée générale. Nous avons décidé de limiter

⁸ Multilateral Trading Facility

notre recherche à l'année 2010 nous permettant ainsi de vérifier avec certitude si le rachat d'actions a bel et bien été réalisé. C'est pour ces raisons que nous avons pris la décision de nous préoccuper uniquement des autorisations émises depuis 2007 jusqu'à 2010. Suite à cette prise de contact avec la FSMA, cette dernière a bien voulu nous faire parvenir le fichier en question. Malheureusement, après vérification de la fiabilité du document, celui-ci était incomplet et comportait certaines erreurs. Nous avons donc décidé de récolter les informations de rachats d'actions manuellement sur les sites de chacune des entreprises composant notre échantillon. Nous avons trouvé toutes les autorisations des programmes de rachat d'actions dans les procès verbaux des assemblées générales.

Une autre disposition a été instaurée en 2001 par un arrêté royal concernant les rachats d'actions

Les sociétés cotées et les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un MTF rendent publiques les opérations de rachat effectuées en application de l'article 620, § 1er du Code des sociétés, au plus tard à la fin de la septième journée boursière suivant leur date d'exécution (Article 207 de l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés).

Sur base de cette dernière, nous avons été en mesure d'analyser si les entreprises ont réalisé un rachat effectif ou symbolique d'actions. En effet, lorsqu'une assemblée générale a approuvé un programme de rachat d'actions et que celui-ci s'est suivi d'un communiqué de presse, nous avons considéré le rachat d'actions comme étant effectif. Dans le cas contraire, nous l'avons déduit comme étant symbolique.

2.2. Mesures de nos variables

Nous avons expliqué ci-dessus comment nous sommes parvenus à obtenir les différentes variables nécessaires à notre étude empirique. L'étape suivante consiste à les calculer de manière précise dans le but de rendre les données récoltées exploitables par notre logiciel statistique. Le programme informatique que nous avons utilisé pour traiter les valeurs de nos variables est STATA. Il nous a permis de tester nos

hypothèses établies précédemment. Les résultats de ces tests seront présentés ultérieurement à la partie 3 de ce travail.

2.2.1. Variables dépendantes

Sur base des données récoltées sur *BEL-FIRST*, nous avons été en mesure de calculer les variables dépendantes de nos modèles tels que le ratio de *Tobin's Q*, le *Market to book ratio (MBR)* et le *Return on Assets (ROA)*. Elles ont été utilisées dans le but d'étudier l'impact d'un rachat symbolique d'actions propres sur la performance boursière et comptable des entreprises.

Le **ratio de Tobin's Q** est une variable qui représente la performance boursière des entreprises. Yook et Gangopadhyay (2010, p. 24) définissent celle-ci comme étant « le ratio de la valeur de marché de l'entreprise sur le coût de remplacement de ses actifs ». Sur base de cette définition, nous obtenons la formule suivante :

$$\text{Ratio de Tobin's Q} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Total des actifs}}$$

L'utilisation de cet indicateur nous a semblé particulièrement intéressante dans le cadre d'une politique de rachat d'actions. Selon Grullon et Michaely (2004, p. 657), cette variable est une approximation des entreprises qui détiennent « un niveau élevé de liquidités et de faibles opportunités d'investissements ». Un tel contexte motive les sociétés à entreprendre une politique de distribution, quelle que soit sa forme. Etant donné que notre étude porte sur les rachats d'actions, il nous a semblé pertinent d'utiliser le ratio de Tobin's Q comme indicateur de performance.

Nous avons également sélectionné le **Market-to-Book ratio (MBR)** comme variable dépendante de nos modèles. Comme le premier indicateur, ce ratio représente la performance boursière d'une entreprise. Selon notre cours de finance d'entreprise (2015), cette variable est calculée par le quotient du cours de clôture d'une entreprise sur ses capitaux propres par action.

Nous obtenons donc :

$$\text{Market – to – book ratio (MBR)} = \frac{\text{Cours de cl\^oture}}{\text{Capitaux propres par action}}$$

Après quelques manipulations mathématiques, nous avons conclu que cette variable représente la valeur de marché d'une entreprise sur sa valeur comptable. L'utilisation de cet indicateur de performance est utile à notre étude. En effet, il nous est possible d'évaluer si la valeur de l'entreprise est sous-évaluée ($MBR < 1$) ou surévaluée ($MBR > 1$). Comme nous l'avons expliqué au point 1.3.2.3 de la partie 1 de notre travail, la surévaluation ou sous-évaluation d'une entreprise a une importance sur la réaction des investisseurs suite à une annonce de rachat d'actions. De plus, le degré de sous-évaluation a une importance dans la décision de mettre en œuvre ou non le rachat d'actions annoncé préalablement (Bhattacharya et Jacobsen, 2015, p. 2).

La dernière variable dépendante que nous avons utilisée est le **Return on Assets** (ROA). Au contraire des deux autres indicateurs de performances, cette variable nous a permis d'évaluer l'impact d'un rachat d'actions propres sur la performance comptable d'une entreprise (Fiss et Zajac, 2006, p. 1181). Cette variable se calcule comme suit :

$$\text{Rendement des actifs (ROA)} = \frac{\text{Revenu net}}{\text{Total des actifs}}$$

Cette variable était directement disponible sur notre base de données *BEL-FIRST*. Il n'a donc pas été nécessaire de la calculer par nous-mêmes.

2.2.2. Variables indépendantes

2.2.2.1. *Variables de base*

Sur base des données récoltées sur les sites des entreprises au sujet des programmes de rachat d'actions, nous avons été capables d'établir nos trois variables indépendantes « de base ». L'interaction de chacune de ces variables avec nos variables dépendantes a permis de construire au total trois modèles économétriques. Suivant la méthode de Zajac et Westphal (2004, p. 443), nous avons instauré un code binaire afin de déterminer si les programmes de rachat d'actions ont été effectivement réalisés ou non.

Pour notre **première variable indépendante** (V.I. 1), nous avons inscrit le chiffre « 1 » lorsque nous avons relevé un rachat symbolique d'actions. Le chiffre « 0 » a été attribué dans tous les autres cas possibles. Ce deuxième groupe englobe à la fois les entreprises qui ont mis en œuvre leurs rachats d'actions ainsi que toutes celles qui n'ont pas annoncé de programme. L'objectif est donc de mettre en évidence le rachat symbolique d'actions du reste de notre échantillon.

Pour notre **deuxième variable indépendante** (V.I. 2), nous avons inscrit le chiffre « 1 » dans le cas où nous avons observé un rachat symbolique d'actions. Le chiffre « 0 » a été attribué uniquement lorsque nous avons relevé un rachat effectif d'actions. Ainsi, nous serons en mesure de comparer l'impact d'un rachat symbolique et d'un rachat effectif d'actions sur la performance boursière et comptable d'une entreprise.

Pour notre **troisième variable indépendante** (V.I. 3), nous nous sommes uniquement concentrés sur les entreprises qui ont réalisé un rachat symbolique d'actions. Nous avons inscrit, année par année, le chiffre correspondant aux nombres cumulés de rachats symboliques d'actions que l'entreprise a opérés sur l'intervalle de temps 2007-2014. Ainsi, nous serons capables d'observer si le marché prend en compte dans son évaluation les rachats symboliques d'actions précédemment réalisés par une entreprise. Autrement dit, nous pourrons observer si les investisseurs ont de la mémoire ou pas.

2.2.2.2. Variables complémentaires

Nous avons également construit trois autres modèles économétriques sur base de trois nouvelles variables indépendantes. Il s'agit plus particulièrement de variables modératrices. Nous avons voulu utiliser les *free cash flows* comme modérateur. Toutefois, ces derniers n'étaient pas disponibles sur *BEL-FIRST* et nous ne disposions pas suffisamment d'informations pour les calculer. Nous avons donc approximé les *free cash flows* par les flux de trésorerie par action. Selon la norme IAS 7⁹, ces derniers se définissent comme « les rentrées et sorties de liquidités et d'équivalents de liquidités ». Dans le cas où les rentrées excèdent les sorties, nous avons supposé que l'entreprise détient des liquidités disponibles. C'est pour cette raison que nous avons jugé que les flux de trésorerie par action représentaient une bonne approximation des *free cash flows*.

Ces variables modératrices ont été établies sur base de l'interaction entre les trois variables indépendantes de base (V.I. 1 ; V.I. 2 ; V.I. 3) et un modérateur : le flux de trésorerie par action. Ainsi, la quatrième variable indépendante (V.I. 4) est la combinaison entre la première variable indépendante (V.I. 1) et ce flux de trésorerie par action. La cinquième (V.I. 5) représente la combinaison entre la seconde variable indépendante (V.I. 2) et ce même modérateur. La dernière (V.I. 6) est la combinaison entre la troisième variable indépendante (V.I. 3) et ce flux de trésorerie par action.

2.2.3. Variables de contrôle

Sur base des données récoltées sur *BEL-FIRST*, nous avons été en mesure d'établir des variables de contrôle. Celles-ci sont indispensables à l'élaboration d'un modèle économétrique. En effet, ces variables permettent de contrôler que seules les variables indépendantes ont une influence directe sur les résultats finaux d'une étude (Westphal et Zajac, 2001, p. 214). Dans le contexte de notre travail de recherche, elles garantissent que seules nos données sur les programmes de rachat d'actions influenceront la performance boursière et comptable des entreprises.

⁹ International Accounting Standards

Dans le but de sélectionner nos variables de contrôle de manière pertinente, nous nous sommes basés sur celles utilisées dans les études de notre portefeuille de lecture. Malheureusement, nombreuses d'entre-elles n'étaient pas disponibles dans la base de données. Dès lors, nous avons décidé d'utiliser comme variables de contrôle la capitalisation boursière, le chiffre d'affaires, le ratio de dette total sur les capitaux propres, l'EBITDA et le flux de trésorerie par action. Selon nous, ces dernières avaient la plus grande probabilité d'influencer la performance boursière et comptable des entreprises. Nous avons donc dû nous assurer que ces données ne biaisaient pas notre modèle économétrique.

Chapitre 3 : Tests économétriques

Dans la partie suivante de ce travail, nous exploiterons nos différents modèles économétriques via le logiciel statistique *STATA*. Seulement, avant d'utiliser ce programme informatique, nous avons appliqué plusieurs tests complémentaires afin d'obtenir les meilleurs résultats possibles.

Premièrement, nous avons conduit des **tests d'Hausman**. Ceux-ci consistent à effectuer « des tests de spécification des effets individuels en panel » dans l'objectif de « discriminer les effets fixes et aléatoires » (Hurlin, n.d., p. 49). Pour ce faire, nous avons réalisé des tests dans le but de déterminer si les effets aléatoires de nos données étaient appropriés. En effet, nous sommes conscients que certains facteurs externes peuvent influencer les résultats d'une régression et avoir un impact non négligeable sur ces derniers. Ces tests ont démontré que ces effets étaient rejetés par une majorité de nos modèles. Nous pouvons en déduire que nos résultats sont effectivement influencés par un ou plusieurs facteurs externes à nos variables explicatives. Par conséquent, nous avons décidé d'utiliser des effets fixes dans le but d'obtenir des résultats plus robustes et plus conservateurs. Concernant les modèles où les effets aléatoires n'ont pas été rejetés par les tests d'Hausman, nous avons décidé malgré tout d'utiliser les effets fixes au vu des résultats similaires de ces deux effets.

Dans le but d'éviter un impact éventuel de ces facteurs externes sur nos résultats, nous avons décidé d'utiliser des effets fixes liés aux entreprises. En effet, nous avons sélectionné ces dernières sans prendre en compte le secteur d'activité, la taille ou même la capitalisation boursière de l'entreprise. Ce choix de fixer les données « entreprises » s'est avéré significatif. En revanche, les effets fixes liés aux années ne se sont pas avérés significatifs. ces derniers n'ont donc pas été inclus dans nos modèles.

Deuxièmement, nous avons conduit des **tests d'hétéroscédasticité**. Suite aux résultats de ces tests, nous avons décidé de mettre en place des écarts-types robustes de type *cluster*. L'objectif est ainsi d'éviter l'apparition de tout problème lié aux variances et écarts-types de nos données.

Partie III : Résultats

Chapitre 1 : Tables statistiques

Dans ce chapitre, nous présenterons deux tables statistiques majeures. La première concerne celle de la statistique descriptive. La seconde évoque celle des coefficients de corrélation de Pearson. Ces tables se trouvent respectivement aux tables 1 et 2 de ce chapitre.

1.1. Statistique descriptive

Le tableau ci-dessous (voir **table 1**) comporte le nombre d'observations ainsi que la moyenne et son écart type et ce, pour chaque variable dépendante, indépendante et de contrôle. Pour rappel, les trois premières variables ci-dessous représentent les indicateurs de performance. Autrement dit, ce sont nos variables dépendantes. Les trois variables qui suivent constituent nos variables indépendantes de base. Les cinq dernières correspondent à nos variables de contrôle.

Table 1. Statistique descriptive

Variables	Observations	Moyennes	Ecart-types
Ratio Tobin's Q	827	12,79193	282,9193
Market-to-book ratio (MBR)	826	2,698359	6,829964
Return on assets (ROA)	1.060	0,1069245	26,25453
Rachats symboliques vs reste	1.272	0,072327	0,2591305
Rachats symboliques vs effectifs	143	0,6433566	0,4806919
Nombre de rachats symboliques	384	1,609375	0,9926706
Chiffre d'affaires	985	257.012.613,30	814.000.000
Flux de trésorerie par action	874	25,07944	326,0512
Capitalisation boursière	917	978.272.656,50	2.800.000.000
EBITDA	1.066	30.123.642,35	154.000.000
Ratio d'endettement (D/E)	1.063	7,845708	52,31994

1.2. Coefficients de corrélation de Pearson

Le tableau ci-dessous représente les coefficients de corrélation linéaire simple, également appelés coefficients de corrélation de Pearson. Ils constituent une « mesure de l'intensité linéaire entre deux variables » (Rakotomalala, 2015, p. 11).

Les coefficients de corrélation linéaire sont toujours compris entre les valeurs -1 et +1. Leurs signes indiquent « le sens de la liaison » des deux variables concernées (Baccini, 2010, p. 26). Une valeur positive du coefficient signifie que celles-ci varient dans un même sens. En revanche, si le coefficient présente une valeur négative entre deux variables, ces dernières vont varier dans des sens opposés. De plus, « la valeur absolue du coefficient indique l'intensité de la liaison » (Baccini, 2010, p. 26). Cette dernière dépendra de la valeur du coefficient. Une valeur proche de 1 signifie que la liaison entre les deux variables est forte. Au contraire, une valeur proche de 0 signifiera une liaison faible entre celles-ci (Baccini, 2010, p. 26).

Table 2. Coefficients de corrélation Pearson

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Ratio Tobin's Q	1					
(2) Market-to-book ratio (MBR)	-0.0188	1				
(3) Return on assets (ROA)	-0.563	0.1083	1			
(4) Rachat d'actions Modèle 1	-0.0124	0.0155	0.0578	1		
(5) Rachat d'actions Modèle 2	0.0494	0.0348	0.0817	1	1	
(6) Rachat d'actions Modèle 3	-0.0157	-0.026	-0.1063	0.0488	0.0597	1
(7) Chiffre d'affaires	-0.0144	0.0462	0.0662	0.0769	-0.0137	0.0167
(8) Flux de trésorerie par action	-0.0254	-0.0142	0.0398	0.1617	0.116	0.0115
(9) Capitalisation boursière	-0.0145	0.0052	0.0656	0.1234	0.054	-0.0072
(10) EBITDA	-0.0087	0.0688	0.0776	0.0353	-0.0413	0.2633
(11) Ratio d'endettement (D/E)	-0.0169	0.5841	0.0038	-0.0338	0.0284	-0.0089
	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(6) Rachat d'actions Modèle 3	1					
(7) Chiffre d'affaires	0.0167	1				
(8) Flux de trésorerie par action	0.0591	0.0115	1			
(9) Capitalisation boursière	0.0275	0.3323	-0.0072	1		
(10) EBITDA	-0.0834	0.671	0.1105	0.2633	1	
(11) Ratio d'endettement (D/E)	0.0037	-0.0315	-0.0089	-0.0178	-0.0106	1

Chapitre 2 : Analyse des résultats

L'élaboration de nos variables dépendantes, indépendantes et de contrôle a permis de concevoir nos différents modèles économétriques. Ces derniers ont, par la suite, été exploités par le logiciel statistique STATA. Ce programme a permis d'obtenir des résultats au niveau de l'impact des rachats symboliques d'actions sur la performance boursière et comptable des entreprises belges cotées pour la période 2007-2014. Dans cette partie du travail, nous analyserons nos résultats dans le but de découvrir si ceux-ci supportent ou non les hypothèses développées au chapitre 2 de la première partie de ce travail.

2.1. Supports des hypothèses

Le tableau ci-dessous expose les résultats que nous avons obtenus en fonction de chacun de nos indicateurs de performance. Ces coefficients représentent la relation entre nos variables indépendantes et nos variables dépendantes.

Table 3. Résultats de l'analyse de régression de l'impact des rachats d'actions symboliques sur le Tobin's Q, le MBR et le ROA : 2007-2014.

Modèle Var. indépendante		Variables dépendantes		
		Tobin's Q	MBR	ROA
1.	V.I 1	0.132 (0.141)	0.090 (0.290)	1.809 (1.589)
2.	V.I 2	-0.022 (0.170)	-0.513 (0.660)	2.034 (2.470)
3.	V.I 3	-0.350 (0.183) +	-0.696 (0.358) +	-2.817 (1.122)*
4.	V.I 4	0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	-0.002 (0.003)
5.	V.I 5	-0.005 (0.032)	-0.064 (0.131)	0.139 (0.475)
6.	V.I 6	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.001) +

Ecarts-types entre parenthèses ; Taux de significativité : * p<0.05 ; + p<0.1 ;
V.I = Variable indépendante

2.1.1. Première hypothèse

Nous pouvons observer que les résultats obtenus suite à l'analyse de régression supportent notre première hypothèse. Ce support vaut à la fois pour le ratio de Tobin's Q, le MBR et le ROA.

Nos résultats suggèrent que les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance boursière et comptable supérieure à celle des entreprises qui n'agissent pas de la sorte. Ainsi, le fait d'annoncer un programme de rachat d'actions sans le mettre en œuvre ultérieurement a un impact positif sur la performance boursière et comptable de ces entreprises. Autrement dit, le rachat symbolique d'actions est, de manière générale, efficace. Nous devons être relativement prudent quant à cette conclusion. En effet, les résultats obtenus sont non significatifs selon les tests T de Student.

2.1.2. Deuxième hypothèse

Nous pouvons observer que les résultats obtenus ne supportent que partiellement notre deuxième hypothèse. Cette dernière est soutenue uniquement lorsque nous ciblons la performance boursière des entreprises. Elle est non supportée lorsque la variable dépendante du modèle est la performance comptable, à savoir le ROA.

Nos résultats suggèrent que les entreprises qui s'engagent symboliquement dans un programme de rachat d'actions ont une performance boursière inférieure à celle des entreprises qui mettent effectivement en œuvre leurs rachats d'actions propres. En revanche, la performance comptable est supérieure. A nouveau, nous devons être relativement prudents quant aux conclusions ci-dessus au vu de la non significativité de nos résultats pour le deuxième modèle.

2.1.3. Troisième hypothèse

Nous pouvons observer que nos résultats supportent entièrement notre troisième hypothèse. Ce support est vérifié pour nos trois indicateurs de performance.

Nos résultats démontrent que l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance boursière et comptable des entreprises est négatif. Cette conclusion est, dans ce cas-ci, soutenue par des résultats significatifs. En effet, dans le cas du ratio de Tobin's Q et du MBR, le taux de significativité est de 10%. Celui du ROA est à hauteur de 5%. La robustesse des résultats obtenus nous permet d'augmenter la crédibilité de la conclusion ci-dessus.

2.1.4. Quatrième hypothèse

Nous pouvons observer que les résultats obtenus suite à l'analyse de régression ne supportent que partiellement notre quatrième hypothèse. Cette dernière est soutenue uniquement lorsque nous ciblons le ratio Tobin's Q. Elle est non supportée dans le cas du MBR et du ROA.

Nos résultats ne nous permettent pas d'établir une conclusion claire et concise. En effet, les deux indicateurs boursiers (le ratio de Tobin's Q et le MBR) n'évoluent pas dans la même direction. D'une part, nos résultats suggèrent que les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions auront un ratio de Tobin's Q davantage supérieur à celui des entreprises qui n'agissent pas de la sorte lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de flux de trésorerie par action. Autrement dit, la détention d'un plus grand volume de ces flux influence positivement l'efficacité d'un rachat symbolique d'actions lorsque nous ciblons uniquement le ratio de Tobin's Q. D'autre part, nos résultats suggèrent un effet opposé pour le MBR. En ce qui concerne la performance comptable, la détention d'un plus grand volume de flux de trésorerie par action influence négativement l'efficacité d'un rachat symbolique d'actions. Les conclusions qui ressortent de notre étude ne sont donc pas consistantes entre-elles. De plus, les résultats ne sont pas significatifs.

2.1.5. Cinquième hypothèse

Nous pouvons observer que les résultats obtenus ne supportent que partiellement notre cinquième hypothèse. Cette dernière est soutenue uniquement lorsque nous ciblons la performance comptable des entreprises. Elle est non supportée par la performance boursière.

Nos résultats suggèrent que les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions auront une performance boursière davantage inférieure à celle des entreprises qui ont effectivement mis en œuvre leurs rachats d'actions lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de flux de trésorerie par action. En revanche, la performance comptable est davantage supérieure. Nous devons être relativement prudents quant à ces conclusions. En effet, les résultats obtenus sont non significatifs.

2.1.6. Sixième hypothèse

Nous pouvons observer que les résultats obtenus ne supportent pas notre dernière hypothèse. Cette absence de support vaut pour tous les indicateurs de performance, à savoir le ratio de Tobin's Q, le MBR et le ROA.

Nos résultats suggèrent que l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance boursière et comptable des entreprises est moins négatif lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de flux de trésorerie par action. En ce qui concerne la robustesse de nos résultats, ils sont significatifs pour le ROA. Ils sont non significatifs pour le ratio de Tobin's Q et le MBR. Toutefois, sur base des graphiques ci-dessous, nous avons constaté que ceux-ci sont significatifs sur un certain intervalle de flux de trésorerie par action. Ainsi, nous pouvons considérer que ces résultats sont partiellement significatifs.

En ce qui concerne cet intervalle de flux de trésorerie par action, il est compris entre 0€ et 2800€ pour le ratio de Tobin's Q, entre 0€ et 3280€ pour le MBR et entre 0€ et 2560€ pour le ROA. Ces intervalles sont observables respectivement aux **figures 3, 4 et 5** ci-après.

Figure 3. L'effet marginal sur le Tobin's Q d'un rachat symbolique d'actions en fonction des flux de trésorerie

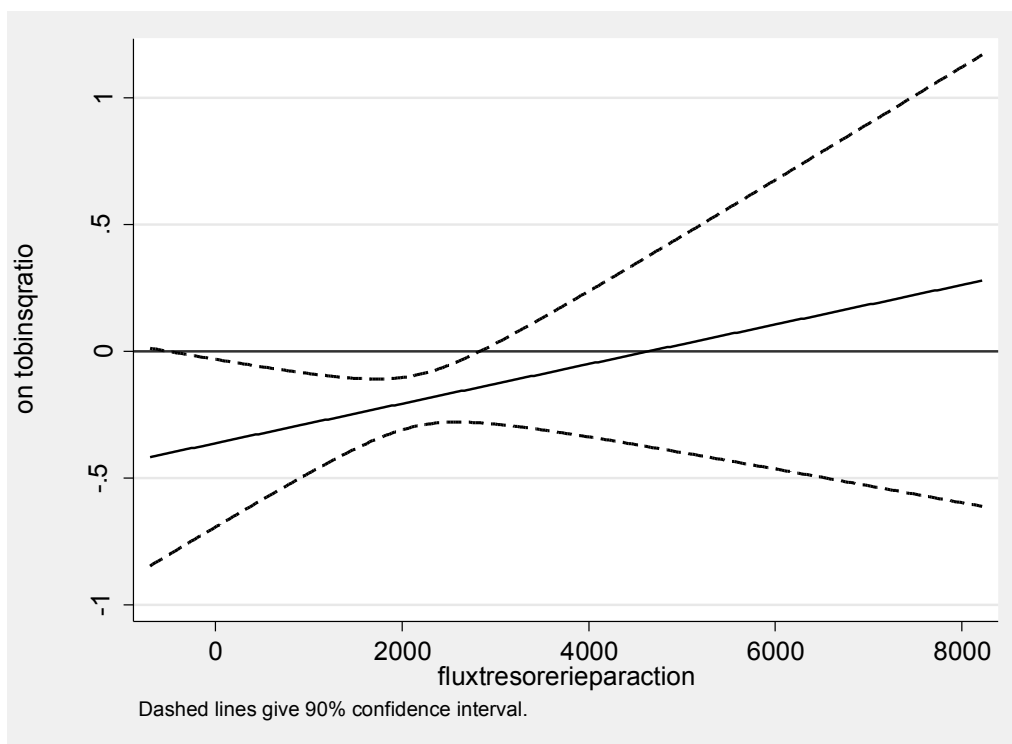


Figure 4. L'effet marginal sur le MBR d'un rachat symbolique d'actions en fonction des flux de trésorerie

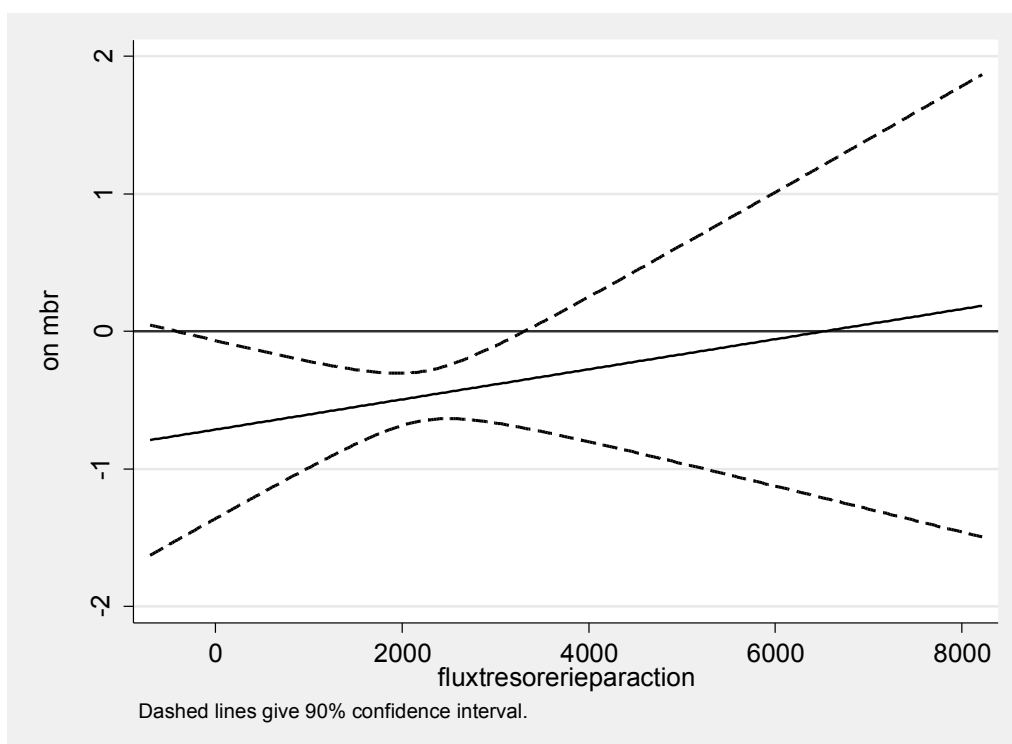
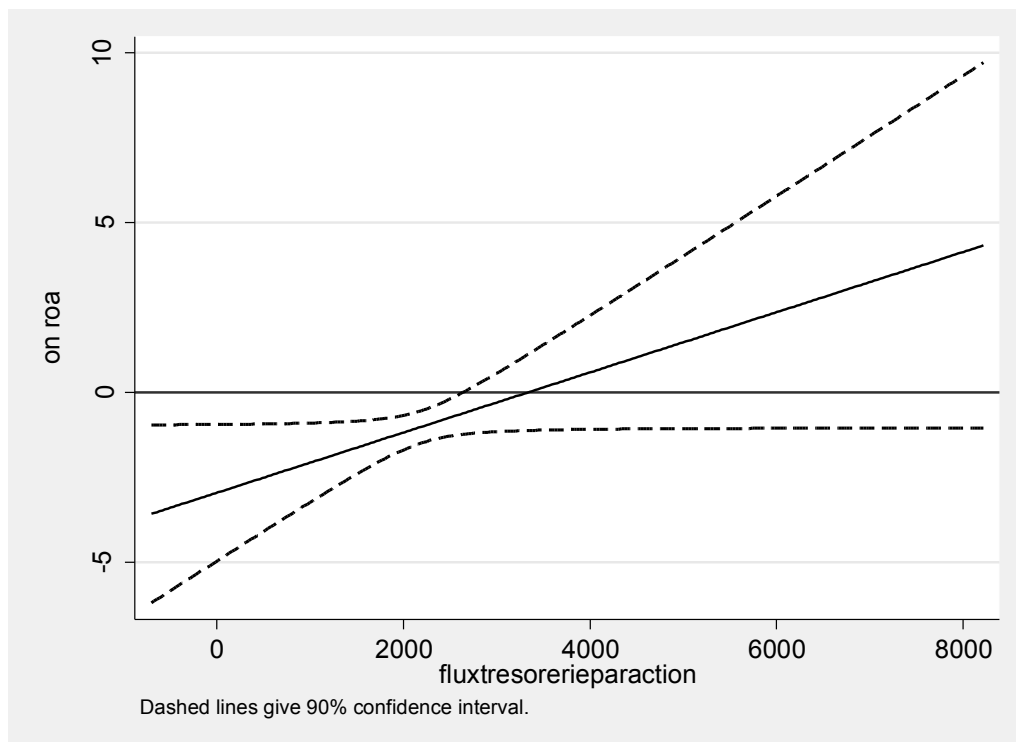


Figure 5. L'effet marginal sur le ROA d'un rachat symbolique d'actions en fonction des flux de trésorerie



Chapitre 3 : Récapitulatif des hypothèses et résultats

Le tableau ci-dessous (voir **table 4**) représente un tableau récapitulatif de la partie théorique et pratique de notre travail empirique. Il résume les relations attendues et obtenues entre nos variables indépendantes et dépendantes et ce, pour chacun de nos modèles. La colonne « hypothèses » illustre les relations attendues que nous avons supposées au chapitre 2 de la première partie du travail. La colonne « résultats » affiche les relations obtenues suite à notre analyse de régression. La confrontation entre nos hypothèses et les résultats est illustrée dans la colonne « conclusion ». La significativité est également indiquée dans ce tableau.

Table 4. Tableau récapitulatif

Modèles	Hypothèses	Résultats			Significativité des résultats	Conclusions
		Tobin's Q	MBR	ROA		
1. (H1) 4. (H4)	+	+	+	+	Non significatif	Hypothèse supportée
		+	-	-	Non significatif	Hypothèse partiellement supportée
<hr/>						
2. (H2) 5. (H5)	-	-	-	+	Non significatif	Hypothèse partiellement supportée
		-	-	+	Non significatif	Hypothèse partiellement supportée
<hr/>						
3. (H3) 6. (H6)	-	-	-	-	Significatif	Hypothèse supportée
		+	+	+	Partiellement significatif	Hypothèse non supportée

Partie IV : Discussion

Chapitre 1 : Conclusion de notre étude

1.1. Récapitulatif de nos résultats

L'utilisation de l'outil statistique *STATA* nous a permis de générer des résultats à la fois significatifs et non significatifs.

Ces derniers suggèrent que les entreprises qui réalisent un rachat symbolique d'actions ont une performance boursière et comptable supérieure à celle des entreprises qui n'agissent pas de la sorte. Autrement dit, réaliser un tel rachat se révèle être, de manière générale, efficace. Lorsque l'entreprise détient davantage de flux de trésorerie par action, aucune tendance au niveau de l'évolution des indicateurs de performance n'est à relever.

Notre analyse de régression suggère également que les entreprises qui s'engagent symboliquement dans un rachat d'actions ont une performance boursière positive mais inférieure à celle des entreprises qui rachètent effectivement leurs actions. Autrement dit, les investisseurs gratifient davantage les entreprises qui mettent en œuvre leurs programmes de rachat d'actions comparé à celles qui ne s'y engagent que symboliquement. La performance comptable, quant à elle, est positive et supérieure. De plus, lorsque l'entreprise détient un plus grande quantité de flux de trésorerie par action, les sociétés qui s'engagent symboliquement ont une performance boursière davantage inférieure à celle des entreprises qui ont mis en œuvre leurs programmes de rachat d'actions. La performance comptable, quant à elle, réagira à nouveau en opposition à cette dernière. En effet, elle sera davantage supérieure.

Les résultats concernant l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions démontrent une relation négative pour l'ensemble des indicateurs de performance. Cet effet marginal négatif le sera de moins en moins lorsque l'entreprise possèdera davantage de flux de trésorerie par action.

1.2. Contribution à la littérature

Parmi les résultats décrits ci-dessus, certains sont définis comme étant significatifs par le logiciel de statistique *STATA*. Il s'agit des résultats concernant l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance à la fois boursière et comptable des entreprises. Nous considérons que les autres résultats obtenus ne nécessitent pas une attention particulière au vu de leur non significativité. En effet, la probabilité d'obtenir ces résultats de manière hasardeuse est trop élevée.

Les analyses statistiques réalisées sur le troisième modèle ont généré des résultats significatifs au niveau de 10% pour la performance boursière et à hauteur de 5% pour la performance comptable. Ces derniers supportent l'hypothèse de l'effet marginal, tout indicateur de performance confondu. Autrement dit, l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance boursière et comptable est négatif. Un tel résultat s'explique par la probabilité plus élevée qu'une entreprise s'engage symboliquement dans un programme de rachat d'actions dans le cas où elle a déjà agi de la sorte auparavant. Le marché aura donc tendance à moins gratifier les entreprises concernées tellement la probabilité d'un prochain rachat d'actions symbolique est élevée et qu'effectuer un tel rachat ne génère pas l'avantage économique attendu.

Nos résultats démontrent donc que les investisseurs prennent conscience de l'existence d'un tel phénomène et tiennent compte de ce manque d'avantage lié au symbolisme du rachat d'actions. Cette affirmation s'oppose aux propos de Westphal et Zajac (2001, p. 205) qui mentionnent une sorte « d'inertie dans l'évaluation de marché des rachats d'actions à travers le temps ». En effet, sur base de nos résultats, nous suggérons que les investisseurs tentent de réévaluer les programmes de rachat d'actions en prenant en compte la probabilité de faire face à un engagement symbolique. Nos résultats suggèrent également que les investisseurs aient de la mémoire et se basent sur l'historique de l'entreprise au niveau de sa politique de distribution. Ce constat peut éventuellement être expliqué à travers la crise

économique que le monde a connue en 2007-2008. En effet, la baisse de confiance des investisseurs sur les marchés financiers a certainement favorisé la rupture de cette inertie du marché, incitant les acteurs à une remise en question du processus d'institutionnalisation évoqué par Zajac et Westphal (2004, p. 440).

L'analyse de régression réalisée sur le sixième modèle économétrique a produit des résultats significatifs au niveau de 10% pour la performance comptable et non significatifs pour la performance boursière. Toutefois, les résultats de cette dernière sont partiellement significatifs sur un intervalle précis de flux de trésorerie par action. De plus, notre hypothèse n'était pas supportée par ces résultats. En effet, la théorie stipulait que le marché devait réagir davantage négativement suite à un nouveau rachat symbolique d'actions dans le cas où elle disposait d'une plus grande quantité de flux de trésorerie par action. Or, nous avons relevé que l'effet marginal d'un rachat symbolique d'actions sur la performance boursière et comptable des entreprises est moins négatif lorsqu'elles disposent d'une plus grande quantité de flux de trésorerie par action.

Des tels résultats peuvent être expliqués de la manière suivante. Au vu d'une plus grande quantité de liquidités disponibles, les investisseurs s'attendent raisonnablement à percevoir un montant certain suite au rachat d'actions annoncé. Le fait que ce dernier soit à nouveau symbolique va être pénalisé par le marché mais de manière moins négative car le montant disponible est tel qu'un gaspillage de cette ressource par les managers serait excessif et irrationnel. Les investisseurs ont ainsi raison de penser que la probabilité d'obtenir un gain financier est plus élevée lorsque l'entreprise détient une plus grande quantité de flux de trésorerie par action. De plus, dans un contexte post-crise, il peut être préférable de ne pas distribuer un tel montant de liquidités disponibles en vue de la reconstruction financière de l'entreprise. Dans ce cas, le marché se ferait à nouveau berner par le symbolisme du programme. Toutefois, la quantité significative de *free cash flows* prévue dans la redistribution les motiveraient à ne pas les pénaliser davantage.

Chapitre 2 : Apports personnels

L'élaboration de ce travail de recherche empirique n'a pas uniquement servi à contribuer à la littérature sur la politique de distribution des rachats d'actions. En effet, cette réalisation nous a permis de renforcer de nombreuses compétences personnelles acquises durant notre parcours universitaire.

D'un point de vue personnel (**Van Eeckhout Jérôme**), la première compétence que j'ai renforcée se situe au niveau de la gestion d'un travail collectif de longue durée. Au départ, j'étais quelque peu sceptique en acceptant de réaliser ce travail à deux. Seulement, je me suis vite rendu compte qu'une telle expérience était enrichissante et utile pour ma future carrière. En effet, j'ai dû fréquemment argumenter mon propre point de vue lorsque nos idées étaient divergentes. La seconde compétence que j'ai développée concerne la capacité à planifier une étude empirique de manière détaillée. Grâce aux différents conseils de notre promoteur et à l'apprentissage sur le terrain, j'ai pu approfondir mes connaissances à ce sujet. La dernière compétence majeure que j'ai renforcée concerne la capacité à interpréter correctement des résultats suite à une analyse statistique.

Pour ma part (**Venet Sébastien**), ce travail m'a également permis d'améliorer certaines compétences personnelles. Tout d'abord, il a été effectué de manière conjointe avec un autre étudiant. Cet aspect m'a aidé à performer mon esprit d'équipe afin de construire un projet commun important et sur le long terme. Afin d'atteindre nos objectifs, il a fallu beaucoup de communication, d'échanges, de patience et de savoir-vivre afin de travailler dans les meilleures conditions possibles. Ensuite, ce travail m'a permis d'améliorer ma compréhension du marché. J'ai pu découvrir l'impact réel qu'avait la décision des managers sur les marchés financiers. Durant mes années universitaires, il m'a été donné de lire beaucoup de livres et syllabus. Cependant, toutes ces connaissances restaient théoriques et parfois floues. Dans ce cas-ci, j'ai eu l'occasion d'étudier ce qui se passe dans la vie active lorsqu'une ou plusieurs personnes prennent une décision concernant une entreprise. Enfin, cette étude m'a

aidé à améliorer mes compétences d'analyse critique. En effet, beaucoup d'informations ont été emmagasinées pendant toute la durée du mémoire suite à la lecture de nombreux textes scientifiques. Sur base de toutes ces données, nous avons dû construire un travail complet et de qualité. Pour cela, il a fallu faire un choix entre les informations à conserver et celles à laisser de côté.

Chapitre 3 : Limites du travail

De nombreuses compétences personnelles ont ainsi été renforcées tout au long de la réalisation de ce travail. De plus, certains de nos résultats ont été jugés significatifs, permettant ainsi de potentiellement contribuer à la littérature existante. Cependant, nous avons pris conscience de certaines limites.

3.1. Accès aux bases de données

La première limite à laquelle nous avons été confrontés fut la non accessibilité de certaines informations indispensables à la réalisation de notre travail. Au départ, nous souhaitions utiliser la base de données *COMPUSTAT* au vu du nombre important d'auteurs scientifiques qui l'ont exploitée. Malheureusement, cette riche source d'informations n'était pas disponible depuis les serveurs de l'Université Catholique de Louvain-la-Neuve. Nous avons tenté de trouver d'autres moyens d'y accéder mais sans succès.

L'alternative la plus appropriée était d'utiliser la base de données *BEL-FIRST*. Toutefois, cette dernière ne disposait pas de toutes les informations dont nous avons besoin. Cette complication a généré deux conséquences majeures. Premièrement, notre étude a dû se limiter aux indicateurs de performance long terme. En effet, nous avions également prévu d'analyser les performances à court terme afin d'observer la réaction immédiate des actionnaires suite à l'annonce d'un rachat d'actions. Le rendement excédentaire était le meilleur moyen d'opérer cette analyse. Malheureusement, nous ne disposions pas de suffisamment d'informations pour le calculer. Nous avons donc dû abandonner cette analyse de performance court terme. Deuxièmement, les

données des rachats d'actions des entreprises n'étaient pas disponibles sur *BEL-FIRST*. Pour les obtenir, nous avons établi une recherche manuelle de ces données sur les sites de chacune des entreprises de notre échantillon. Nous sommes bien conscients qu'une telle méthode augmente la probabilité d'erreurs lors de la phase de récolte.

3.2. Modérateur

Une autre limite à laquelle nous avons été confrontés concerne l'utilisation du flux de trésorerie par action comme modérateur. Comme expliqué au point 2.2. de la première partie de ce travail, nous avons fait interagir ce dernier avec nos trois premières variables indépendantes dans le but d'analyser son influence sur nos indicateurs de performance. Cependant, l'idée première était d'utiliser les *free cash flows* comme modérateur. Au vu de la difficulté à calculer ce dernier, nous avons approximé ces *free cash flows* par les flux de trésorerie par action. Nous sommes conscients qu'une telle approximation est susceptible d'avoir pu biaiser nos résultats.

BIBLIOGRAPHIE

1. *Articles scientifiques*

Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

Bezemer, P.J., Zajac, E., Naumovska, I., Van den Bosch, F., & Volberda, H. (2015). Power and Paradigms: The Dutch Response to Pressures for Shareholder Value. *Corporate Governance: An International Review*, 23(1): 60–75.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.

Bhattacharya, U., & Jacobsen, S. (2015). The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence. *Review of Finance*, 1-49.

Boyd, B., Carroll, W., & Howard, M. (1996). International governance research: A review and agenda for future research. *Advances in International Comparative Management*, 11, 191–215.

Bradley, M., Schipani, C., Sundaram, A., & Walsh, J. (1999). The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: Corporate governance at a cross-roads. *Law and Contemporary Problems*, 62, 9–86.

Coffee, J. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, 641–707.

Comment, R., & Jarrell, G. (1991). The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance*, 46, 1243-1271.

II.

Constantinides, G., & Grundy, B. (1989). Optimal investment with stock repurchase and financing as signals. *Review of Financial Studies*, 2, 445–466.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under And overreactions. *J. Finance*, 53(6), 1839–1885.

Dann, L. (1981). Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 12, 113-138.

Davis, G., & Thompson, T. (1994). A Social Movement Perspective on Corporate Control. *Administrative Science Quarterly*, 39, 141–173.

Dittmar, A. (2000). Why do firms repurchase stock. *Journal of Business*, 73, 331-355.

Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.

Evans, J., Evans, R., & Gentry, J. (2003). The Decision to Repurchase Shares: A Cash Flow Story. *Journal of Business and Management*, 9 (2), 99-123.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25, 383–417.

Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43.

Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.

Fiss P., & Zajac, E. (2004). The diffusion of ideas over contested terrain: The (non) adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(4), 501-534.

Franz, D., Rao, R., & Tripathy, N. (1995). Informed trading risk and bid-ask spread changes around open market stock repurchases in the NASDAQ market. *Journal of Financial Research*, 18, 311–327.

Grullon, G., & Ikenberry, D. (2000). What do we know about stock repurchases? *J. Appl. Corporate Finance*, 13(1), 31–51.

Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.

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

Guillén, M. (2000). Corporate governance and globalization: Is there convergence across countries ?. *Advances in International Comparative Management*, 13, 175–204.

Haw, IM., Ho, S., Hu, B., & Zhang, X. (2011). The contribution of stock repurchases to the value of the firm and cash holdings around the world. *Journal of Corporate Finance* 17, 152–166.

Ikenberry, D., & Vermaelen, T. (1996). The option to repurchase stock. *Financial Management*, 25(4), 9-24.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181–208.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *Journal of Finance*, 55, 2373–2398.

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

Jensen, M. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67, 61–74.

IV.

Jepperson, R. (1991). Institutions, institutional effects, and institutionalization. In W. Powell & P. DiMaggio (Eds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis* (pp. 143-163). Chicago: University of Chicago Press.

Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy & Society*, 29, 13–35.

Lee, D., Mikkelsen, W., & Partch, H. (1992). Managers' trading around stock repurchases. *Journal of Finance*, 47, 1947-1961.

Louis, H., & White, H. (2007). Do Managers Intentionally Use Repurchase Tender Offers to Signal Private Information? Evidence from Firm Financial Reporting Behavior. *Journal of Financial Economics*, 205-233.

McNally, W. (1999). Open Market Stock Repurchase Signaling. *Financial Management*, 55-67.

Medury, P., Bowyer, L., & Srinivasan, V. (1992). Stock Repurchases: A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31, 21–44.

Meyer, R., & Höllerer, M. (2010). Meaning structures in a contested issue field: A topographic map of shareholder value in Austria. *Academy of Management Journal*, 53, 1241–1262.

Miller, D., & McFarland, C. (1991). When social comparison goes away: The case of pluralistic ignorance. In J. Suls, T. Wills, (Eds.), *Social Comparison: Contemporary Theory and Research* (pp. 287–313). Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.

Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411–433.

Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031–1051.

Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 187-222.

Ofer, A., & Thakor, A. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends. *Journal of Finance*, 42, 365—394.

Olivier, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *Academy of Management Journal*, 16, 145-179.

Raad, E., & Wu, H. (1995). Insider trading effects on stock returns around open-market stock repurchase announcements: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 18, 45-57.

Ratner, M., Szewczyk, S., & Tsetsekos, G. (1996). The information role of tender offer stock repurchases: Evidence from institutional ownership. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 869-880.

Rubach, M., & Sebor, T. (1998). Comparative corporate governance: Competitive implication of an emerging convergence. *Journal of World Business*, 33, 167–184.

Scharfstein, D., & Stein, J. (1990). Herd behavior and investment. *Amer. Econom, Rev.* 80(3), 465–479.

Scott, W. (1994). Institutions and Organizations: Toward a Theoretical Synthesis. In W. Scott & J. Meyer (Eds.), *Institutional Environments and Organizations: Structural Complexity and Individualism* (pp. 121–136). Thousand Oaks, CA: Sage.

Selznick, P. (1996). Institutionalism “Old and New”. *Administrative Science Quarterly*, 41, 270–277.

Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). Actual share reacquisition in open-market repurchase programs. *The Journal of Finance*, 53(1), 313-333.

VI.

Tolbert, P., & Zucker, L. (1983). Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880–1935. *Administrative Science Quarterly*, 28, 22–39.

Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signaling : An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 139-183.

Vermaelen, T. (1984). Repurchase tender offers, signaling and managerial incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 163–181.

Westphal, J., & Zajac, E. (1998). The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43, 127–153.

Westphal, J., & Zajac, E. (2001). Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs. *Administrative Science Quarterly*, 46(2), 202-228.

Westphal, J., & Zajac, E. (2013). A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency. *The Academy of Management Annals*, 7(1), 605-659

Yook, K., & Gangopadhyay, P. (2010). Free Cash Flow and the Wealth Effects of Stock Repurchase Announcements. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 49(3-4), 23-42.

Zajac, E., & Westphal, J. (1995). Accounting for the Explanations of CEO Compensation: Substance and Symbolism. *Administrative Science Quarterly*, 40, 283–308.

Zajac, E., & Westphal, J. (2004). The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69(3), 433-457.

Zhu, D., & Westphal, J. (2011). Misperceiving the beliefs of others: How pluralistic ignorance contributes to the persistence of positive security analyst reactions to the adoption of stock repurchase plans. *Organization Science*, 22(4), 869-886.

Zucker, L. (1983). Organizations as Institutions. In S. Bacharach (Eds.), *Research in the Sociology of Organizations*, 2 (pp. 1–42). Greenwich, CT: JAI Press.

Zwiebel, J. (1995). Corporate conservatism and relative compensation. *J. Political Econom*, 103(1), 1–25.

2. *Ouvrages de référence*

Arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés et fixant les règles d'acquisition de titres propres par les sociétés cotées et les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un MTF (2001). *Moniteur belge*, p. 3008.

Code des impôts sur les revenus fixant les règles sur le précompte mobilier. (1992). Service Public Fédéral Finances. *Mémento fiscal 2015*, n°27.

Document du forum consultatif de la comptabilité fixant les règles sur les tableaux des flux de trésorerie. (2002). *Direction générale XV: Marché intérieur et services financiers*. Commission Européenne.

Loi du 7 mai 1999 contenant le Code des sociétés et fixant les règles d'acquisitions de titres propres par la société anonyme elle-même. (1999). *Moniteur belge*, p. 29440.

VIII.

3. *Sites internet*

Detroyat, O. (2011). *Les rachats d'actions, mode d'emploi*. En ligne sur le site Le Figaro <http://www.lefigaro.fr/marches/2011/08/31/04003-20110831ARTFIG00386-les-rachats-d-actions-mode-d-emploi.php>

Bureau Van Dijk. (2016). *Amadeus : Informations financières et économiques sur les entreprises en Europe*. En ligne sur le site Bureau Van Dijk <http://www.bvdinfo.com/fr-be/our-products/company-information/international-products/amadeus>

Bureau Van Dijk. (2016). *Présentation*. En ligne sur le site Bureau Van Dijk <http://www.bvdinfo.com/fr-be/about-us/overview>

4. *Monographies*

Useem, M. (1993). *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Cambridge, MA : Harvard University Press.

Useem, M. (1996). *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York : Basic Books.

Welch, I. (2009). *Corporate Finance : An Introduction*. Boston : Pearson Education, Inc.

5. *Autres*

Baccini, A. (2010). *Statistique descriptive élémentaire*. Syllabus. Institut de Mathématiques de Toulouse.

Hurlin, C. (n.d.). *L'Econométrie des Données de Panel : Modèles Linéaires Simple*. Syllabus, Ecole Doctorale Edocif. Séminaire Méthodologique.

Rakotomalala, R. (2015). *Analyse de corrélation: Etudes des dépendances, variable quantitatives*. Syllabus, Université Lumière Lyon.

Riachi, I. (2015). *Finance d'entreprise : L'évaluation d'une action selon la méthode des multiples*, LLSMS2010. Syllabus, Université Catholique de Louvain, Diffusion universitaire.

Riachi, I. (2015). *Finance d'entreprise : La politique de distribution*, LLSMS2010. Syllabus, Université Catholique de Louvain, Diffusion universitaire.

X.

ANNEXES

I. Résultats complets de l'analyse de régression

Résultats de la régression selon l'indicateur de performance ratio de Tobin's Q

Tobin's q as dependent variable:

VARIABLES	(1) M1 Tobinâ€™s q	(2) M2 Tobinâ€™s q	(3) M3 Tobinâ€™s q	(4) M4 Tobinâ€™s q interaction	(5) M5 Tobinâ€™s q interaction	(6) M6 Tobinâ€™s q interaction
bbsymbvsall	0.132 (0.141)			0.122 (0.140)		
bbsymbvseffective		-0.022 (0.170)			-0.010 (0.194)	
bbsymbcount			-0.350+ (0.183)			-0.362+ (0.195)
bbsymbvsallfipa				0.000 (0.001)		
bbsymbvseffectivefipa					-0.005 (0.032)	
bbsymbcountfipa						0.000 (0.000)
chiffredaffaires	-0.000 (0.000)	-0.000+	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000+	-0.000 (0.000)
fluxtresorerieparation	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	0.004 (0.032)	-0.000 (0.000)
capbours	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
EBITDA	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
debttoequityratio	-0.011 (0.019)	0.056 (0.093)	-0.020 (0.017)	-0.011 (0.019)	0.056 (0.094)	-0.020 (0.018)
Constant	0.996*** (0.084)	1.311*** (0.314)	1.445*** (0.299)	1.000*** (0.085)	1.295*** (0.333)	1.462*** (0.314)
Observations	744	111	264	744	111	264
R-squared	0.004	0.051	0.117	0.005	0.051	0.118
Number of cid	115	54	39	115	54	39

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, + p<0.1

Graphiques d'interaction entre le ratio de Tobin's Q et le modérateur

figure for interaction reported in M4:

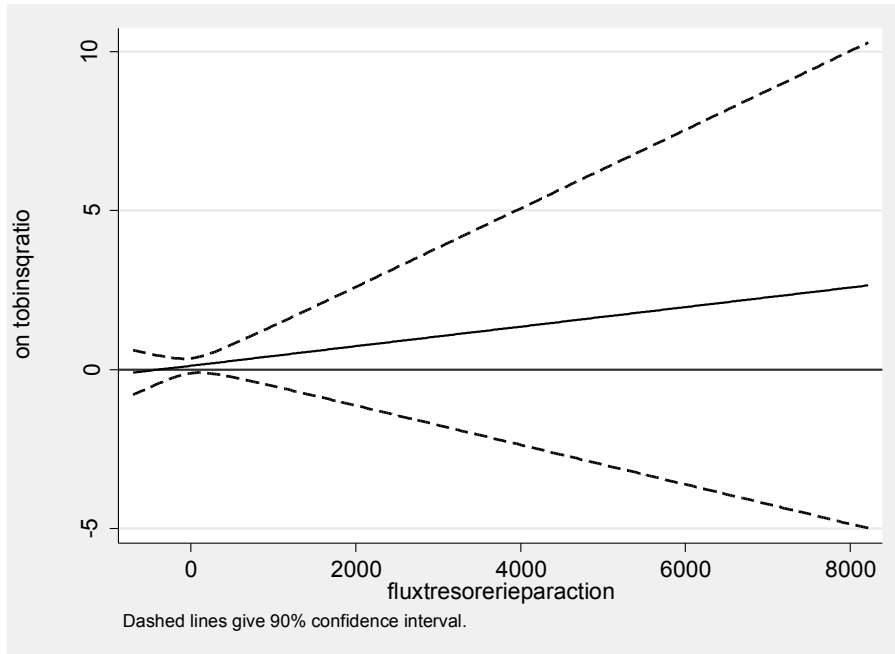
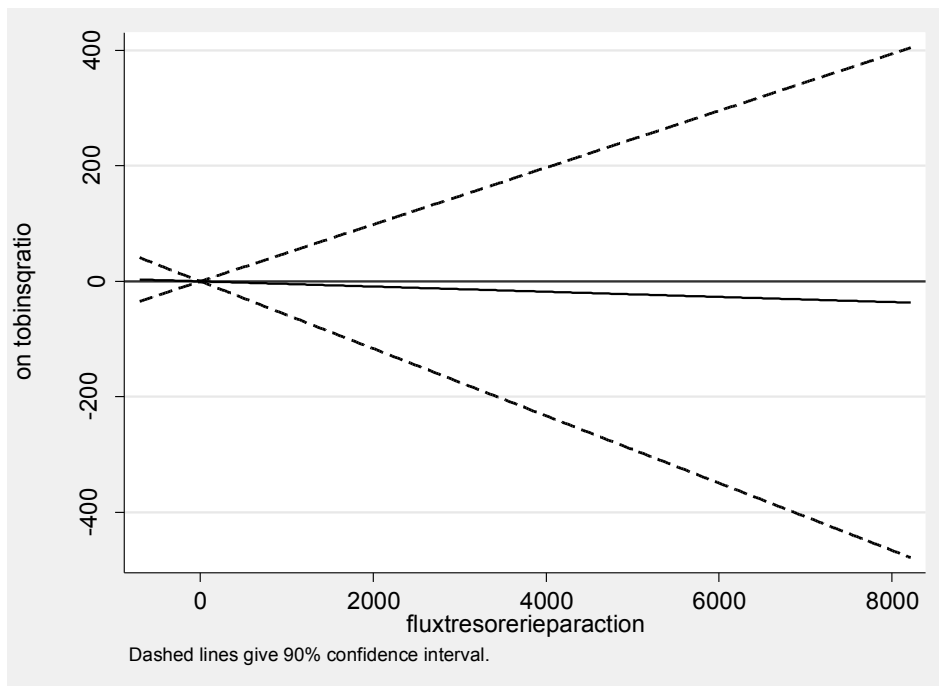


figure for interaction reported in M5:



Résultats de la régression selon l'indicateur de performance MBR

MBR as dependent variable:

VARIABLES	(1) M1 MBR	(2) M2 MBR	(3) M3 MBR	(4) M4 MBR interaction	(5) M5 MBR interaction	(6) M6 MBR interaction
bbsymbvsall	0.090 (0.290)			0.104 (0.292)		
bbsymbvseffective		-0.513 (0.660)			-0.351 (0.741)	
bbsymbcount			-0.696+ (0.358)			-0.714+ (0.383)
bbsymbvsallftpa				-0.000 (0.000)		
bbsymbvseffectiveftpa					-0.064 (0.131)	
bbsymbcountftpa						0.000 (0.000)
chiffredaffaires	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
fluxtresoreriereparaction	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.064 (0.131)	-0.001 (0.001)
capbours	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
EBITDA	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
debittoequityratio	1.095* (0.546)	1.641** (0.535)	0.533 (0.339)	1.095* (0.546)	1.635** (0.537)	0.532 (0.340)
Constant	0.530 (0.841)	2.015 (1.614)	2.632* (1.069)	0.524 (0.842)	1.778 (1.617)	2.657* (1.086)
Observations	744	111	264	744	111	264
R-squared	0.440	0.344	0.183	0.440	0.345	0.183
Number of cid	115	54	39	115	54	39

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, + p<0.1

Graphiques d'interaction entre le MBR et le modérateur

figure for interaction reported in M4:

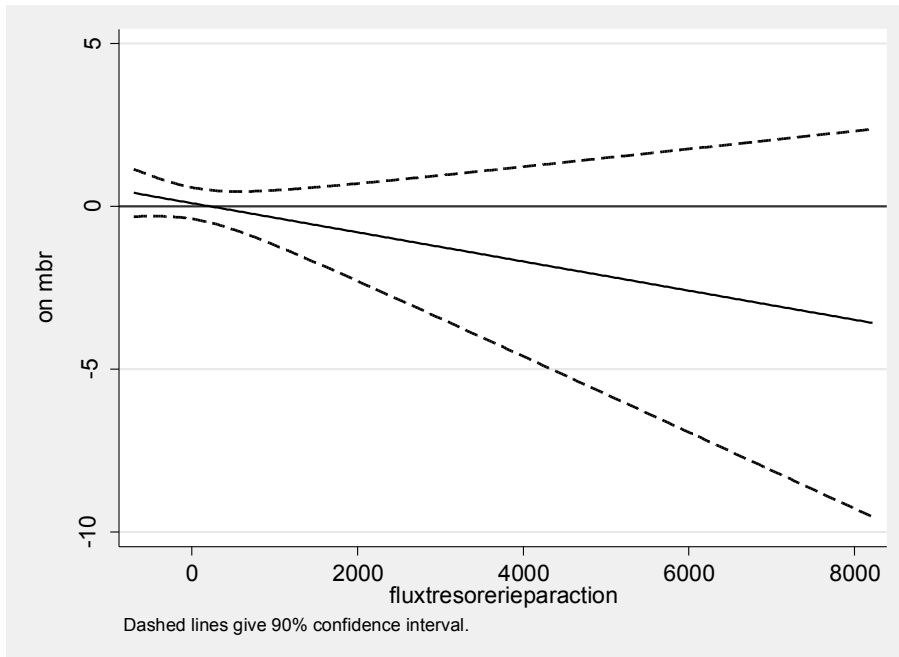
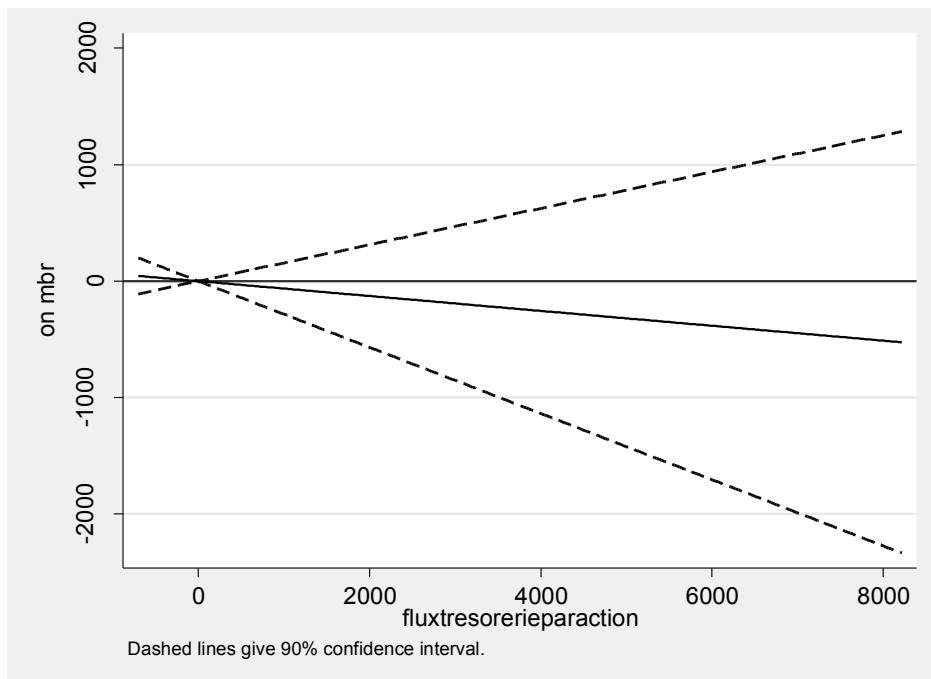


figure for interaction reported in M5:



Résultats de la régression selon l'indicateur de performance ROA

ROA as dependent variable:

VARIABLES	(1) M1 ROA	(2) M2 ROA	(3) M3 ROA	(4) M4 ROA interaction	(5) M5 ROA interaction	(6) M6 ROA interaction
bbsymbvsall	1.809 (1.589)			1.861 (1.595)		
bbsymbvseffective		2.034 (2.470)			1.684 (2.267)	
bbsymbcount			-2.817* (1.122)			-2.956* (1.189)
bbsymbvsallftpa				-0.002 (0.003)		
bbsymbvseffectiveftpa					0.139 (0.475)	
bbsymbcountftpa						0.001+ (0.001)
chiffredaffaires	-0.000+ (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000+ (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
fluxtresorerieparation	0.001 (0.001)	0.002+ (0.001)	0.000 (0.001)	0.002 (0.004)	-0.137 (0.475)	-0.002 (0.002)
capbours	0.000+ (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000+ (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)
EBITDA	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)
debttoequityratio	0.016 (0.207)	-0.069 (0.394)	-0.092 (0.396)	0.016 (0.207)	-0.056 (0.410)	-0.096 (0.398)
Constant	0.355 (0.852)	3.428 (2.631)	7.036** (2.083)	0.335 (0.865)	3.941+ (2.308)	7.235** (2.152)
Observations	744	111	264	744	111	264
R-squared	0.005	0.130	0.062	0.005	0.132	0.063
Number of cid	115	54	39	115	54	39

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, + p<0.1

Graphiques d'interaction entre le ROA et le modérateur

figure for interaction reported in M4:

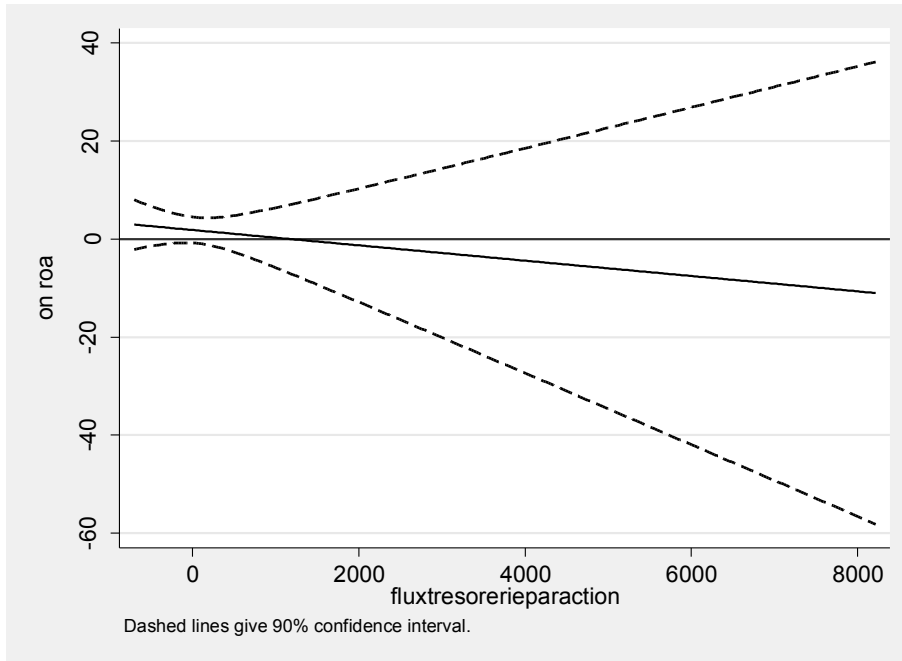
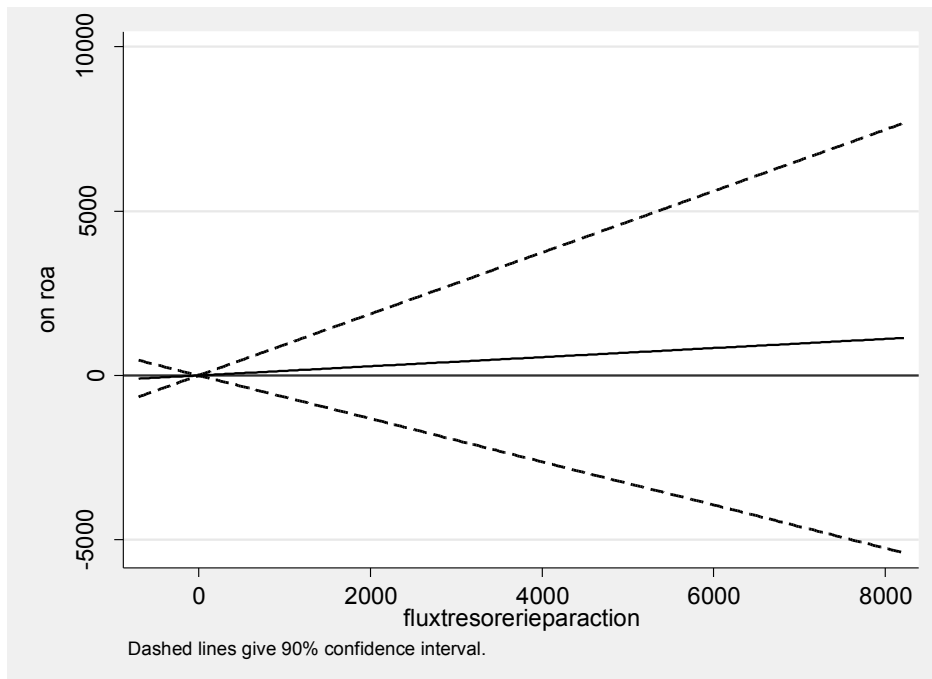


figure for interaction reported in M5:



II. Base de données

N°	Entreprises	Année	Ratio Tobin's Q	MBR	ROA	VI.1	VI.2	VI.3	Chiffre d'affaires	Flux de trésorerie par action	Ratio dettes/capital	Capitalisation boursière	EBITDA
1	4ENERGY INVEST	2007	1.247759494	1.268038768	-2.01	0	0	0	0.290763643	5.841	0.290763643	37935872.7	48473
1	4ENERGY INVEST	2008	1.821155983	1.859998285	0.24	0	0	0	5.841	5.633	0.01625255	56590806.8	-527096
1	4ENERGY INVEST	2009	0.717942685	0.738945942	1.44	0	0	0	568740	3.488	0.021328377	22536162	-1075923
1	4ENERGY INVEST	2010	0.77258013	0.801078573	0.74	0	0	0	514469	3.488	0.029254783	14898908.06	-1045325
1	4ENERGY INVEST	2011	54.08326779	-28.24226898	-3.09	0	0	0	665724	-1.753	0.036887428	7261652.2	-833351
1	4ENERGY INVEST	2012	25.61524219	-8.902581606	-5.23	0	0	0	707500	-61.785	-1.522199751	2003214.4	-237022
1	4ENERGY INVEST	2013	3.119167061	3.764361298	41.05	0	0	0	720000	-73.294	-1.347545719	5230	5230
1	ABLYNX	2014	1.896891787	2.358665981	-7.5	0	0	0	960000	5.514	0.206848046	23616698.54	-996097
2	ABLYNX	2007	1.346768066	1.808843744	-12.77	0	0	0	8785644	-0.346	0.24347246	253457246	-12493350
2	ABLYNX	2008	2.152071435	2.684132586	-11.15	0	0	0	15661538	-0.417	0.343099697	169680926.1	-18050545
2	ABLYNX	2009	1.714051086	2.058079788	11.39	0	0	0	28067597	-0.542	0.247232086	295118312	19567329
2	ABLYNX	2010	0.778045399	1.018148206	4.28	0	0	0	29169414	-0.561	0.200710885	347223026.3	25143786
2	ABLYNX	2011	1.396664541	1.923368725	-5.05	0	0	0	18303325	-1.005	0.308597458	148982545.7	15447246
2	ABLYNX	2012	1.03917321	2.230781515	-4.99	0	0	0	24565789	-0.652	0.377115719	255746698.1	24376442
2	ABLYNX	2013	1.383096123	2.821448336	-3.7	0	0	0	32745610	-0.399	1.146688824	341793522	32890337
2	ABLYNX	2014	0.757055904	0.807411181	-6.33	0	0	0	23489957	-0.236	1.039951003	488287995.3	23592738
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2007	1.736573009	4.960229558	1.68	1	1	1	2972951	0.020674386	0.020674386	7444744.06	-260474
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2008	3.144234033	-3.736096581	-4.35	1	1	2	915406	-700.12	0.066514609	65185334.84	-6436063
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2009	0.723069961	0.936548357	-10.85	0	2	2	701458	-584.162	0.295238923	36241889	-7403315
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2010	0.829340229	1.710103175	-106.17	0	2	2	617136	-367.586	1.062004251	14602314.5	-8213962
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2011	0.327700711	12.84265618	-43.57	0	2	2	631597	0.047	2.664016082	6836081.942	-1720559
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2012	0.352229522	0.594132338	-38.86	0	2	2	598578	0.001	1.856332289	51230524.36	-512375
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2013	0.117445115	0.182483851	-129.32	0	2	2	424115	-8.172	-2.188237435	5154053.58	-1397298
3	ABO-GROUP ENVIRONMENT	2014	2.170868699	2.317792034	-0.38	0	2	2	107293	0.165	0.067679477	59406857.46	-2236475
4	ACCENTIS	2007	0.327700711	12.84265618	-3.5	0	0	0	965350	0.047	38.19020092	6836081.942	153782
4	ACCENTIS	2008	0.352229522	0.594132338	-2.13	0	0	0	1369483	0.001	0.686776122	51230524.36	153782
4	ACCENTIS	2009	0.117445115	0.182483851	1.36	0	0	0	0	-0.007	0.5537798	15369156.74	4514575
4	ACCENTIS	2010	0.225445196	0.319600878	9.37	0	0	0	0	-0.009	0.417643295	25354903.91	13581107
4	ACCENTIS	2011	0.293495941	0.472521525	1.14	0	0	0	0	-0.03	0.609976319	25354903.91	586153
4	ACCENTIS	2012	0.14348719	0.233691446	0.23	0	0	0	0	0	0.2865717	12677451.96	-49041
4	ACCENTIS	2013	0.19351358	0.289583247	3.07	0	0	0	0	-0.001	0.507960387	16607462.56	1509434
4	ACCENTIS	2014	0.205551376	0.330209151	0.77	0	0	0	0	0	0.617165307	19142953.42	1143282
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2007	1.624437229	3.187940993	13.92	0	0	0	3484997	9.272	0.962489492	2244292568	-4436975
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2008	0.924337818	1.896063924	2.03	0	0	0	2531121	4.83	1.051267368	1219287357	-3501725
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2009	1.34042137	2.290768421	12.41	0	0	0	4647862	4.597	0.708991327	1741504095	-2403479
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2010	1.603431879	2.749557054	4.1	0	0	0	2541525	6.02	0.714795041	2092886547	-3348964
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2011	0.7958021	1.166822109	1	0	0	0	3870000	6.4	0.46622063	1930761526	-3918000
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2012	0.860359185	1.272930677	1.48	0	0	0	4338000	6.564	0.479534023	2085852227	-4502000
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2013	1.198280444	2.000714232	1.67	0	0	0	4344000	10.788	0.669654486	2852596467	-4836000
5	ACKERMANS & VAN HAAREN	2014	1.427205458	2.400680817	2.69	0	0	0	4599000	17.601	0.682084921	3420033847	-6246000
6	AEDIFICA	2007	0.873778277	0.95959895	6.06	1	1	1	0	1.698	0.002590127	508108250	-4936000
6	AEDIFICA	2008	0.85265264	0.972599376	26.87	0	0	0	0	3.416	0.012501182	149650410	-6933000
6	AEDIFICA	2009	0.310373755	1.133940498	-4.63	0	0	0	0	-2.003	0.068058305	157093305.3	-192990000
6	AEDIFICA	2010	0.0699727	0.225543489	9.7	0	0	0	0	0.609	0.842685747	193281569.7	-1037910000
6	AEDIFICA	2011	0.14783237	0.470230771	4.83	0	0	0	0	3.593	0.393740954	292436888	-40708000
6	AEDIFICA	2012	0.13893308	0.365871861	0.99	0	0	0	0	2.443	0.027781346	0	-19219000
7	AGEAS	2012	0.873778277	0.95959895	5.84	0	0	0	0	0	0.098218067	7226395375	-255064000
7	AGEAS	2013	0.85265264	0.972599376	-1.42	0	0	0	0	-0.49	0.140674763	6815542451	-274490000
7	AGEAS	2014	0.310373755	1.133940498	-3.06	0	0	0	910527000	0.334	2.653466808	1352038049	110795000
8	AGFA-GEVAERT	2008	0.0699727	0.225543489	-4.69	0	0	0	803522000	-1.288	2.223307922	239732206.4	-6542000
8	AGFA-GEVAERT	2009	0.14783237	0.470230771	0.58	1	1	1	675138000	0.054	2.180837818	583863944.5	68922000
8	AGFA-GEVAERT	2010	0.13893308	0.365871861	2.08	1	1	1	689150000	0.605	1.632302739	549923342.6	69897000

XVIII.

8	AGFA-GEVAERT	2011	0.054569028	0.149790123	-1.55	0	1	735467000	-0.413	1.744965287	211376784.9	-24985000
8	AGFA-GEVAERT	2012	0.057014713	0.180408652	-0.94	0	1	735338000	-0.18	2.164247398	228561893.2	32384000
8	AGFA-GEVAERT	2013	0.07508604	0.242934507	-0.59	0	1	613735000	0.285	2.23541507	302457832.3	71582000
8	AGFA-GEVAERT	2014	0.099141288	0.299367354	-1.29	0	1	509489000	0.343	2.019603104	359168663	56743000
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2007				1	1					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2008				1	1					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2009				1	1					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2010				1	3					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2011				1	4					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2012				1	5					
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2013	0.38514558	0.437433747	-0.47	0	5	0	-0.006	0.135762045	17669127.71	-1628719
9	LIANCE DEVELOPPEMENT CAPITAL S	2014	0.224945214	0.302246225	14.57	0	5	21620	0.007	0.343643723	10873309.52	-1156734
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2007	2.879369024	3.697564159	17.45	0	0	241842000	4.958	0.284157683	35043020937	-110145000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2008	0.809370631	1.639609117	2.38	0	0	323840000	1.31	1.025782747	26568248972	248133000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2009			9.23	1	1	1024309000		0.602347755	604747000	647523000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2010			0.02	0	1	765746000		0.622036525	427523000	404750000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2011			6.57	0	1	584717000		0.397406926	349005000	349005000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2012			10.54	0	1	815946000		0.395176096	436950000	436950000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2013			2.87	0	1	796656000		0.557802543	406462000	406462000
10	ANHEUSER-BUSCH INBEV	2014			3.44	0	1	835845000		0.860315585	300404000	300404000
11	ASCENCIO	2007			5.29	0	0	13119883		0.514201176		12933968
11	ASCENCIO	2008				0	0					
11	ASCENCIO	2009				0	0					
11	ASCENCIO	2010				0	0					
11	ASCENCIO	2011				0	0					
11	ASCENCIO	2012				0	0					
11	ASCENCIO	2013				0	0					
11	ASCENCIO	2014				0	0					
12	ATENOR GROUP	2007	0.963503065	1.602274728	-3.59	0	0	166849	2.347	0.662967931	202801718.6	-9161689
12	ATENOR GROUP	2008	0.929400494	1.727445932	-3.8	0	0	541697	7.335	0.858666906	208086370.5	-8948403
12	ATENOR GROUP	2009	0.831722318	1.792116751	-2.31	0	0	2002685	8.557	1.154705711	191459618	-4417936
12	ATENOR GROUP	2010	0.63972987	1.693324274	-3.79	0	0	14257360	1.615	1.78359757.1	178359757.1	-6019238
12	ATENOR GROUP	2011	0.444856869	1.182734658	4.55	0	0	23607120	-0.181	1.646936474	168988309.6	17121462
12	ATENOR GROUP	2012	0.440261726	1.649593459	1.19	0	0	14016279	2.29	1.658685737	121979925.7	7867144
12	ATENOR GROUP	2013	0.469366717	1.782308448	2.31	0	0	9543612	1.919	2.746847201	161481068.7	15475971
12	ATENOR GROUP	2014	0.455302917	1.989873576	3.13	0	0	27611021	2.893	2.797343012	179878191.5	21539593
13	BANIMMO	2007	0.96769773	1.497313406	1.31	0	0	3958445	2.203	0.547294514	211419341.9	-1862341
13	BANIMMO	2008	0.500500897	1.094354222	-0.45	0	0	6074948	0.412	1.186517968	154669395.9	607799
13	BANIMMO	2009	0.729155234	1.109207906	0.21	0	0	7585811	1.067	0.521223231	155907575.4	4252288
13	BANIMMO	2010	0.543749757	1.042410808	1.32	1	1	5630357	0.044	0.917078204	147033951	-298822
13	BANIMMO	2011	0.40439092	0.73212454	-0.22	0	1	5827847	0.113	0.81043759	103078535.9	-3044167
13	BANIMMO	2012	0.393240793	0.698728773	2.17	0	1	5105898	0.259	0.776947071	99157629.38	-2756527
13	BANIMMO	2013	0.395615482	0.815422648	-1.54	0	1	12021806	-1.35	1.061149497	92863548	-7701059
13	BANIMMO	2014	0.290203983	0.601354574	6.17	0	1	16509709	-0.865	1.072178983	72330388.08	-2443648
14	BARCO	2007	0.676529961	2.374621019	-1.69	0	0	500936479	4.21	2.510001315	660976924.3	52688040
14	BARCO	2008	0.230603889	0.805176812	-6.98	0	0	444283791	1.441	2.491601113	226792189.7	5321790
14	BARCO	2009	0.375509222	1.420058491	-3.53	0	0	410991682	-4.729	2.781687365	360967015.1	16945011
14	BARCO	2010	0.595817171	1.779712689	2.34	0	0	567123911	3.443	1.987011334	611705411.9	66098372
14	BARCO	2011	0.47517998	1.231389609	4.05	0	0	654511409	5.987	1.591417162	491087434.5	80900995
14	BARCO	2012	0.642571164	1.667429306	3.72	0	0	745103299	7.438	1.59493329	690512547.5	80694084
14	BARCO	2013			3.18	0	0	668830169		1.554065473	75275916	75275916
14	BARCO	2014	0.620640707	1.734549398	0.88	0	0	589646974		1.794772285	756506696.4	49026742
15	BEFIMMO	2007				0	0					
15	BEFIMMO	2008				0	0					
15	BEFIMMO	2009				0	0					
15	BEFIMMO	2010				0	0					
15	BEFIMMO	2011				0	0					
15	BEFIMMO	2012				0	0					
15	BEFIMMO	2013				0	0					
15	BEFIMMO	2014				0	0					
16	BEKAERT	2007	0.963175907	2.502614671	5.75	0	0	605706580	2.71	1.598266374	1828776525	74705935

16	BEKAERT	2008	0.53666734	1.571108231	2.09	0	0	607999080	3.232	1.927466589	955945709.9	27678438	
16	BEKAERT	2009	1.092092795	3.632057398	2.53	0	0	349153769	2.864	2.325746737	2152042114	-30948070	
16	BEKAERT	2010	2.473089354	10.12457294	-0.25	0	0	465396944	6.655	5144119272	5144119272	47247592	
16	BEKAERT	2011	0.646673751	2.130784819	1.82	0	0	529041000	3.455	2.293973209	1486510058	33074000	
16	BEKAERT	2012	0.571749197	2.678121582	-2.73	0	0	386142000	-3.316	3.684084556	1312520606	-15323000	
16	BEKAERT	2013	0.633411067	3.05524074	0.06	0	0	386339000	-3.172	3.823474152	1544842721	21356000	
16	BEKAERT	2014	0.57670378	2.986812681	1.89	0	0	413834000	1.457	4.179108616	1583634923	76239000	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2007	3.226086067	14.2954984	25.33	1	1	2604289	7.983	3.431220402	2073750000	-5386243	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2008	0.722954479	1.692514552	35.69	1	0	1645085	7.254	1.34110805	630000000	-6312007	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2009	0.814717643	2.138481355	0.71	0	2	1553528	4.738	1.624812776	727999973.3	-5800072	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2010	0.818653638	2.112032221	9.9	1	1	1821577	5.04	1.579884889	806749973.3	-4664333	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2011	0.644918838	1.852075304	2.51	0	3	1674004	4.817	1.871795906	594649992	-4626258	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2012			16.18	0	3	16458378		1.096492304		-4192517	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2013			8.7	0	3	38159157		0.860588153		-2832399	
17	PVAARTMAATSCHAPPIJ - COMPAGNI	2014			2.56	0	3	53587544		0.716853931		-1285131	
18	BELRECA	2007	1.088093305	1.119991679	2.99	0	0			0.029315826	27172642.92	-47102	
18	BELRECA	2008	1.096970131	1.139346252	4.21	0	0			0.038630151	21302595	-53317	
18	BELRECA	2009	1.107247196	1.146618312	6.34	0	0			0.035557656	23353956	-56539	
18	BELRECA	2010	1.00008595	1.030439478	9.98	0	0			0.030430622	25247520	-55105	
18	BELRECA	2011	0.979463808	1.010949847	3.67	0	0			0.0321462	23985144	-74328	
18	BELRECA	2012	1.038756425	1.072391222	4.26	0	0			0.03237991	26509896	-78704	
18	BELRECA	2013	1.017614424	1.047291889	4.53	0	0			0.029163763	29034648	-46629	
18	BELRECA	2014	0.96388226	0.989707369	2.96	0	0			0.027106125	29981430	-88533	
19	BELUGA	2007	0.686969347	0.773449789	10.36	0	0			0.125886711	4100970	-531216	
19	BELUGA	2008	0.695410747	0.740585636	6.53	0	0			0.064961447	4100970	97868	
19	BELUGA	2009	0.780381448	0.830159295	-2.65	0	0			0.063786577	4360698.178	-159729	
19	BELUGA	2010	1.151748005	1.227535918	-1.92	0	0			0.065802513	6151455	-146667	
19	BELUGA	2011	0.671839657	0.714151227	-1.75	0	0			0.062978673	3417475	-131865	
19	BELUGA	2012	0.742045898	0.790672419	6.83	0	0			0.065530375	3964271.13	-170153	
19	BELUGA	2013	0.65507211	0.671929592	-4.51	0	0			0.025052904	3185086.596	-91131	
19	BELUGA	2014	0.795330408	0.815403828	-71.66	0	0			0.025239092	2228193.693	-197697	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2007			-2.67	1	1	0		0.007692668		-23548000	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2008			-8.67	1	2	0		0.012490706		-5044000	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2009			-5.2	1	3	0		0.016886358		-37002000	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2010	0.687694779	0.707386893	-4.4	0	3	0		0.02863493	530382375.1	-35419365	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2011	0.407500113	0.419724594	-6.74	0	0	0		0.029998716	300264869.2	-45982558	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2012			-5.9	0	3	0		0.023397665		-42722648	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2013	0.579348612	0.588310714	-7.86	0	3	0		0.015469288	315663073.3	-29574300	
20	BHF KLEINWORT BENSON GROUP	2014			-3.03	0	3	0		0.020563291		-27657710	
21	BIOCARTIS GROUP	2007				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2008				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2009				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2010				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2011				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2012				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2013				0	0						
21	BIOCARTIS GROUP	2014				0	0						
22	BONE THERAPEUTICS	2007			-110.33	0	0			2.649868041		-488995	
22	BONE THERAPEUTICS	2008			-11.56	0	0			0.061532997		-540432	
22	BONE THERAPEUTICS	2009			-22.71	0	0			0.626789868		-1127903	
22	BONE THERAPEUTICS	2010			-2.14	0	0			2.998677014		422182	
22	BONE THERAPEUTICS	2011			-15.78	0	0			1.048809731		-412701	
22	BONE THERAPEUTICS	2012			-14.3	0	0			1.461551125		1353221	
22	BONE THERAPEUTICS	2013			-19.36	0	0			2.070064126		2009825	
22	BONE THERAPEUTICS	2014			-23.41	0	0			19.77810397		-74867	
23	BPOST	2007			8.14	0	0	208612000		1.626438965		202036000	
23	BPOST	2008			8.5	0	0	2160862000		1.919531632		240150000	
23	BPOST	2009			9.89	0	0	2160309000		1.690816892		291776000	
23	BPOST	2010			14.48	0	0	2182605000		1.642150529		414156000	
23	BPOST	2011			14.6	0	0	2223045000		1.791648284		404651000	
23	BPOST	2012			19.51	0	0	2270205000		2.190351491		441111000	

23	BPOST	2013	1.760133367	25.75	0	2239530000	1.945	2.693880586	2842013422	474928000
23	BPOST	2014	2.416423693	25.88	0	2236162000	1.935	2.569129811	4157019591	490117000
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2007	1.883037694	10.77	0	5065761	189.683	0.218132369	118903500	3595147
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2008	1.611981202	8.2	0	5419145	158.788	0.219467307	101860665	4053858
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2009	1.594451601	8.78	0	5665824	186.328	0.167849844	104003308.4	4927016
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2010	1.967905431	11.49	0	5585350	205.755	0.114289899	134281686	6363924
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2011	1.649374089	9.93	0	5682086	193.695	0.113946914	119062038	4496867
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2012	1.606399554	10.62	0	5869674	171.067	0.099167985	124050000	5873425
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2013	1.63666304	6.78	0	5653065	188.547	0.091081853	131249249.3	4758896
24	SMAATSCHAPPIJ - SOCIETE COMMEI	2014	1.985104816	7.67	0	5491416	207.32	0.091270823	167625000	5439618
25	CAMPINE N.V.	2007	0.857370475	7.34	0	66005479	6.339	2.363040116	39599999.43	2095783
25	CAMPINE N.V.	2008	0.528793091	8.37	0	52861860	2.81	1.180864138	18359999.66	1470809
25	CAMPINE N.V.	2009	0.590975269	-6.27	0	41122026	1.376	1.277330619	18750000	-536367
25	CAMPINE N.V.	2010	0.840385906	8.37	0	82656006	5.971	2.479157621	45765000.34	6456084
25	CAMPINE N.V.	2011	0.439848111	7.79	0	120320412	4.677	2.632371034	27015000.34	7636209
25	CAMPINE N.V.	2012	0.343154982	-3.61	0	91934245	0.501	2.618108383	19125000	302644
25	CAMPINE N.V.	2013	0.542171123	-2.51	0	81159626	1.596	1.555842101	20054999.83	1985531
25	CAMPINE N.V.	2014	0.488812876	1.89	0	72667060	2.841	1.175501321	16049999.71	2687756
26	CANDELA INVEST	2007			0					
26	CANDELA INVEST	2008			0					
26	CANDELA INVEST	2009			0					
26	CANDELA INVEST	2010			0	27000	-4.637	0.028369419		-279368
26	CANDELA INVEST	2011	1.737782408	-14.15	0	12500	-1.559	0.0905228	7077377.788	-503468
26	CANDELA INVEST	2012	1.086957576	-29.22	0	0	-2.167	0.557712325	3272776	-218165
26	CANDELA INVEST	2013	2.616705484	-41.54	0	0	-2.345	49.06709874	1718207.322	-248865
26	CANDELA INVEST	2014			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2007			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2008			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2009			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2010			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2011			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2012			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2013			0					
27	CARE PROPERTY INVEST	2014			0					
28	CELYAD	2007			0					
28	CELYAD	2008			0	198971		0.130289253		-1438192
28	CELYAD	2009			0	163875		0.819697815		-4091146
28	CELYAD	2010			0	1603038		0.233945898		-5421959
28	CELYAD	2011			0	26932		7.186336616		-6361791
28	CELYAD	2012			0	54000		-11.47369159		440077
28	CELYAD	2013			0	0		0.118010565		-5276952
28	CELYAD	2014			0	146400		0.125139051		-3751806
29	COFINIMMO	2007	3.602231125	-6.94	0		-2.337		238669130	
29	COFINIMMO	2008			0		14.31		1369105321	
29	COFINIMMO	2009			0		-0.466		1072286355	
29	COFINIMMO	2010			0		2.555		1252217040	
29	COFINIMMO	2011			0		7.732		1331291220	
29	COFINIMMO	2012			0		8.184		1365960041	
29	COFINIMMO	2013			0		6.161		1471570305	
29	COFINIMMO	2014			0		6.484		1521569535	
30	COIL	2007	0.708585967	-3.05	1	1	-2.843	0.706696312	1663897459	1538041
30	COIL	2008	0.228588502	-10.22	1	1	-0.2	0.803455187	18095402.89	799380
30	COIL	2009	0.264064005	-8.85	1	2	-0.572	0.80755586	5250398.25	799380
30	COIL	2010	0.417596326	6.34	0	2	-0.916	0.473985711	5304081.237	182794
30	COIL	2011	0.43188452	7.67	0	2	0.685	0.48812646	7945483.279	2712127
30	COIL	2012	0.270806727	7.86	0	2	-0.555	0.506245251	7186174.474	2971589
30	COIL	2013	0.332831437	-11.33	0	2	2.265	0.770717055	5132982	3315011
30	COIL	2014		8.23	0	2	-0.128	0.73161197	6677488.623	-607139
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2007	2.090560167	3.19	1	1	10.001	2.067906059	916458200	-3729009
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2008	0.705415084	2.85	0	1	11.164	2.810779346	382948605	-4842274
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2009	0.832633686	3.74	1	2	11.008	2.887616785	464775230	-11170295

31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2010	1.181347869	4.786486153	4.17	0	2	374626616	12.503	3.051716009	703185272.6	1654939
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2011	0.798984997	3.032953278	5.05	0	2	361506141	12.096	2.796007963	497374979.4	8782649
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2012	0.87406011	3.331681641	3.59	0	2	349506100	12.902	2.811730583	573964680.4	2732285
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2013	0.501025698	0.738207115	-0.91	0	2	293571430	2.942	0.473391767	847854785.6	-29139639
31	VITREPRISES CFE - AANNEMINGSMA	2014	1.237316725	1.904818226	2.76	0	2	324776771	15.93	0.539474988	2152237175	3001869
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2007	0.563934272	1.08642436	1.99	0	0	1118709	16.147	0.926508789	568365504	-3430830
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2008	0.30846808	0.680395672	-3.95	0	0	50039	-110.564	1.205724682	237063102.2	-18737692
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2009	0.348464794	0.735381189	-0.15	0	0	2855	10.692	1.110345792	264082371.5	-4209045
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2010	0.451886426	0.851881353	-0.44	0	0	1839	77.325	0.885166946	317230130	2511390
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2011	0.536466425	0.751418386	3.32	0	0	44779	26.441	0.400681105	258261500	5551889
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2012	0.762442999	1.008840254	2.84	0	0	3716	17.568	0.3231681	300891086	4554099
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2013	0.808209248	1.184604048	2.82	0	0	0	6.975	0.465714534	337171302.5	1520931
32	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE	2014	0.934836778	1.169773455	3.27	0	0	0	6.852	0.251313078	333287509.9	267621
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2007	0.866519278	1.028196812	20.86	0	1	543669	0.18	0.188228421	6039990	119266
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2008	0.908735605	0.961860501	3.48	0	0	502788	0.186	0.058460234	5856960	54361
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2009	0.495967052	0.873640894	-1.54	0	0	3425	-3.521	0.761490048	3294540	-126835
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2010	0.433079955	0.70382761	1.3	0	0	1219480	1.098	0.625167858	2785716.649	41724
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2011	0.446209895	0.73245693	0.46	0	0	160273	0.361	0.641507593	2928480	-94543
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2012	0.496943009	0.768597663	-4.5	0	0	596089	0.169	0.546651724	3122491.702	-302679
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2013	0.582228924	1.008924597	-1.46	0	0	119428	-0.169	0.732872087	4033981.368	-103301
33	MPAGNIE FINANCIERE DU NEUF-COL	2014	0.415357329	0.761872725	1.53	0	1	581114	-0.311	0.834258615	3148116.14	4268
34	CONNECT GROUP	2007	0.549774487	1.561181168	4.86	0	1	113055437	1569.371	1.839675552	76278664	10139600
34	CONNECT GROUP	2008	0.09740892	0.287010946	3.75	1	1	88333713	0.064	1.946454485	12828684.57	8708032
34	CONNECT GROUP	2009	0.155363967	0.576132549	-1.79	1	1	100366768	-3.813	2.708278442	17266715.83	-767030
34	CONNECT GROUP	2010	0.119704441	0.480422498	-1.73	1	1	78559384	-0.163	3.013405907	13522127.13	2828391
34	CONNECT GROUP	2011	0.144074963	0.486946549	0.37	0	4	84498791	0.363	2.37981388	16361138.5	4231339
34	CONNECT GROUP	2012	0.192685808	0.571840883	0.68	0	4	68678937	0.295	1.967737367	19653945.5	3606181
34	CONNECT GROUP	2013	0.182366289	0.691532568	-5.19	0	4	39072054	-0.452	2.791997812	16145047.72	-2267873
34	CONNECT GROUP	2014	0.538418222	1.713233493	8.53	1	1	2579218000	2.55	2.181975368	1360444473	85161000
35	D'IETREN	2008	0.166985635	0.601566573	-1.62	1	1	2617489000	-0.506	2.602500279	415322662.5	70655000
35	D'IETREN	2009	0.645712193	2.042023486	3.49	0	0	2342879000	3.309	2.162437522	1543496221	55352000
35	D'IETREN	2010	0.942589436	3.133161285	3.3	0	2	2632108000	4.629	2.323993686	2610283706	73907000
35	D'IETREN	2011	0.665949258	2.047150274	4.66	0	2	3108434000	6.799	2.074034477	1884160247	96832000
35	D'IETREN	2012	0.593952545	1.751962543	1.16	0	2	2737184000	3.58	1.949666553	1683411782	100363000
35	D'IETREN	2013	0.69982811	2.151630896	0.73	0	2	2585077000	2.134	2.074513454	2001954886	56508000
35	D'IETREN	2014	0.559201566	1.836191648	-0.04	0	2	2577450000	-0.253	2.283596468	1620090257	63052000
36	DECEUNINCK	2007	0.849742375	8.45713835	-3.86	1	1	260661316	0.257	12.01614097	344800000	14826499
36	DECEUNINCK	2008	0.112230916	2.583703205	-3.69	0	1	224704989	-1.734	22.02131532	56892002.26	16134143
36	DECEUNINCK	2009	0.311516829	1.768293664	-3.8	1	1	186782392	-0.157	4.6763987	156237505.1	4806815
36	DECEUNINCK	2010	0.37364719	2.494415025	-1.81	0	2	202528806	0.079	5.675856661	197182504.6	24221585
36	DECEUNINCK	2011	0.259118095	0.623327009	-3.7	0	2	183384374	0.039	1.405571194	78657502.06	20427112
36	DECEUNINCK	2012	0.410377909	0.941256838	-0.59	0	2	165547516	0.039	1.293634209	124989996.4	14616670
36	DECEUNINCK	2013	0.634782607	1.159709179	9.58	0	2	147234903	0.039	0.826839164	184252504.1	13237608
36	DECEUNINCK	2014	0.75411757	1.157008513	-1.03	0	2	142183414	0.078	0.534254815	234785752.3	5525584
37	DEXIA	2007	0.885533905	1.116380365	4.52	1	1	0	0.841	0.260702035	20124554087	-140014000
37	DEXIA	2008	0.129784661	0.151270736	3.73	1	1	0	0.665	0.16546312	3700524087	-197263000
37	DEXIA	2009	0.273434194	0.322525649	-0.47	1	1	0	0.045	0.179596738	7860662156	-153992000
37	DEXIA	2010	0.205175185	0.250242986	-0.3	1	1	0	-2.659	0.219733407	4800658623	-141481000
37	DEXIA	2011	0.061041932	0.208545691	-0.68	0	4	0	-8.415	2.416432877	578848371.1	-87537000
37	DEXIA	2012	0.020887049	0.050104637	-2	0	0	0	-2.847	1.422029248	136428913.8	-113926000
37	DEXIA	2013	0.020884999	0.027023252	4.59	0	4	0	0.084	0.293907588	77959377.22	-83823000
37	DEXIA	2014	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2007	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2008	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2009	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2010	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2011	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2012	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2013	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000
38	DISTRILAND	2014	0.015604944	0.016728504	-0.59	0	4	0	0.015	0.072000261	48724612.58	-28332000

39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2007	3.421431933	5.951322623	-51.11	0	0	0	7370836	0.739424569	34249803	-3528771
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2008	1.008617661	1.726437868	-3.87	0	0	8343551	8343551	0.711687162	43008168.14	-808320
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2009	1.177855104	2.000704514	13.2	0	0	25868430	64951110.64	0.698065011	64951110.64	8778695
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2010	1.170399	2.040263472	-2.06	0	0	17684421	53540778.86	0.743220424	53540778.86	55946
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2011	1.124600438	1.634109377	5.31	0	0	14777088	46519039.77	0.453057797	46519039.77	3352841
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2012	0.887781062	1.233550145	3.94	0	0	11554457	37917406.15	0.389475679	37917406.15	2442429
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2013	0.617205321	1.069064241	3.6	0	0	11184468	35986424.86	0.309798146	35986424.86	1791136
39	ECKERT & ZIEGLER BEBIG	2014	0.603591805	0.789832025	2.05	0	0	8719059	26682617.75	0.308553246	26682617.75	1692926
40	ECONOCOM GROUP	2007	1.222195829	1.523204949	31.85	0	0	8220810	0.196	0.245953733	193758005.9	471848
40	ECONOCOM GROUP	2008	0.96789115	1.403641117	2.67	1	1	9537540	166152001.5	0.450205563	166152001.5	2786306
40	ECONOCOM GROUP	2009	1.394538755	2.26564569	0.9	1	1	9905835	256680009.5	0.624342131	256680009.5	1653197
40	ECONOCOM GROUP	2010	0.643663333	1.976782104	0.7	0	0	12159199	2.071143423	2.071143423	24800000	-6518181
40	ECONOCOM GROUP	2011	0.720080442	2.122305302	12.61	0	0	14864972	1.946988553.3	1.946988553.3	406988553.3	-401995
40	ECONOCOM GROUP	2012	0.978579675	2.806076176	8.57	0	0	12173331	1.867498843	1.867498843	575314930.2	-16626421
40	ECONOCOM GROUP	2013	1.245858539	3.587516495	0.73	0	0	12679630	1.880185177	1.880185177	934017331.3	-19998703
40	ECONOCOM GROUP	2014	1.067364833	2.460169473	3.39	0	0	28675752	1.304909262	1.304909262	738014005.2	22332816
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2007	0.344887074	1.064676337	2.26	0	0	699904000	699904000	2.089716354	1336595712	163681000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2008	0.28884191	0.925371861	2.5	0	0	722861000	722861000	2.203730422	1180769842	149088000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2009	0.312930438	1.015164523	2.39	0	0	737038000	737038000	2.24057244	1317777925	165786000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2010	0.379751227	1.090137116	1.75	0	0	718676000	718676000	1.870661822	1729780510	159544000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2011	0.403943312	1.114270321	3.33	0	0	753946000	753946000	1.758481327	1806431663	173153000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2012	0.457541469	1.262561814	2.43	0	0	764817000	764817000	1.759448501	2064148467	149655000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2013	0.425737552	1.228034635	2.77	0	0	789451000	789451000	1.884487533	2040730810	151499000
41	ELIA SYSTEM OPERATOR	2014	0.485717908	1.387176434	2.55	0	0	786849000	786849000	1.855930057	2339030445	133232000
42	EMAKINA GROUP	2007	4.376445667	4.509702997	-0.86	0	0	591225	0.030448757	0.030448757	39507203.5	-682927
42	EMAKINA GROUP	2008	2.553082719	2.877656432	3.52	0	0	1628889	1628889	0.12713012	26624419.75	-2339
42	EMAKINA GROUP	2009	0.392516617	3.357887743	3.76	0	0	1790504	0.085810736	0.085810736	32636385.5	-176771
42	EMAKINA GROUP	2010	2.521909492	2.275356663	1.49	0	0	2224095	0.140150549	0.140150549	35994316.38	-54140
42	EMAKINA GROUP	2011	1.77138803	2.042105077	2.28	0	0	2461698	0.152827622	0.152827622	26957769.54	-84748
42	EMAKINA GROUP	2012	1.697706109	2.1945543	4.56	0	0	3365478	0.194672603	0.194672603	325582	325582
42	EMAKINA GROUP	2013	1.549766249	1.917945641	8.73	0	0	3703013	0.292658528	0.292658528	31627918.48	-131309
42	EMAKINA GROUP	2014	1.156525224	2.468304647	13.11	0	0	4311160	0.237570919	0.237570919	30374952	388070
43	EMD MUSIC	2007	1.032576137	2.222203481	11.51	0	0	3323397	1.134241954	1.134241954	244383611.03	3772691
43	EMD MUSIC	2008	0.50543783	1.05006884	9.6	0	0	36566959	1.152096543	1.152096543	23910372.26	4118156
43	EMD MUSIC	2009	0.58264103	1.190078132	8.59	0	0	33710490	1.077543226	1.077543226	11314056	2962004
43	EMD MUSIC	2010	0.720387325	1.439970764	6.48	0	0	33544818	1.042558116	1.042558116	12822597.16	2178943
43	EMD MUSIC	2011	0.72766985	1.728536333	4.87	0	0	33517730	0.998884	0.998884	15839677.68	2272662
43	EMD MUSIC	2012	0.35237039	0.76823837	6.21	0	0	30595682	1.3754440417	1.3754440417	16593949.16	1994887
43	EMD MUSIC	2013	2.171453868	10.7524633	13.03	0	0	29008798	1.001143542	1.001143542	1434859	1434859
43	EMD MUSIC	2014	2.051003395	10.82499411	9.45	0	0	4072157000	1.180201235	1.180201235	6222730.71	1683670
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2007	1.865471791	8.224794659	9.77	0	0	4506133000	3.95173497	3.95173497	5435822182	347520000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2008	1.392077724	7.128255583	8.53	1	1	4805274000	4.277903371	4.277903371	5770014016	383167000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2009	0.321376352	0.749024962	4.27	0	0	5151060000	3.408962318	3.408962318	6108267253	411247000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2010	0.487990764	1.28255583	5.9	0	0	5469294000	4.120587327	4.120587327	6253839573	41646000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2011	1.280948043	4.914101193	17.5	0	0	502597000	4.250116391	4.250116391	425267000	425267000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2012	1.266990177	5.082865544	4.93	0	0	6105405000	2.836300169	2.836300169	1000467000	1000467000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2013	0.938576495	1.8686635	2.07	1	1	6105405000	3.011763203	3.011763203	6606789960	410789000
44	ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	2014	0.89682848	1.509838071	-0.82	1	1	4126263000	3.782325264	3.782325264	375632000	375632000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2008	0.779073296	1.431787808	0.59	0	0	4285257000	0.990976575	0.990976575	6024527297	168843000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2009	0.652280876	1.513618858	0.07	0	0	4488494000	1.157889251	1.157889251	4432398486	18089000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2010	0.480958507	1.149599636	2.35	0	0	4861372000	0.837809091	0.837809091	5408682858	219239000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2011	0.321376352	0.749024962	4.27	0	0	4709353000	1.320501415	1.320501415	5612960427	278717000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2012	0.487990764	1.28255583	5.9	0	0	4709353000	1.390226157	1.390226157	4422630383	296414000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2013	0.321376352	0.749024962	4.27	0	0	4717391000	1.330678286	1.330678286	3083125315	273447000
45	DELHAIZE FRERES ET CIE LE LION (C)	2014	0.697356147	1.70660803	0.54	0	0	4661372000	1.323191851	1.323191851	243640000	243640000
46	EURONAV	2007	0.865436664	2.071922036	4.52	1	1	362422077	1.4472546	1.4472546	6213355404	175238000
46	EURONAV	2008	0.278041548	0.607777894	18.85	1	1	610948950	1.394075021	1.394075021	1267805297	194248438
46	EURONAV	2009	0.432568873	0.944713503	1.31	1	1	309608697	1.185924815	1.185924815	507667521.7	511054443
46	EURONAV	2010	0.359769322	0.709926807	1.79	0	0	354961912	1.1850318	1.1850318	791775009.9	19847854
46	EURONAV	2011	0.11181824	0.227779004	-4.91	0	0	249095623	0.97328327	0.97328327	656707478.3	173006266
										1.037163832	193545000.5	76835653

46	EURONAV	2012	0.145525713	0.311720711	-4.31	0	0	3	244635032	735.569	1.142031911	237532507.9	69520342
46	EURONAV	2013	0.3247171	0.73754399	-5.48	0	0	3	23519259	-25.296	1.275164471	469035996.4	56138040
46	EURONAV	2014	0.571343508	1.066178752	-2.54	0	0	3	318584000	0.47	0.866091434	1255295393	111976000
47	EUROPUBLIS	2007			-29.37	1	1	1	2283011		1.389806179		-894508
47	EUROPUBLIS	2008			-14.64	1	1	2	2520346		1.907651757		-216393
47	EUROPUBLIS	2009			-16.67	1	1	3	1972696		1.04906864		-179801
47	EUROPUBLIS	2010			-25.34	0	0	3	1630403		38.78014933		-186283
47	EUROPUBLIS	2011			-62.42	0	0	3	1389244		-1.812909359		-374250
47	EUROPUBLIS	2012			-253.55	0	0	3	963492		-1.58634869		-919495
47	EUROPUBLIS	2013			-70.8	0	0	3	445700		-1.452025698		-238217
47	EUROPUBLIS	2014				0	0	3					
48	EVADIX	2007	0.848658639	1.313358509	0.02	0	0		1272914	0.547	0.547568986	8933946.608	123366
48	EVADIX	2008	0.149947127	0.221651542	-4.96	0	0		1154181	1.345	0.478197907	1822644.663	-286479
48	EVADIX	2009	0.043586276	0.073823647	-0.38	0	0		1687447	0.809	0.693736017	478070.709	163978
48	EVADIX	2010	0.128110437	0.204013852	-2.68	0	0		1331083	0.966	0.592484206	1344573.864	-5726
48	EVADIX	2011	0.104685962	0.167249262	2.34	0	0		1140935	0.885	0.597628175	1045779.682	245487
48	EVADIX	2012	0.097047917	0.151402217	1.6	0	0		1069443	0.609	0.560076952	931092.757	330552
48	EVADIX	2013			1.54	0	0		1029011		0.510602654		360692
48	EVADIX	2014	0.057308959	0.092770356	-3.32	0	0		768437	0.208	0.618775851	450528.768	-69515
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2007	13.19233202	23.56966221	71.03	1	1	1	79316103	2.846	0.786618296	1104449979	52849268
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2008	3.755031862	6.57701607	64.19	1	1	2	90247207	3.258	0.751520709	353812500	56645281
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2009	7.44651713	15.80842386	45.98	1	1	3	67913426	1.866	1.12928521	610399989.6	33690967
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2010	7.150645197	18.95423312	50.68	0	0	3	81930533	2.793	1.650702588	652637520.8	45666327
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2011	5.640011697	13.88249372	51.16	0	0	3	85654764	2.354	1.461430056	538051272.9	35244714
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2012	6.129177306	13.83163181	55.75	0	0	3	116257671	3.064	1.256686598	604950020.8	49761153
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2013	5.246642347	12.13265825	40.32	0	0	3	96919281	2.448	1.312461548	640238772.9	37817387
49	EVS BROADCAST EQUIPMENT	2014	2.89705745	7.200637237	29.67	0	0	3	117910195	2.514	1.485500327	407183128.1	36873556
50	EXMAR	2007	1.448561858	3.043351176	15.15	1	1	1	1396973	2.088	1.10094673	712215027.2	-1949602
50	EXMAR	2008	0.45164143	1.203399987	-5.34	1	1	2	1074891	-0.849	1.664502983	257039993.2	-2422883
50	EXMAR	2009	0.536162724	1.077634142	2.59	0	0	2	856249	0.218	1.009901201	340339987.5	-2607358
50	EXMAR	2010	0.471679802	0.972519077	-2.84	0	0	2	975035	0.219	1.061820526	320110006.8	-3880983
50	EXMAR	2011	0.466989309	1.019466034	1.22	0	0	2	1198739	0.596	1.184890119	342125000	-2991255
50	EXMAR	2012	0.929632029	1.673236714	5.32	0	0	2	1215344	2.057	0.87521085	457555003.4	-3234911
50	EXMAR	2013	0.821835074	1.458290866	0.07	0	0	2	6019266	0.636	0.799891484	660450022.7	-4522748
50	EXMAR	2014	0.724935732	0.891547948	1.44	0	0	2	950585	0.805	0.774432554	613147518.2	-6069412
51	FAGRON	2008	0.424073204	0.594443247	2.91	1	1	0	0	1.127	0.54192818	344322266.3	-3772499
51	FAGRON	2009	0.520348099	0.762118868	2.57	0	0	1	0	1.014	0.46463279	251120730	-75394
51	FAGRON	2010	0.690294656	1.064384773	3.34	0	0	1	0	1.367	0.485976183	355000480.6	-589515
51	FAGRON	2011	0.695568285	1.03359793	2.92	0	0	1	0	1.952	0.522799503	484816967	-7432549
51	FAGRON	2012	0.945974305	1.440529202	4.26	0	0	1	0	1.119	0.656852682	1091296858	-2384337
51	FAGRON	2013			5.97	0	0	1	0	0.886	0.771219274	2491000	2491000
51	FAGRON	2014	1.713931296	3.035748039	6.68	0	0	1	0	1.119	0.771219274	1091296858	-2384337
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2007	0.883347346	1.202062472	2.69	0	0	0	0	0.886	0.360803834	1404285979	-590775
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2008	0.367025591	0.489633145	2.82	0	0	0	0	-0.02	0.334057226	583483506.1	-228231
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2009	0.684488733	0.89921084	2.83	1	1	0	0	3.661	0.313697024	1083994559	-394543
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2010	0.619376545	0.794505703	3.09	0	0	1	0	0.468	0.282750656	979609887.9	-401910
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2011	0.685083626	0.857849229	3.26	0	0	1	0	1.45	0.252181819	1083548546	-450963
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2012	0.910211389	1.110518379	3.43	0	0	1	0	1.744	0.220066388	1439080813	-418761
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2013	1.329168498	1.578409639	3.59	0	0	1	0	1.383	0.187516549	2101075872	-813282
52	FINANCIERE DE TUBIZE	2014	1.484206689	1.713073383	3.78	0	0	1	0	1.364	0.15420121	2345978429	-647554
53	FLEXOS	2007			2.57	0	0				5.571858925		83687
53	FLEXOS	2008	3.335500203	40.454456608	-42.11	0	0			-0.479	11.12847289	2316624.969	-204429
53	FLEXOS	2009	1.948842708	9.692827667	16.51	0	0			0.505	3.973632485	2628374.928	326688
53	FLEXOS	2010	7.655031866	11.49786811	1.12	0	0		1567910	0.118	0.502001363	3171250.051	123707
53	FLEXOS	2011	2.959640242	4.957377822	-13.42	0	0		512657	1.024	0.674993345	3929579.461	-39668
53	FLEXOS	2012	1.53045371	2.265170148	-6.89	0	0		123154	-1.09	0.480064463	2441454.75	-82947
53	FLEXOS	2013	1.887226701	2.651409838	4.95	0	0		112261	-0.13	0.404923915	2697226.289	90615
53	FLEXOS	2014	1.357493167	1.930845145	-0.58	0	0		66100	-0.414	0.422360902	1688091.623	82279
54	FLUXYS BELGIUM	2007	0.191047935	0.248346204	8.97	0	0	0	383172970	12.583	0.299815651	286451115.5	146648009
54	FLUXYS BELGIUM	2008	0.085709067	0.19114693	4.35	0	0	0	445809000	16.282	1.23024196	223179467.4	18880000

54	FLUXYS BELGIUM	2009	0.095220997	0.192926402	4.06	0	0	0	503040000	19.42	1.02607382	267665079.9	214211000
54	FLUXYS BELGIUM	2010	0.093708907	0.205049404	5.89	1	1	1	536226000	30.968	1.188152686	273537331	266478000
54	FLUXYS BELGIUM	2011	0.118645008	0.371633343	10.66	0	0	0	615966000	21.361	2.132367516	332230464.4	504271000
54	FLUXYS BELGIUM	2012	0.15039923	0.448949153	4.73	0	0	0	540838000	19.734	1.985049397	382717462.1	258090000
54	FLUXYS BELGIUM	2013	0.130733439	0.390997213	4.05	0	0	0	550456000	17.959	1.990794759	316739798.6	250382000
54	FLUXYS BELGIUM	2014	0.115806927	0.416093633	3.17	0	0	1	525665000	17.692	2.592993042	3180331183.8	240833000
55	FNG GROUP	2007		1216254	-6.62	0	0	0			1.742298553		-7546
55	FNG GROUP	2008		-7.92	-7.92	0	0	0	4117213		2.018129117		97928
55	FNG GROUP	2009				0	0	0					
55	FNG GROUP	2010	0.837604739	1.579511455	2.3	0	0	0	13187143	1.241	0.885747992	36478359	3082064
55	FNG GROUP	2011	1.107032233	2.020717265	-3.73	0	0	0	8904349	1.246	0.825346291	44382002.68	1651521
55	FNG GROUP	2012		0.14	0.14	0	0	0	13428992		2.08475407		3366265
55	FNG GROUP	2013	0.883822832	2.590710207	0.12	0	0	0	8596927	3.018	1.931255152	104436171	2588858
55	FNG GROUP	2014				0	0	0					
56	FOUNTAIN	2007	0.496771628	0.721688013	5.91	0	0	0	17670598	2.312	0.452756104	31899050.03	4732297
56	FOUNTAIN	2008	0.342855585	0.441657874	4.16	0	0	0	17888853	2.272	0.28817463	19924320	3609914
56	FOUNTAIN	2009	0.35767365	0.462061006	3.07	0	0	0	15975785	2.289	0.29185084	20754500	3327739
56	FOUNTAIN	2010	0.365932994	0.477007206	3.18	0	0	0	14959232	3.137	0.303537061	21335626.63	3158447
56	FOUNTAIN	2011	0.36443553	0.511372034	1.8	0	0	0	13943195	2.815	0.40318932	20771103.98	1992939
56	FOUNTAIN	2012	0.418249707	0.674879149	2.28	0	0	0	13130411	2.5	0.613579401	18928103.37	1503713
56	FOUNTAIN	2013	0.20383798	0.478160606	-2.02	0	0	0	13939442	-1.745	1.345787602	7471620	-365844
56	FOUNTAIN	2014	0.321338533	0.816029519	-4.39	0	0	0	13296894	-2.867	1.539469891	7679165.099	-523713
57	GALAPAGOS	2007	1.161441007	1.499754829	1.94	0	0	0	25687225	-1.036	0.291287963	168451186.5	2608697
57	GALAPAGOS	2008	0.720549936	0.87923795	-8.18	0	0	0	31144913	0.127	0.220231807	84755316	-8439454
57	GALAPAGOS	2009	0.807797593	1.056842977	-5.21	0	0	0	51941659		0.308301691	114512474.7	-6151688
57	GALAPAGOS	2010			5.22	0	0	0	25776962		0.589330967		26810473
57	GALAPAGOS	2011			-8.77	0	0	0	26508889		1.022561844		11748091
57	GALAPAGOS	2012			0.76	0	0	0	45980529		2.006745495		45477875
57	GALAPAGOS	2013			-4.21	0	0	0	48330100		1.60041785		51084975
57	GALAPAGOS	2014	1.209675443	2.264292096	21.16	0	0	0	63033292	1.066	0.871817831	469333501.3	51948121
58	GENK LOGISTICS	2007				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2008				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2009				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2010				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2011				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2012				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2013				0	0	0					
58	GENK LOGISTICS	2014				0	0	0					
59	GIMV	2007	0.92901154	1.11381975	0.36	0	0	0	6696827	8.644	0.198929939	1106654239	-14415671
59	GIMV	2008	0.747342524	0.933999181	-4.71	0	0	0	3786198	-15.977	0.249760525	755306006.5	-19799953
59	GIMV	2009	0.896623502	1.061608444	4.88	1	1	1	10787705	5.785	0.184006956	925881417.4	-12832619
59	GIMV	2010			0.68	1	1	2	13248341		0.195477073		-12965137
59	GIMV	2011			0.09	0	0	2	11640867		0.21651039		-25129700
59	GIMV	2012			1.04	0	0	2	14414409		0.227973579		-6796754
59	GIMV	2013			0.57	0	0	2	12740563		0.242184369		-11235189
59	GIMV	2014			-0.11	0	0	2	9755819		0.230861636		-17309246
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2007			11.09	0	0	0			3.903409551		463051
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2008			24.31	0	0	0	12744483		2.765890981		2727721
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2009			19.2	0	0	0	21395484		2.404703149		4378260
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2010	1.305789734	6.199173525	3.58	0	0	0	26183726	1.832	3.747451851	51157218.23	2621140
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2011	1.281224829	4.29722999	17.9	0	0	0	33235478	4.664	2.354542212	48097403	8874909
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2012	0.837368533	2.53660165	3.53	0	0	0	24480596	3.699	2.032906217	32747168	3738267
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2013	0.431375904	1.049462663	3.12	0	0	0	6667402	3.297	1.43282634	13815211.5	4668671
60	GREEN ENERGY 4 SEASONS	2014	0.599079088	1.618969637	-1.47	0	0	0	64213410	0.581	1.702430435	174633839.7	3315901
61	GREENYARD FOODS	2007	0.407878601	1.178939953	-3.1	0	0	0	120111337	2.221	1.890418682	117743923.2	6387474
61	GREENYARD FOODS	2008	0.317729954	0.807174609	-0.59	0	0	0	126894383	2.778	1.540442212	96316457.22	8276628
61	GREENYARD FOODS	2009	0.387331163	0.863783981	0.08	0	0	0	127307077	1.873	1.230091628	111888002.7	10147073
61	GREENYARD FOODS	2010	0.227538496	0.621605496	-1.16	0	0	0	159234705	1.391	1.731869527	103857972.9	14335799
61	GREENYARD FOODS	2011	0.378398621	1.294616744	-1.21	0	0	0	145802277	1.935	2.421304069	205744000	11159064
61	GREENYARD FOODS	2012			-3.39	0	0	0	182586746		1.789106849		6675979
61	GREENYARD FOODS	2013				0	0	0					

61	GREENYARD FOODS	2014	0.509083934	1.569738564	-1.13	0	158090488	1.525	2.083457355	273228038.3	7490181
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2007	0.875700045	1.100258927	3.36	0	1845000	14.087	0.256433602	14178553122	-18023000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2008	0.602011898	0.931611102	1.09	0	1857000	-31.625	0.54749618	9174832297	-18382000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2009	0.716344108	0.842916034	2.5	0	1951000	11.211	0.176691491	10657715349	-21217000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2010	0.668625675	0.822429555	1.11	0	1946000	3.954	0.230029879	10154277050	-17082000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2011			0.27	0	1957000		0.483062024		-19037000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2012			0.55	0	1975000		0.406152903		-17256000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2013			0.85	0	2001000		0.405407051		-17806000
62	UXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSI	2014	0.703044911	0.961092572	0.97	0	1649000	7.598	0.36704301	11416098805	-27431000
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2007	3.966280262	11.55602921	14.49	0	10179885	2.551	1.9135686	336129413.4	1084174
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2008	1.196189845	3.487665758	8.66	1	10416228	2.624	1.915645684	140233704	2438865
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2009	1.80079239	4.775359626	5.09	1	10566791	2.505	1.651810163	197046330.1	2216195
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2010	0.929095392	1.38554576	8.46	0	10263653	1.83	0.491284765	193234858.7	419977
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2011	0.447563916	0.756963766	3.53	0	10713768	0.559	0.691297534	105355062.1	2248843
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2012	0.334201528	0.594688632	1.78	0	11586697	-0.223	0.77943122	84499796	2565257
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2013	0.387397024	0.757032262	1.24	0	15885275	-0.996	0.954150939	108447397.2	5706902
63	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	2014	0.227962628	0.540902892	2.75	0	16361533	0.121	1.372769983	73353013.03	7832108
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2007				0			285.156		981504
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2008			-8.11	0	1867231		-13.93721074		98899
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2009			-6.98	0	1576011		-7.618675472		477101
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2010			-9.69	0	2043610		-2.874840129		208915
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2011			-12.62	0	1697906		-2.1173371		304728
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2012			-14.84	0	1729567		-1.888921009		157368
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2013				0	1730753				
64	ANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING	2014				0					
65	HOME INVEST BELGIUM	2007				0		3.941		107342431.4	1790596
65	HOME INVEST BELGIUM	2008			-6.46	0	7857953	2.421	71.31025715	1800250	1800250
65	HOME INVEST BELGIUM	2009			-4.41	0	5849817	3.71	33.86632302	1634833	1634833
65	HOME INVEST BELGIUM	2010			0.82	0	6654762	4.669	27.68676383	2125993	2125993
65	HOME INVEST BELGIUM	2011	0.21814192	5.588638556	0.48	0	6268414	5.244	24.61927834	2063120	2063120
65	HOME INVEST BELGIUM	2012	0.28767016	4.724631925	1.69	0	4759974	0.84	15.42378186	1617931	1617931
65	HOME INVEST BELGIUM	2013	0.152724269	-2.637519867	-13.57	0	2695747	0.12	-18.26981531	531203	531203
65	HOME INVEST BELGIUM	2014	0.168606324	3.306165713	-4.88	0	2188505	0.754	18.60878549	673842	673842
67	IEP INVEST	2007	0.765053292	1.347828602	-2.89	0	8504980	43.336	0.761744726	213069159.5	-1926690
67	IEP INVEST	2008	0.166708182	0.200858786	-3.98	0	3755000	47.738	0.204852596	44637393.75	-5751995
67	IEP INVEST	2009	0.206801104	0.288411194	-46.59	0	1503005	-8.11	0.394630878	34281519.76	-18140670
67	IEP INVEST	2010	0.293840255	0.368304479	-2.33	0	268016	-0.273	0.253417392	34995717.38	-235136
67	IEP INVEST	2011	0.332325524	0.368859019	-1.27	0	1870	1.792	0.109932841	36305079.68	440502
67	IEP INVEST	2012	0.357781556	0.401817638	-2.2	0	0	1.481	0.123080911	38923807.12	-841435
67	IEP INVEST	2013	0.799651108	1.477074143	0	0	0	-2.413	0.847148186	83204099.23	-882525
67	IEP INVEST	2014	0.934737414	0.970208584	-7.76	0	0	0.042	0.03794776	52374543.14	-1240732
68	IMMO - BEAULIEU	2007			0.28	0	4854617		644.3180238	3660667	3660667
68	IMMO - BEAULIEU	2008			0.33	0	5034326		633.5694504	4647055	4647055
68	IMMO - BEAULIEU	2009			0.41	0	5186348		605.4081501	5337064	5337064
68	IMMO - BEAULIEU	2010			0.45	0	5310171		567.1529829	5791279	5791279
68	IMMO - BEAULIEU	2011			0.45	0	5367064		517.5728389	5250435	5250435
68	IMMO - BEAULIEU	2012			0.49	0	5434958		486.508618	5321898	5321898
68	IMMO - BEAULIEU	2013			0.55	0	5776231		456.1610069	5671201	5671201
68	IMMO - BEAULIEU	2014			0.65	0	5786224		433.7800091	6412792	6412792
69	IMMO - ZENOBE GRAMME	2007			0.53	0	1951649		280.3363308	1781426	1781426
69	IMMO - ZENOBE GRAMME	2008			0.56	0	2018544		259.5027965	1848963	1848963
69	IMMO - ZENOBE GRAMME	2009			0.59	0	1945361		237.4216952	1674794	1674794
69	IMMO - ZENOBE GRAMME	2010			0.61	0	2065191		228.1363166	1895615	1895615

92	MIKO	2010	0.900822066	0.955577167	5.05	0	0	12.333	0.060783515	63329582.09	347926	
92	MIKO	2011	0.770434744	0.812354375	6.42	0	0	10.363	0.054410339	56635198.11	-51542	
92	MIKO	2012	0.847216382	0.900033887	1.77	0	0	11.513	0.062342422	62770681.14	-441662	
92	MIKO	2013	1.088511864	1.16071761	1.58	0	0	12.877	0.066334382	80469181.14	-207725	
92	MIKO	2014	1.192363101	1.281844105	1.88	0	0	6.064	0.075045148	88417983.03	-78106	
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2007			6.82	0	8002215		1.939073738	754376		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2008			7.77	0	9614648		1.914321879	1041042		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2009			-21.71	0	8391515		5.697207736	-1060248		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2010			35.83	0	13844849		2.891690946	2582827		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2011			17.27	0	16845785		2.414665054	4032278		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2012			7.71	0	16560809		2.046301915	2662154		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2013			11.41	0	18069190		3.792408679	3251695		
93	MITHRA PHARMACEUTICALS	2014			0.03	0	17797426		0.644811749	863295		
94	MOBISTAR	2007	3.358418566	6.516056076	36.24	1	1526560750	7.176	0.940215595	3939911562	599164724	
94	MOBISTAR	2008	2.633298852	17.02399837	34.55	1	1523923618	7.551	5.464898996	3099144302	590367718	
94	MOBISTAR	2009	2.520108235	15.72405641	36.67	0	1568402738	7.075	5.239436996	2874390386	576561974	
94	MOBISTAR	2010	2.359759975	17.50348235	30.62	0	1562282522	7.235	6.417483952	2911299122	532838984	
94	MOBISTAR	2011	1.882931923	13.62532147	25.84	0	1524492908	6.854	6.236226583	2429983724	505927714	
94	MOBISTAR	2012	0.914709795	4.786146903	21.39	0	1533122055	6.713	1163679451	1163679451	458148149	
94	MOBISTAR	2013	0.600529324	2.601486235	8.12	0	1356481147	4.594	828198924.6	828198924.6	284759921	
94	MOBISTAR	2014	0.835330538	3.066945686	4.06	0	1194026232	3.962	1176582559	1176582559	249860617	
95	MONTEA	2007				0		5.043	96804558			
95	MONTEA	2008				1		-2.163	89239458.87			
95	MONTEA	2009				0		-2.979	132345618.5			
95	MONTEA	2010				0		1.212	138148772.1			
95	MONTEA	2011				0		-0.052	160009176.3			
95	MONTEA	2012				0		-0.551	208506905.9			
95	MONTEA	2013				0		2.424	301063054.1			
95	MONTEA	2014				0		0.698	40435452		-262846	
96	MOURY CONSTRUCT	2007	1.099343908	1.16985828	8.98	0	0	13.344	0.063893902	27745854.89	-281192	
96	MOURY CONSTRUCT	2008	0.856593364	0.930881059	7.31	0	0	18.473	0.086718165	36312621	-68996	
96	MOURY CONSTRUCT	2009	1.04440134	1.132875788	13.18	1	204050	13.922	0.084713087	43107362.39	-152881	
96	MOURY CONSTRUCT	2010	1.196661036	1.295367438	9.56	0	160050	14.051	0.082484825		410111	
96	MOURY CONSTRUCT	2011			16.54	0	160050		0.081446274		-184988	
96	MOURY CONSTRUCT	2012	1.136605199	1.175178924	2.28	0	182771	3.398	0.033937663		-116240	
96	MOURY CONSTRUCT	2013	0.966676244	1.023271253	1.32	0	258868	6.281	0.058545947		88375	
96	MOURY CONSTRUCT	2014	1.279923746	1.36204366	2.44	0	480000	7.716	0.064160008			
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2007				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2008				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2009				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2010				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2011				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2012				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2013				0						
97	NATIONALE BANK VAN BELGIE	2014				0						
98	NETREE	2007	1.560229592	1.716446795	1.35	0		-0.072	0.100124524	12331269.9	283457	
98	NETREE	2008	0.804279482	0.902644954	1.33	0		0.272	0.122302574	6481821.049	105784	
98	NETREE	2009	1.058282673	1.201205012	-2.72	0		-0.057	0.135051194	8299893	-100572	
98	NETREE	2010	0.726455489	0.844619873	1.36	0		0.505	0.162658809	5928495	186948	
98	NETREE	2011	0.448483758	0.498160352	-6.49	0		-0.304	0.110765633	3209291.915	-176162	
98	NETREE	2012	0.801546223	0.886471592	-2.96	0		-0.117	0.105951929	5784400	29211	
98	NETREE	2013	0.462456525	0.501147437	-3.83	0		-0.114	0.083663847	3320245.468	-53499	
98	NETREE	2014	0.354006145	0.415368806	-11.36	0		-0.816	0.173337842	2424872	-649711	
99	NYRSTAR	2007	0.606576422	0.742083726	2.28	0	17092000	1.51	0.223396524	1645000076	-2407000	
99	NYRSTAR	2008	0.111287785	0.146534166	-1.54	0	56988000	-5.15	0.316713861	219000005.7	-2278000	
99	NYRSTAR	2009	0.40515608	0.540592046	2.41	0	43424000	0.5	0.334280342	834000015.3	-7502000	
99	NYRSTAR	2010	0.557486231	0.689024413	3.72	0	50745000	1.54	0.235948758	1121000004	6381000	
99	NYRSTAR	2011	0.338001669	0.485029911	1.09	0	12484000	1.065	0.43499263	1037137502	-7566000	
99	NYRSTAR	2012	0.249031457	0.35498775	1.46	0	10869000	0.718	0.42547305	764081305.6	1608000	
99	NYRSTAR	2013			1.38	0	9341000		0.498417656		57000	
99	NYRSTAR	2014	0.291331573	0.408992751	0.14	0	10415000	-0.841	0.403873791	996332130.5	-834000	

107	PHARCO	2012	1.807154487	6.349396172	-8.32	0	0	-0.08	2.513476224	6203468	-26461
107	PHARCO	2013				0					
107	PHARCO	2014	2.129931468	14.03455094	-142.29	0		3.31	5.589203057	3101734	-1733513
108	PHOTONIKE	2007				0					
108	PHOTONIKE	2008				0					
108	PHOTONIKE	2009				0					
108	PHOTONIKE	2010	6.331015032	8.325819857	-2.88	0			0.288962991	15875640.63	-73369
108	PHOTONIKE	2011	6.95454068	9.225389255	-4.26	0			0.315084571	17439150.57	-66786
108	PHOTONIKE	2012			-0.66	0			0.326527514		-15370
108	PHOTONIKE	2013				0					
108	PHOTONIKE	2014	6.427105002	8.363652265	13.27	0			0.301309438	17739825.29	-4369
108	PHOTONIKE	2014	1.021405384	1.952392545	0.96	0			0.911476653	19543875	-278349
109	PICANOL	2007	0.185643595	0.520622365	2.84	0		3.262	1.804418646	29399999.62	10313245
109	PICANOL	2008	0.064256494	0.22722995	-15.88	0		-7.774	2.536295457	7980000.019	-14947997
109	PICANOL	2009	0.360526191	1.116117602	-9.81	0		-1.329	2.095801657	40709999.16	-13245657
109	PICANOL	2010	1.333085864	3.174652018	16.26	0		1.991	1.381430917	189212992.6	23494075
109	PICANOL	2011	0.878800492	1.452341295	26.62	0		3.447	0.652640575	178770006.8	46151391
109	PICANOL	2012	1.305482161	2.0144449026	21.57	0		3.124	0.543068935	328511990.5	49173185
109	PICANOL	2013	1.33292324	1.909721934	26.33	0		4.134	0.43273213	433827004.1	75126851
109	PICANOL	2014	1.261760822	1.715277899	16.16	0		2.961	0.359431851	469934986.5	44498822
110	PROXIMUS	2007	0.727339092	3.35729458	1.44	0		5.124	3.615859074	11404968622	1028731000
110	PROXIMUS	2008	0.566288546	3.252940335	1.37	0		4.562	9238226914	973431000	973431000
110	PROXIMUS	2009	0.528615218	3.558786623	1.92	0		4.76	4.744315945	8558796315	950603000
110	PROXIMUS	2010	0.521089447	4.241065208	2.88	0	0	6.192	7.138843516	8492881517	1783888000
110	PROXIMUS	2011	0.510662103	4.325586511	6.11	0		4.523	7.47054476	8193729195	1749092000
110	PROXIMUS	2012	0.455172188	4.177169976	1.93	0		4.523	8.177120377	7505848097	1650998000
110	PROXIMUS	2013	0.425608429	4.122187615	0.89	0		4.242	8.685998993	7269230244	1488177000
110	PROXIMUS	2014	0.603756155	5.177314367	1.05	0		4.446	7.575175082	10174556692	1426299000
111	GRF	2007				0					
111	GRF	2008				0					
111	GRF	2009				0					
111	GRF	2010				0					
111	GRF	2011				0					
111	GRF	2012				0					
111	GRF	2013				0					
111	GRF	2014				0					
112	QUEST FOR GROWTH	2007			0.53	0	16003429	-0.524	0.006300092	6007364.879	479947
112	QUEST FOR GROWTH	2008			-71.53	0	0	0.883	0.004579687	4863105.061	-48591716
112	QUEST FOR GROWTH	2009			21.13	0	19136134		0.001431704	6992700	16854758
112	QUEST FOR GROWTH	2010			19.39	0	21373611		0.000629943	6102720.243	19399928
112	QUEST FOR GROWTH	2011			-14.59	0	0		0.00135211	6039150	-15231803
112	QUEST FOR GROWTH	2012			14.69	0	19120361		0.000891172	8836229.757	14561614
112	QUEST FOR GROWTH	2013			14.74	0	20097908		0.141212225	10934040.49	16775548
112	QUEST FOR GROWTH	2014			7.34	0	11966281		0.080126256	12714000	7674771
113	REALCO	2007	1.742024099	2.824860364	-3.78	0	5664638	0.287	0.621596572	6007364.879	227625
113	REALCO	2008	1.37992371	2.279254963	0.17	0	5426112	0.547	0.651725363	4863105.061	359710
113	REALCO	2009	1.696047818	3.122970741	4.09	0		0.76	0.841322342	6992700	514804
113	REALCO	2010	1.280962704	2.605584823	1.93	0		0.655	1.034083365	6102720.243	490872
113	REALCO	2011	1.209290823	2.671676027	-2.23	0		0.339	1.209291574	6039150	260228
113	REALCO	2012	1.896289189	4.073690573	-2.32	0		0.34	1.148243255	8836229.757	295147
113	REALCO	2013	2.374183915	4.824430041	2.11	0		0.613	1.032037293	10934040.49	589383
113	REALCO	2014	2.62127089	5.359477896	4.2	0		0.706	1.044610466	12714000	598099
114	REALDOLMEN	2007	0.824017674	2.142733508	1.23	0	7622387	6.809	1.600349969	136723293.3	714501
114	REALDOLMEN	2008	0.388629557	0.948436543	0.71	0	10797944	4.411	1.440464412	80297353.51	14703649
114	REALDOLMEN	2009	0.467619401	1.194705176	-0.2	0	201265724	2.127	1.554866653	92020754.5	12794638
114	REALDOLMEN	2010	0.379026812	1.020588718	1.9	0	188027902	2.151	1.69265579	81475035.75	16353957
114	REALDOLMEN	2011	0.519634157	1.191197469	1.93	0	187396456	1.99	1.292377037	96142676.86	16760781
114	REALDOLMEN	2012	0.622471472	1.460962042	-5.35	0	205897138	-2.311	1.347034549	87282176.11	3775306
114	REALDOLMEN	2013	0.748067613	1.898842069	2.23	0	188464241	2.264	1.538329461	104571961	13321487
114	REALDOLMEN	2014	0.686575051	1.756830785	1.14	0	198958206	0.584	1.558832911	92958642.94	10894856
115	RECTICEL	2007	0.386947162	1.282551099	4.01	1	364221998	0.785	2.314538071	282327490	44033879
115	RECTICEL	2008	0.159104333	0.527454789	1.24	1	350541901	0.161	2.315150313	116276493.1	32804910

115	RECTICEL	2009	0.19654444	0.65602954	3.91	0	0	0	2	305261216	0.703	2.337817994	143350685.2	42435282
115	RECTICEL	2010	0.291058538	0.902375096	6.32	0	0	0	2	335497405	0.506	2.10032161	229426441.1	29588433
115	RECTICEL	2011	0.174589286	0.511054262	3.59	0	0	0	2	349387823	0.602	1.927199032	131927437.7	36196547
115	RECTICEL	2012	0.199310358	0.585611705	1.67	0	0	0	2	325656927	0.607	1.938190013	152468772.6	44881898
115	RECTICEL	2013	0.215741012	0.638952755	5.66	0	0	0	2	307348032	-1.248	1.961665763	162973617.6	31380559
115	RECTICEL	2014	0.201604782	0.628872385	-0.98	0	0	0	2	589737223	-0.329	2.119332537	152711582.9	26870888
116	REIBEL	2007	3.828260631	17.24428435	-13.41	0	0	0	2	3.504471071	-0.379	3.504471071	14046676.88	-251114
116	REIBEL	2008	1.944690132	12.48316081	0.63	0	0	0	2	5998665	0.24	5.419099175	10434674.41	404803
116	REIBEL	2009	1.302430706	5.964121574	10.74	0	0	0	2	6086085	0.76	8400006	8400006	947743
116	REIBEL	2010	1.338249166	6.499454179	5.06	0	0	0	2	9573875	0.76	3.579223713	10780007.88	790188
116	REIBEL	2011	0.720618241	2.276719224	9.4	0	0	0	2	6023875	0.568	3.856684726	9650673.702	2172132
116	REIBEL	2012	0.598654871	1.4381161	14.57	0	0	0	2	14341328	3.447	2.159397205	6813338.378	1866099
116	REIBEL	2013	0.240840012	0.982791242	1.53	0	0	0	2	6641837	0.755	1.402245781	4778669.973	1013794
116	REIBEL	2014	0.459643962	1.616663586	-2.88	0	0	0	2	4077356	0.687	3.080680824	9333340	386220
117	RENTABILWEB GROUP	2007			1.74	0	0	0	0	448340	0.708880939	2.517208361	-76841	-39860
117	RENTABILWEB GROUP	2008			3.69	0	0	0	0	1054268	0.155036099	0.155036099	-39860	-200811
117	RENTABILWEB GROUP	2009			2.31	0	0	0	0	1691671	0.32523854	0.32523854	-200811	57631
117	RENTABILWEB GROUP	2010	3.075470376	4.045258713	9.2	1	1	0	1	2514607	0.31532946	0.31532946	172555699.3	57631
117	RENTABILWEB GROUP	2011	1.599819198	1.874151799	14.65	0	0	0	1	2692740	0.689	0.17147719	102846624.9	-175698
117	RENTABILWEB GROUP	2012	1.318400445	1.353897813	7.33	0	0	0	1	2084832	0.065	0.026924514	80697685.43	-223650
117	RENTABILWEB GROUP	2013	2.142970625	2.181933465	4.9	0	0	0	1	3692272	0.17	0.018181719	136327585.7	72210
117	RENTABILWEB GROUP	2014	1.108472039	1.12813127	2.64	0	0	0	1	4029670	0.132	0.017735412	118622966.8	20448
118	RESILUX	2007	0.789355314	2.113205734	2.67	0	0	0	0	70989845	8.289	1.677128554	75453617.98	5649714
118	RESILUX	2008	0.614539934	1.542752266	5.16	1	1	0	0	77014568	11.322	1.510418251	59412300	5532509
118	RESILUX	2009	0.935743839	2.18570469	5.98	1	1	0	0	72447635	10.953	1.33586413	90603757.5	4794257
118	RESILUX	2010	1.16139651	2.506691904	6.81	0	0	0	2	62947497	11.39	1.158842847	113932984.9	4734525
118	RESILUX	2011	0.947002683	2.016318694	6.91	0	0	0	2	68728811	10.901	1.1281025	101971314.2	4662118
118	RESILUX	2012	0.979852148	1.947984095	6.87	0	0	0	2	71245849	11.423	0.988038868	105932134.2	4919929
118	RESILUX	2013	1.600389797	3.098134654	8.92	0	0	0	2	77867182	11.316	0.935862555	184673232.5	7493470
118	RESILUX	2014	1.958121298	3.423787886	5.68	0	0	0	2	70760351	12.175	0.748506651	211111703	4565886
119	RETAIL ESTATES	2007				0	0	0	0		5.662	153257959	153257959	
119	RETAIL ESTATES	2008				0	0	0	0		3.642	115745969.6	115745969.6	
119	RETAIL ESTATES	2009				0	0	0	0		5.443	242039477.8	242039477.8	
119	RETAIL ESTATES	2010				0	0	0	0		5.071	265508022.7	265508022.7	
119	RETAIL ESTATES	2011				0	0	0	0		5.089	327278764.2	327278764.2	
119	RETAIL ESTATES	2012				0	0	0	0		3.919	429551002.8	429551002.8	
119	RETAIL ESTATES	2013				0	0	0	0		4.661	579358006.1	579358006.1	
119	RETAIL ESTATES	2014				0	0	0	0		31.765	63750000	63750000	5458933
120	ROSIER	2007	1.296956725	2.376628205	8.49	0	0	0	0	93340416	61.212	0.832465308	63750000	13162020
120	ROSIER	2008	0.845631477	1.928229598	15.37	0	0	0	0	144350416	-16.188	1.280224402	63752548.6	13162020
120	ROSIER	2009	1.349830187	2.179425161	-3.91	0	0	0	0	68469345	0.614472536	0.614472536	64795501.56	-1341418
120	ROSIER	2010	1.218624932	2.43027653	6.74	0	0	0	0	103032350	8.122	0.994277734	77775000	6021410
120	ROSIER	2011	0.764521547	1.829702304	7.04	0	0	0	0	133063294	42.125	1.393264562	63622500	7184342
120	ROSIER	2012	0.638142097	1.566243746	3.05	0	0	0	0	137654788	24.702	1.454380855	55335000	3510841
120	ROSIER	2013	0.657718633	1.3742203	2.2	0	0	0	0	129743691	24.796	1.089374105	50540999.22	3318980
120	ROSIER	2014			1.97	0	0	0	0	135649723	4.196	1.597672604	3735909	3735909
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2007	0.901216886	2.269743767	4.59	0	0	0	0	285075038	4.196	1.5185332315	541036196.1	26406745
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2008	0.218478353	0.508619471	1.36	0	0	0	0	299232907	4.256	1.328008576	138389237.9	17915002
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2009	0.271912498	0.578820562	3.71	0	0	0	0	274959559	1.95	1.128701574	16869907.3	12629816
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2010	0.555263823	1.069522642	5.65	0	0	0	0	276280803	3.939	0.926152269	337490868	22730005
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2011	0.315020812	0.594082115	2.47	0	0	0	0	277602595	3.275	0.885850419	191860400.8	14650277
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2012	0.23436337	0.517600877	1.06	0	0	0	0	262239960	2.347	1.208539927	135616385.4	6642113
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2013	0.277032403	0.711646318	1.88	0	0	0	0	243696609	0.873	1.568818993	141529900.7	2698347
121	ROULARTA MEDIA GROUP	2014	0.442562	2.733222207	5.93	0	0	0	0	229109083	-10.177	5.175907974	160913049.6	9326620
122	SA FLORIDIENNE NV	2007	1.434866718	2.111544331	17.34	0	0	0	0	2157990	16.141	0.471596126	112332220	-316330
122	SA FLORIDIENNE NV	2008	0.773686314	1.405296565	0.64	0	0	0	0	1948016	6.123	0.816364788	81681480	-141391
122	SA FLORIDIENNE NV	2009	0.912052256	1.662738731	-0.96	0	0	0	0	1835987	16.22	0.823073956	90757200	219576
122	SA FLORIDIENNE NV	2010	0.865856386	1.228393482	0.54	0	0	0	0	1805410	23.618	0.418703496	122522220	-125300
122	SA FLORIDIENNE NV	2011	0.805778603	1.251840263	-1.84	0	0	0	0	1747306	49.279	0.553578449	117984360	-2178753
122	SA FLORIDIENNE NV	2012	0.607695518	0.889883604	-0.34	0	0	0	0	1496702	-10.426	0.464357688	85311768	-117761
122	SA FLORIDIENNE NV	2013	0.458620715	0.748484713	-2.45	0	0	0	0	1328877	-13.761	0.63203427	62985498.19	-2259045

130	SELGE DE CONSTRUCTIONS AERON	2011	0.217822178	0.922207022	2.59	0	0	132551494	3.233760762	55919998.17	17340159
130	SELGE DE CONSTRUCTIONS AERON	2012	0.268163474	1.007032983	5	0	140346361	2.755296211	67680001.83	28673375	
130	SELGE DE CONSTRUCTIONS AERON	2013	0.414513253	1.392875553	2.5	0	164428643	2.360267817	98351998.9	25238628	
130	SELGE DE CONSTRUCTIONS AERON	2014	0.351311405	1.935544978	-10.81	0	169565370	4.509484916	82823995.97	-6644170	
131	SOFINA	2007	1.391629442	1.792409951	2.59	0	943262	0.287993697	2920000000	-11495486	
131	SOFINA	2008	1.079996116	1.26232611	13.61	0	1344208	0.18734328	1750175028	-8174344	
131	SOFINA	2009	1.387944912	1.665008113	3.45	0	1346092	0.19962118	2414000000	-10369528	
131	SOFINA	2010	1.326800709	1.598364134	2.29	0	1464469	0.204675386	2442045033	-12556137	
131	SOFINA	2011	1.199796075	1.586850278	3.1	0	1189940	0.322600001	2112960016	-11534535	
131	SOFINA	2012	1.374152018	1.702869057	1.52	0	1678089	0.239214464	2380375000	-14139464	
131	SOFINA	2013	1.460670372	2.015329229	1.76	0	1221026	0.359782041	3019775053	-19642740	
131	SOFINAT	2014	0.604113163	1.099191295	2.91	0	1372200	0.379728995	42474033.6	-16802266	
132	SOFTIMAT	2007	0.53176873	0.807975541	3.75	0	94003494	0.8195123	42474033.6	1027200	
132	SOFTIMAT	2008	0.684540648	1.056624386	0.21	0	83811407	0.519411533	27517968.75	1523120	
132	SOFTIMAT	2009	1.214193559	1.346824417	2.71	0	73603857	0.543552414	33715669.57	79237	
132	SOFTIMAT	2010	1.121555413	1.325406852	-0.97	0	42901068	0.109233662	37973946.05	1028817	
132	SOFTIMAT	2011	1.056374319	1.453393216	-0.33	0	402660	0.181757833	27285477.11	-280592	
132	SOFTIMAT	2012	1.082794045	1.57745198	-0.31	0	483577	0.375831601	21588533.57	-81569	
132	SOFTIMAT	2013	0.746899729	1.076669583	0.16	0	520530	0.456634694	19559260.3	-33479	
132	SOFTIMAT	2014	0.837774654	0.914062729	2.08	0	564939	0.441518305	13565294.45	141150	
133	SOLVAC	2007	0.453882196	0.492446671	2.09	0	0	0.091060375	1805462186	-620000	
133	SOLVAC	2008	0.575254926	0.621747612	3.09	0	0	0.084965825	1009834782	-747000	
133	SOLVAC	2009	0.650293042	0.706673522	3.11	0	0	0.080820973	1276828931	-871000	
133	SOLVAC	2010	0.5603914848	0.706673522	3.27	0	0	0.080681236	1453397027	-793000	
133	SOLVAC	2011	0.650293042	0.605394372	3.27	0	0	0.080495439	1246227877	-683000	
133	SOLVAC	2012	0.769773516	0.831556837	3.27	0	0	0.080261202	0.080261202	-761000	
133	SOLVAC	2013	0.833265051	0.898408539	3.56	0	0	0.07817808	1858101071	-919000	
133	SOLVAC	2014	0.827729496	0.891291423	3.43	0	0	0.076790217	1847413601	-1194000	
134	SOLVAY	2007	1.297613068	2.018096479	1.67	0	308696000	0.555237432	8105898170	23187000	
134	SOLVAY	2008	0.678524019	1.084181631	5.68	0	404980000	0.597853208	4493395041	-86756000	
134	SOLVAY	2009	0.914080428	1.53777052	4.9	0	250218000	0.682314308	6399170857	-24699000	
134	SOLVAY	2010	0.494015128	1.01058341	1.54	0	427088000	1.045652761	6754915357	-28573000	
134	SOLVAY	2011	0.375292958	0.798500363	0.57	0	484777000	1.127672263	5392074114	-142710000	
134	SOLVAY	2012	0.765819784	1.249437493	8.78	0	295216000	0.631503397	9262068764	-145011000	
134	SOLVAY	2013	0.732615243	1.298758499	1.66	0	324631000	0.72770237	9740630295	-132038000	
134	SOLVAY	2014	0.759161437	1.226149211	6.64	0	304958000	0.615136216	9520407478	-134420000	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2007	1.476312398	80.83393539	-3.39	0	0	53.75394778	3915999.832	-89833	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2008	0.482878994	26.28001812	-6.58	0	0	53.42381678	1276000.042	-173695	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2009	0.766345598	39.69993983	-8.28	0	0	50.76507713	2023999.958	-218421	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2010	1.44804408	45.70052309	44.16	0	0	30.56017386	2428799.992	740709	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2011	0.810541549	25.14843793	-21.71	0	0	30.02670958	1359599.962	-364061	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2012	1597.510373	-0.47448386	3.47	0	0	770000	440000	-130601	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2013	83.66609622	-0.238098974	6.64	0	0	-1.002845824	440000	-225126	
135	RIET RAFFINERIE DE L'AFRIQUE CE	2014	7980.392255	-0.425683683	7.01	0	0	-1.00053341	814000.01	-64216	
136	SV PATRIMONIA	2007	0.42294842	2.530044039	7.01	0	0	4.981920704	6747000.074	1549240	
136	SV PATRIMONIA	2008	0.422596717	2.390201256	4.6	0	8011251	4.655985876	6629999.876	1209009	
136	SV PATRIMONIA	2009	0.513390798	2.877989154	-6.88	1	4651394	4.605844626	6083999.777	-214469	
136	SV PATRIMONIA	2010	0.334100158	2.087179899	-11.22	0	3357766	5.247167972	2729999.876	-164759	
136	SV PATRIMONIA	2011	0.022889288	2.14454435	-3.7	0	3667821	8.369204962	207999.995	324646	
136	SV PATRIMONIA	2012	0.062972494	0.430276874	9.9	0	6373040	5.832774686	623999.986	1562341	
136	SV PATRIMONIA	2013	0.151672899	0.73304376	3.47	0	6162700	3.833057015	1274000.025	1521015	
136	SV PATRIMONIA	2014	0.070675577	0.576643001	1.77	0	6494572	7.159013497	1169999.969	1481026	
137	TEAM KALORIK	2007	1.226034166	2.061027286	6.47	0	1182891	0.681052081	27920850	149134	
137	TEAM KALORIK	2008	0.765999974	1.139467336	5.85	0	1503897	0.488332548	17820786.37	432332	
137	TEAM KALORIK	2009	0.209262647	0.296891909	1.12	0	1085146	0.418752565	4710126.139	59902	
137	TEAM KALORIK	2010	0.164421261	0.246638595	-0.51	0	1136042	0.500040793	3884640.058	165371	
137	TEAM KALORIK	2011	0.221917105	0.372427817	-0.36	0	1200168	0.678229457	3884640.058	247787	
137	TEAM KALORIK	2012	0.246328421	0.435336758	-0.08	0	1956841	0.767302262	4321661.931	341996	
137	TEAM KALORIK	2013	0.048601452	0.088896781	1.12	0	1209460	0.771258333	776927.983	-573600	
137	TEAM KALORIK	2014	1.364255189	1.932762202	-4.07	0	722558	0.829097206	300138	-300138	
138	TELENET GROUP HOLDING	2007	0.048601452	0.088896781	-0.11	0	0	0.41671604	2144356574	-1718844	

138	TELENET GROUP HOLDING	2008	0.846969147	1.238581115	-2.76	0	0	0	-0.14	0.462541337	1.333571027	-1.354897
138	TELENET GROUP HOLDING	2009	1.401184824	2.219535553	-2.88	0	0	0	2.117	0.584041966	2.194224255	-260753
138	TELENET GROUP HOLDING	2010	1.150582265	1.533701352	-1.49	0	0	0	0.795	0.332701883	3.311581712	-396000
138	TELENET GROUP HOLDING	2011	1.412164321	2.203217276	-1.6	0	0	0	0.148	0.560170602	3.344814282	-899000
138	TELENET GROUP HOLDING	2012	1.296193868	22.79097579	-1.18	0	0	0	0.293	16.58299435	4039632259	-1016000
138	TELENET GROUP HOLDING	2013	0.789991677	1.244765636	-2.45	0	0	0	0.935	0.529110955	-1497000	-1497000
138	TELENET GROUP HOLDING	2014	0.551520153	1.515330626	0.52	0	136462	0	13.885	1.747552576	5424219524	33434000
139	TER BEKE	2007	0.528648088	1.288250985	2.01	0	0	0	17.411	1.436878212	91699063	1423434
139	TER BEKE	2008	0.687251254	1.572336324	4.94	0	131	0	15.981	1.287862518	74416073.27	933976
139	TER BEKE	2009	0.59617893	1.318751554	1.42	0	0	0	17.434	1.212006269	93544210.7	1120884
139	TER BEKE	2010	0.480753041	1.1397813	2.09	0	0	0	17.434	1.370824939	103610734.5	1153984
139	TER BEKE	2011	0.4318714	1.094018265	1.72	0	0	0	15.614	1.370824939	88363671	1217452
139	TER BEKE	2012	0.626764816	1.362760243	7.62	0	0	0	14.728	1.546764685	83165808	1344944
139	TER BEKE	2013	1.065297732	1.951398338	5.74	0	0	0	14.796	1.174276883	1294497	1294497
140	TESSENDERLO CHEMIE	2007	0.589783622	1.146004669	11.27	0	643811474	0	4.669	0.831786858	109900150.6	1527995
140	TESSENDERLO CHEMIE	2008	0.767753674	1.906168565	-10.31	0	931925583	0	5.052	0.943093335	917197961.9	48730298
140	TESSENDERLO CHEMIE	2009	0.852504483	1.612305098	15.48	0	571372242	0	-6.008	1.48278656	599438396.2	122073724
140	TESSENDERLO CHEMIE	2010	0.608566391	1.051635666	20.08	0	600408734	0	0.696	0.89125707	640749756.5	-75792457
140	TESSENDERLO CHEMIE	2011	0.717334192	1.822876023	4.1	0	538862911	0	-3.251	0.728054208	780776744.3	7150870
140	TESSENDERLO CHEMIE	2012	0.538573334	1.189363325	13.1	0	523974895	0	-6.457	1.54118102	606567958.4	-2648474
140	TESSENDERLO CHEMIE	2013	0.708031792	1.213638802	7.6	0	497771819	0	-2.046	1.208350075.1	761651536.7	-24484100
140	TESSENDERLO CHEMIE	2014	0.593986235	2.195209865	-5.34	0	373650626	0	1.25	0.714102086	603340075.1	-48360950
141	TEIYRS	2007	0.565800909	3.766198657	-9.51	0	0	0	-0.334	2.69572522	887572023.8	29477914
141	TEIYRS	2008	0.626220499	4.535962125	-6.53	0	291551	0	-0.75	5.656402755	3252210.067	-217036
141	TEIYRS	2009	0.96778443	15.56103378	-3.28	0	890623	0	-0.352	2.797600	3427060.067	-412651
141	TEIYRS	2010	0.903203544	8.614212835	-8.23	0	62542	0	-0.494	15.07902887	2797600	-91464
141	TEIYRS	2011	0.226611554	38.56134676	-8.42	0	830000	0	0.313	8.537399281	3497000	71885
141	TEIYRS	2012	1.848212714	1.945220708	8.96	0	745706	0	0.913	169.1649636	3497000	-105590
142	TEXAF	2007	1.085468961	1.184281934	4.92	0	1660715	0	1.69	-51.85825887	1049100	-223538
142	TEXAF	2008	1.509020646	1.824499162	6.77	0	135497	0	0.091032558	38463321.14	104460	104460
142	TEXAF	2009	2.374530589	2.904344538	3.62	0	1363184	0	1.309	24557841.91	791175	791175
142	TEXAF	2010	1.308506722	1.460433991	3.86	0	335497	0	1.763	0.091032558	26978	26978
142	TEXAF	2011	1.578679623	1.760543808	3.49	0	1459925	0	1.315	40498115.24	358997	358997
142	TEXAF	2012	2.166023861	2.553399446	2.71	0	1345630	0	2.16277	67135400.15	216277	216277
142	TEXAF	2013	1.671158823	1.869426965	1.81	0	410625	0	5.95118	53580747.65	595118	595118
142	TEXAF	2014	0.874302348	1.09558971	3.76	0	1490925	0	6.82516	68251660.78	239616	239616
143	THINK-MEDIA	2007	0.564708578	0.672989817	7.65	0	1759906	0	3.114	0.17884179	105247890	125129
143	THINK-MEDIA	2008	0.520991194	0.568956723	12.06	0	1751793	0	2.468	0.118641104	102026666	101730
143	THINK-MEDIA	2009	0.301723892	0.337137772	0.3	0	671020	0	0.806	0.253101614	14778086.03	532361
143	THINK-MEDIA	2010	0.288179304	0.393887292	2.53	0	534371	0	0.304	0.191747096	13621821.83	1416457
143	THINK-MEDIA	2011	0.573089824	1.160013347	-7.75	0	410625	0	0.815	0.092065927	341584	341584
143	THINK-MEDIA	2012	0.350533947	0.911947314	-5.01	0	430718	0	0.295	0.117371839	7886318.171	-202189
143	THINK-MEDIA	2013	0.312638974	-1.635243279	6.54	0	597144	0	-2.627	0.366813336	5341188.134	363897
143	THINK-MEDIA	2014	5.515256986	6.153389846	7.6	0	399139	0	-0.764	1.024138742	6452441.829	-718427
144	THROMBOGENICS	2007	1.085564149	1.123227352	-23.49	0	396456	0	0.393	-6.230452451	4487578.701	-415068
144	THROMBOGENICS	2008	2.391891576	2.56497102	-23.47	0	394068	0	-1.641	0.18215407	1532343.967	372652
144	THROMBOGENICS	2009	1.617342711	1.810942881	-37.32	0	1278717	0	0.848	0.050873376	-22241157	12866366
144	THROMBOGENICS	2010	2.145718718	2.489927727	-22.23	0	30140824	0	0.053525924	0.050873376	12866366	12866366
144	THROMBOGENICS	2011	1.091562833	1.412573373	-52.4	0	4393461	0	0.053525924	0.053525924	-14092645	-14092645
144	THROMBOGENICS	2012	0.845937428	0.956585862	-16.22	0	6535506	0	0.025481606	0.025481606	-14406980	-14406980
144	THROMBOGENICS	2013	1.125278055	1.276200384	-8.13	0	2619900	0	0.06177007	0.06177007	-21486465	-21486465
144	THROMBOGENICS	2014	1.085564149	1.123227352	-23.49	0	75104956	0	0.848	0.115703176	1507922392	32846810
145	TIGENIX	2007	2.391891576	2.56497102	-23.47	0	99911196	0	-1.416	0.02728438	36362537	36362537
145	TIGENIX	2008	1.617342711	1.810942881	-37.32	0	771504	0	-1.416	0.034694581	-47680730	-47680730
145	TIGENIX	2009	2.145718718	2.489927727	-22.23	0	106220	0	-0.502	0.072360876	110669003.4	-11014655
145	TIGENIX	2010	1.091562833	1.412573373	-52.4	0	46880	0	-0.636	0.119702572	56527054.5	-13029884
145	TIGENIX	2011	0.845937428	0.956585862	-16.22	0	98020	0	-0.473	0.160416636	113187437	-10766195
145	TIGENIX	2012	1.125278055	1.276200384	-8.13	0	658268	0	-0.505	0.294083418	39212653.74	-18105659
145	TIGENIX	2013	1.085564149	1.123227352	-23.49	0	1146143	0	-0.412	0.130799814	66519548.65	-11851216
145	TIGENIX	2014	1.125278055	1.276200384	-8.13	0	4083980	0	-0.203	0.134120065	91262615.89	-5436397

145	TIGENIX	2013	0.949458221	1.042856061	-6.22	0	0	4300708	-0.115	0.098369576	83447839.34	-5022028
145	TIGENIX	2014	0.934594335	1.144306663	-6.62	0	0	4149702	-0.081	0.224388535	83447839.34	-4312441
146	TINC	2007				0						
146	TINC	2008			-10.39	0				0.01946809		-3230761
146	TINC	2009			-1.55	0				0.028587413		-1880581
146	TINC	2010			-3.87	0				0.233314439		-2986186
146	TINC	2011			-4.46	0				0.06301416		-3265140
146	TINC	2012			-0.93	0				0.481074307		-2779943
146	TINC	2013			-10.22	0		217451		0.00409022		-1630355
146	TINC	2014			2.6	0		630537		0.702626205		-1371941
147	U & I LEARNING	2007	0.92423678	1.956604713	3.53	0		3901144	0.2	1.116994995	9931748.624	404960
147	U & I LEARNING	2008	0.642880785	1.455520472	-1.82	0		4128304	-0.218	1.264059653	6891919.883	-342480
147	U & I LEARNING	2009	0.508218192	0.989634303	3.22	0		3598828	0.286	0.947655988	6276569.883	-33390
147	U & I LEARNING	2010	0.401641329	0.776518423	0.77	0		2890637	0.038	0.933362748	5193553.742	358131
147	U & I LEARNING	2011	0.461522722	0.972230656	4.43	0		3327452	-0.225	1.106571486	6082154.583	572111
147	U & I LEARNING	2012	0.601471112	1.261113902	2.16	0		3308342	0.16	1.096715621	8204665.63	358414
147	U & I LEARNING	2013	0.223197758	0.49975903	-3.27	0		2789701	-0.509	1.239086161	2782451.778	-440209
147	U & I LEARNING	2014	0.274005847	0.720736936	5.76	0		3378950	-1.086	1.630370433	2604089.648	309066
148	UCB	2007	0.92962351	1.348865422	2.04	0	0	9970000	0.878	0.450980346	5687866.121	-9009000
148	UCB	2008	0.71308612	0.992525338	4.02	1	1	0	0.235	0.391873216	4272405572	-13055000
148	UCB	2009	0.674541124	1.241871534	1.81	0	0	0	2.803	0.841061219	5357926694	-1026000
148	UCB	2010	0.58983193	1.081090347	2.86	0	1	0	0.567	0.832878647	4706980899	3746000
148	UCB	2011	0.652902129	1.10903324	2.3	0	1	0	1.282	0.698620685	5961197533	-69296000
148	UCB	2012	0.863874873	1.437796984	2.55	0	1	0	1.374	0.664357771	792503771	-36604000
148	UCB	2013	1.036454026	1.803606972	2.08	0	1	0	1.09	0.740170627	9930745897	-20950000
148	UCB	2014	1.346026033	2.106940991	0.85	0	1	0	1.023	0.565304975	12292757734	-57134000
149	UMICORE	2007	0.993235817	3.123348573	7.56	0		2255262000	6.042	2.144618652	4453545250	166384000
149	UMICORE	2008	0.407835141	1.647145592	2.02	1	1	2116892000	2.469	3.038753383	1688399963	163285000
149	UMICORE	2009	0.654006841	2.435345818	3.68	1	2	1882508000	1.363	2.723729618	2807999954	95388000
149	UMICORE	2010	0.968397644	3.411703258	1.78	0	0	2497502000	3.157	2.523040174	4670399780	175491000
149	UMICORE	2011	0.753851177	2.703654217	3.39	0	2	4358814000	4.162	2.586456986	3824400101	223658000
149	UMICORE	2012	1.054453508	3.450630491	3.04	0	2	4433219000	1.983	2.272435513	5002799835	223473000
149	UMICORE	2013	0.863775717	2.855114801	2.52	0	2	3056349000	2.955	2.305389234	4074600220	180519000
149	UMICORE	2014	0.806596603	3.079359025	2.11	0	2	2794326000	3.166	2.817718846	3730160034	142095000
150	UNIVERSAL .BE	2007				0						
150	UNIVERSAL .BE	2008				0						
150	UNIVERSAL .BE	2009				0						
150	UNIVERSAL .BE	2010				0						
150	UNIVERSAL .BE	2011				0						
150	UNIVERSAL .BE	2012				0						
150	UNIVERSAL .BE	2013				0						
150	UNIVERSAL .BE	2014				0						
151	VAN DE VELDE	2007	3.550423511	5.351931382	28.58	0		131607489	2.501	0.507406473	511765802.5	40381842
151	VAN DE VELDE	2008	2.513105262	3.188634073	29.37	0		130407490	0.235	0.268802434	325361040	37841183
151	VAN DE VELDE	2009	2.69439304	3.948115162	24.13	0		136987551	2.283	0.470766458	391148020.9	36914857
151	VAN DE VELDE	2010	3.568454648	5.464010571	25.24	0	0	152663848	3.448	0.531197927	527570187.7	41949758
151	VAN DE VELDE	2011	3.374175908	5.502749549	28.3	0	0	155638167	3.409	0.630842607	470683242.8	46864287
151	VAN DE VELDE	2012	3.504513334	5.905223961	22.29	0		154426504	2.352	0.685033992	455628826.2	39359414
151	VAN DE VELDE	2013				0		154946769		0.836481438		38349654
151	VAN DE VELDE	2014	2.827170838	3.74540243	67.99	0		175298449	0.795	5.18777352.9		50953206
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2007				0	0		4.703	1.66575616.1		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2008				0	0		4.329	1.44687176.1		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2009				0	0		2.395	1.90952532.3		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2010				1	1		3.472	2.18376575		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2011				1	1		7.149	2.28432052.2		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2012				0	1		3.675	2.41737782.3		
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2013				0	1					
152	VASTNED RETAIL BELGIUM	2014				0	1					
153	VGP	2007	1.51824555	1.721075983	-0.06	0	0	0	2.019	0.133595276	294402100.4	-7689
153	VGP	2008	1.272508744	1.802371013	0.02	0	0	0	1.631	3.01598352	301598352	74164
153	VGP	2009	1.149893068	1.722476902	2.05	0	0	0	0.063	0.497945288	306620325	10641

153	VGP	2010	1.207174857	1.682949141	2.14	0	0	0	1.421	0.394122132	308478637.1	-25075	
153	VGP	2011	2.291309713	2.307583424	2.78	0	0	0		0.00710235	352892115.2	-1742644	
153	VGP	2012			2.45	0	0	0		0.03133686		-1196641	
153	VGP	2013	1.134966936	2.44928728	0.66	0	0	0	1.308	1.158025181	338768993	-874672	
153	VGP	2014	1.406496355	2.866797061	4.02	0	0	0	2.656	1.038254129	422392718	-1938847	
154	VIOHALCO	2007				0	0	0					
154	VIOHALCO	2008				0	0	0					
154	VIOHALCO	2009				0	0	0					
154	VIOHALCO	2010				0	0	0					
154	VIOHALCO	2011				0	0	0					
154	VIOHALCO	2012				0	0	0					
154	VIOHALCO	2013				0	0	0					
154	VIOHALCO	2014				0	0	0					
155	WAREHOUSES DE PAUW	2007	0.385454841	0.386194111	-0.09	0	2298691	0	-0.399	0.002971174	421434106.5	-722352	
155	WAREHOUSES DE PAUW	2008			0.32	0	4403309	0	6.191	0.001917932	390968805.5	-3384237	
155	WAREHOUSES DE PAUW	2009				1	0	1	1.837		259070534.9		
155	WAREHOUSES DE PAUW	2010				0	1	1	0.035		425276520.2		
155	WAREHOUSES DE PAUW	2011				0	1	1	2.601		459368846.8		
155	WAREHOUSES DE PAUW	2012				0	1	1	2.178		505443607		
155	WAREHOUSES DE PAUW	2013				0	1	1	3.453		712459155.4		
155	WAREHOUSES DE PAUW	2014				0	1	1	4.955		847376329.2		
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2007				0	1	1	3.713		1093054211		
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2008				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2009				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2010				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2011				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2012				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2013				0	0	0					
156	WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	2014				0	0	0					
157	WERELDHAVE BELGIUM	2007				1	1	1	3.998		156733681.5		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2008				0	0	0	3.59		158981777.9		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2009				0	1	1	7.722		184914085.6		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2010				0	1	1	4.983		267397150.2		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2011				0	1	1	2.962		255986766.5		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2012				0	1	1	3.949		327914740.5		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2013				0	1	1	7.183		365238369.5		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2014				0	1	1	5.781		356707262.4		
157	WERELDHAVE BELGIUM	2014				0	1	1	5.509		520426335		
158	ZENITEL	2007	0.493353513	0.642491898	-1.84	1	0	0	6.159	0.302295176	41220510.94	237745	
158	ZENITEL	2008	0.172008437	0.279931938	-8.81	1	0	0	-0.59	0.627431382	10760373.91	146924	
158	ZENITEL	2009	0.156228842	0.250675052	-18.96	0	0	0	-0.642	0.604537596	7780578.32	3296543	
158	ZENITEL	2010	0.132310064	0.238696816	-1.21	0	0	0	-0.098	0.80407152	6621768899	-76671	
158	ZENITEL	2011	0.121508939	0.241954028	-10.37	0	0	0	0.038	0.991244696	5628503.539	-646687	
158	ZENITEL	2012	0.221858312	0.434152798	-2.05	0	0	0	0.141	0.956892239	10098197.66	-21484	
158	ZENITEL	2013	0.267794014	0.446845171	1.11	0	0	0	0.205	0.6686153	11919184.31	28764	
158	ZENITEL	2014	0.640408743	0.719917676	-0.82	0	0	0	0.112	0.124153436	28473606.31	28051	
159	ZETES INDUSTRIES	2007	1.532574063	1.696585898	0.94	0	3696416	0	2.302	0.107017177	112106047.1	-215566	
159	ZETES INDUSTRIES	2008	0.949963666	1.045308086	2.61	0	4734079	0	2.237	0.100366402	68988340.23	443189	
159	ZETES INDUSTRIES	2009	1.230828153	1.347452379	1.88	0	5734683	0	1.969	0.094752673	88121825.96	1652492	
159	ZETES INDUSTRIES	2010	1.326224485	1.509769405	2.9	0	6619380	0	2.873	0.138396546	93781021.54	1980223	
159	ZETES INDUSTRIES	2011			3	0	6542737	0	0.654	0.088406708	1389116	1389116	
159	ZETES INDUSTRIES	2012	1.25968363	1.342451954	1.69	0	5351456	0	0.654	0.065705676	80963506.75	786246	
159	ZETES INDUSTRIES	2013	1.434884086	1.621684816	2.31	0	5368752	0	399071	0.13018529	94050513.41	399071	
159	ZETES INDUSTRIES	2014	1.963088074	2.268798522	7.18	0	7099705	0	0.654	0.155729387	134662007.6	1481840	