

2012•2013
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

De relatie tussen familiale aspecten en financiering van familiale KMO's

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Ancy Mangelschots , Sarah Coun

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur , afstudeerrichting accountancy en
financiering*

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

De relatie tussen familiale aspecten en financiering van
familiale KMO's

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Ancy Mangelschots , Sarah Coun

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur , afstudeerrichting accountancy en
financiering*

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van onze opleiding in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur met als afstudeerrichting Accountancy & Financiering. Deze masterproef beoogt een inzicht te geven in de aspecten van familiebedrijven die een invloed kunnen hebben op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. In de realisatie van deze masterproef werd veel tijd en energie geïnvesteerd. Het was een boeiende, maar geen gemakkelijke opgave. Het heeft ons veel voldoening gegeven en we hebben er veel van bijgeleerd. De verwezenlijking van onze masterproef was echter niet mogelijk geweest zonder de hulp van een aantal personen, daarom maken we graag van deze gelegenheid gebruik om deze personen te bedanken.

Vooreerst gaat onze dank uit naar onze promotor, Prof. Dr. Wim Voordeckers, voor zijn deskundige begeleiding, advies en raadgevingen, alsook de opbouwende kritiek die we doorheen het jaar hebben ontvangen.

Verder bedanken we graag nog enkele personen voor hun bijdrage aan deze masterproef, maar vooral voor de steun die ze ons hebben gegeven doorheen onze opleiding. Allereerst gaat onze dank uit naar onze partners en zoon. Zonder hun steun en toeverlaat hadden we niet kunnen bereiken wat we tot nu toe hebben bereikt. Verder richten we onze dank naar onze ouders, familie en vrienden. Mede dankzij hun hebben we onze opleiding aan de UHasselt tot een goed einde kunnen brengen. Tot slot willen we ook de investeerders en bankiers bedanken die bereid waren onze vragenlijst te vervullen.

Ancy Mangelschots & Sarah Coun
Juni, 2013

Samenvatting

In de huidige samenleving worden we omringd met familiebedrijven. Denk maar aan bedrijven zoals Colruyt, Delhaize, ... Deze bedrijven vormen een belangrijk onderdeel van de Belgische economie aangezien meer dan de helft van de Belgische bedrijven familiebedrijven zijn. Net zoals niet-familiebedrijven hebben deze ondernemingen behoefte aan externe financiering. Deze externe middelen kunnen aangewend worden om bijvoorbeeld de onderneming uit te breiden, nieuwe machines aan te kopen, opleidingen te geven aan personeel, ... Familiebedrijven kunnen financiële middelen bekomen bij investeringsmaatschappijen of financiële instellingen. Uiteraard zullen niet alle familiebedrijven zomaar externe financieringsmiddelen kunnen verkrijgen. In onze masterproef onderzoeken we welke familiale aspecten die financieringsbeslissing zullen beïnvloeden.

In het **eerste hoofdstuk** van onze masterproef maken we duidelijk dat we ons **onderzoek** focussen op de aspecten, typisch voor familiebedrijven, die de investerings- of financieringsbeslissing van "venture capitalists" of bankiers beïnvloeden. Daarnaast analyseren we in dit hoofdstuk een gelijkaardig onderzoek, de onderzoekers hiervan maakten echter geen onderscheid tussen familie- en niet-familiebedrijven. Toch haalt dit onderzoek reeds enkele interessante topics aan die ook wij onder de loep zullen nemen, maar dan met meer focus op familiebedrijven.

Of een familiebedrijf al dan niet externe financieringsmiddelen kan bekomen, is afhankelijk van de aspecten die belangrijk geacht worden door de investeerder of bankier. Het zou kunnen dat eenzelfde familiebedrijf bij de ene investeringsmaatschappij geen kapitaal kan bekomen en bij de andere wel. Iedere investeerder draagt immers andere kenmerken hoog in het vaandel die de financieringsbeslissing beïnvloeden. In **hoofdstuk 2** wordt daarom een overzicht gegeven van de **verschillende types investeerders**. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen institutionele en informele investeerders. Onder institutionele investeerders worden "venture capitalists" en bankiers aangehaald. Vrienden of collega's die kapitaal verschaffen aan de onderneming vallen onder de noemer van de informele investeerders. Daarnaast wordt er ook toegelicht wat "business angels" zijn en wat ze doen.

Zoals reeds aangehaald focust ons onderzoek zich op de familiale aspecten van familiebedrijven. In **hoofdstuk 3** wordt dan ook alles omtrent **familiebedrijven** uit de doeken gedaan, zodoende een duidelijk beeld te geven van de bedrijven die deel zullen uitmaken van ons onderzoek. We starten dit hoofdstuk met een definitie van familiebedrijven. In de daaropvolgende secties worden de typische aspecten van familiebedrijven aangehaald. Eén van de voorbeelden waaraan we denken is de invloed van de familieleden op het aangaan van schulden. Ook kijken we naar verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven, onder andere leeftijd en grootte van de bedrijven. Een ander verschil, dat uitgebreid aan bod komt en een invloed kan uitoefenen op de financieringsbeslissing van "venture capitalists" of bankiers, is "familiness". "Familiness", wat tot stand komt door de interactie tussen familieleden en de "business", kan familiebedrijven zowel interne als externe

voordelen bezorgen. Eén van de voordelen die we aanhalen is "social capital". "Social capital" ontstaat doordat familiebedrijven onderling een gevoel van gemeenschap hebben, hetgeen wordt gezien als een mogelijkheid om voordelen te bekomen. Zo zullen ze elkaar steunen, onderling informatie uitwisselen, ... Het laatste punt dat aangehaald wordt in deze sectie is familiale governance waaronder de concepten familieforum en familiecharter worden toegelicht.

Nadat er in de vorige hoofdstukken een duidelijk beeld geschetst is van de types investeerders en familiebedrijven kunnen we in **hoofdstuk 4** overgaan tot de **aspecten** van familiebedrijven die een **invloed** uitoefenen op de **financieringsbeslissing** van investeerders of bankiers. Deze aspecten worden opgedeeld in vier categorieën. Een eerste categorie omvat de eigenschappen van de markt, de tweede categorie omvat de eigenschappen van het product of de dienst, de derde categorie bestaat uit financiële karakteristieken en een laatste categorie zijn de eigenschappen van de onderneming.

Met de informatie die we vergaard hebben in de literatuurstudie, worden in **hoofdstuk 5** de **hypotheses** gevormd. Deze zijn gebaseerd op de vier gehanteerde categorieën in het vorige hoofdstuk. Er zijn dan ook vier hypothesen, met bijhorende subhypothesen. De hypothesen vormen de basis van ons praktijkonderzoek. De manier waarop we dit onderzoek aangepakt hebben, is beschreven in **hoofdstuk 6**. Voor het praktijkonderzoek is een vragenlijst opgesteld die we hebben laten invullen door bankiers en "venture capitalists". Deze lijst bevat een heel aantal stellingen die nagaan of de aangehaalde aspecten werkelijk een invloed uitoefenen op de beslissing van een "venture capitalist" of bankier om een familiebedrijf al dan niet te financieren.

In **hoofdstuk 7** bespreken we de **resultaten** van dit onderzoek. De resultaten worden besproken aan de hand van de opgestelde hypothesen. Naast een beschrijvende analyse van de resultaten per hypothese, worden ook enkele statistische testen uitgevoerd, zodoende de significantie van de respons te toetsen. Om dit hoofdstuk kort samen te vatten kunnen we stellen dat zowel de eigenschappen van de markt, de eigenschappen van het product, de financiële karakteristieken van de onderneming als de eigenschappen van de onderneming een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing van investeerders en bankiers. "Familiëness" is het centrale aspect in deze masterproef, uiteraard werd hier dan ook dieper op ingegaan tijdens het onderzoek. Het aspect "familiëness" werd ondergebracht bij de hypothese omtrent de eigenschappen van de onderneming. Daar wordt "familiëness" verder uitgesplitst in verscheidene factoren zoals bijvoorbeeld de aanwezigheid van niet-familiale managers in een familiebedrijf, het eigenbelang van familiale managers, de aanwezigheid van een familieforum of een familiecharter, ... Na analyse van de resultaten blijkt "familiëness" een significante invloed uit te oefenen op de beslissing van bankiers en investeerders om al dan niet te investeren in een onderneming.

We sluiten onze masterproef af met onze conclusies, aanbevelingen voor verder onderzoek en een lijst van de geraadpleegde werken. Daarnaast is in bijlage onze vragenlijst terug te vinden.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	I
Samenvatting	III
Inhoudsopgave	V
Lijst met figuren.....	VII
Lijst met tabellen	IX
1 Probleemstelling	1
2 De verschillende types investeerders.....	5
2.1 “Business angels”	5
2.2 “Venture capitalists”.....	5
2.2.1 Banken versus “venture capitalists”	8
2.2.2 “Business angels” versus “venture capitalists”.....	10
3 Familiebedrijven	11
3.1 Definitie.....	11
3.2 Typische aspecten van familiebedrijven	12
3.2.1 Invloed van macht bij familieleden of niet-familieleden	12
3.2.2 Agency kosten doorheen verschillende generaties	14
3.2.3 Invloed van familie op eigen vermogen financiering	15
3.2.4 Invloed van familie-kenmerken op de prestatie van bedrijven.....	16
3.2.5 Invloed van geslacht op de prestatie van bedrijven.....	17
3.2.6 Invloed van familie op het aangaan van schulden	17
3.3 Verschillen met niet-familiebedrijven.....	18
3.3.1 Algemene verschillen	18
3.3.2 Financiële ratio’s	19

3.3.3	“Familiëness”	20
3.3.4	Familiale governance	26
4	Aspecten die een invloed hebben op de financieringsbeslissing	31
4.1	Eigenschappen van de markt.....	31
4.2	Eigenschappen het product	32
4.3	Financiële karakteristieken.....	33
4.4	Eigenschappen van de onderneming	34
5	Hypotheses.....	39
6	Onderzoek	47
7	Resultaten	49
8	Conclusies	71
9	Aanbevelingen voor verder onderzoek	75
	Lijst van geraadpleegde werken	77
	Bijlagen	81

Lijst met figuren

Figuur 1: Subsystemen familiebedrijven, bron: Tagiuri & Davis (1996)	12
Figuur 2: Dimensies van "familiness", bron: Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010)	21
Figuur 3: Relatie tussen familiebetrokkenheid, "family essence" & niet-economische doelstellingen, bron: Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010).....	24
Figuur 4: Factoren die leiden tot het nastreven van niet-financiële doelstellingen, bron Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010).....	26
Figuur 5: Impact governance keuzes, bron: Miller & Le Breton-Miller (2006).....	27
Figuur 6: Resultaten subhypothese 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata.....	49
Figuur 7: Resultaten subhypotheses 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata.....	53
Figuur 8: Resultaten subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata	56
Figuur 9: Resultaten subhypotheses 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata	60
Figuur 10: Resultaten subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata	64

Lijst met tabellen

Tabel 1: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata.....	50
Tabel 2: T-testen subhypotheses 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata.....	50
Tabel 3: Gemiddelde hypothese 1, bron: onderzoeksdata.....	52
Tabel 4: T-test hypothese 1, bron: onderzoeksdata	52
Tabel 5: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata.....	53
Tabel 6: T-testen subhypotheses 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata	54
Tabel 7: Gemiddelde hypothese 2, bron: onderzoeksdata.....	55
Tabel 8: T-test hypothese 2, bron: onderzoeksdata	56
Tabel 9: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata.....	57
Tabel 10: T-testen subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata	57
Tabel 11: Gemiddelde hypothese 3, bron: onderzoeksdata	59
Tabel 12: T-test hypothese 3, bron: onderzoeksdata	59
Tabel 13: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypothese 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata.....	61
Tabel 14: T-testen subhypotheses 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata.....	61
Tabel 15: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata.....	65
Tabel 16: T-testen subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata.....	65
Tabel 17: Gemiddelde subhypothese "familiness", bron: onderzoeksdata	69
Tabel 18: T-test subhypothese "familiness", bron: onderzoeksdata.....	69
Tabel 19: Gemiddelde hypothese 4, bron: onderzoeksdata	69
Tabel 20: T-test hypothese 4, bron: onderzoeksdata	70

1 Probleemstelling

Familiebedrijven vormen de ruggengraat van de Belgische economie, ze zijn een onontbeerlijke schakel geworden. Van alle Belgische ondernemingen, is 77% een familieonderneming. Bovendien zorgen ze voor 45% van de totale tewerkstelling in België (Lambrecht & Molly, 2011). Enkele belangrijke en bekende Belgische familiebedrijven zijn onder meer Delhaize, Omega Pharma, Vandemoortele en Colruyt (Ceysens, 2008).

De belangrijkste doelstellingen van familiebedrijven zijn ten eerste het creëren van een hoge klantenloyaliteit en ten tweede het opbouwen van een goede reputatie en het behoud van familiale controle. Op de derde plaats komt het maximaliseren van de winst, de creatie van werkzekerheid voor werknemers en de groei van het vermogen. Reputatie en behoud van controle staan op een tweede plaats, hetgeen in niet-familiebedrijven niet het geval is. In familiebedrijven zijn er dus doelstellingen die niet of in mindere mate terug te vinden zijn in niet-familiebedrijven (Lambrecht & Molly, 2011).

Uit onderzoek blijkt bovendien dat familiebedrijven de financiële crisis beter doorkomen dan niet-familiebedrijven. Redenen die hiervoor kunnen worden aangehaald zijn onder andere de focus op lange termijn, minder opdringerige aandeelhouders, betere relaties met klanten en leveranciers. Familiebedrijven houden vast aan een bepaalde strategie. Enkele andere zeer belangrijke elementen zijn het familiekapitaal en de familiewaarden. Het familiekapitaal kan dienen als buffer, geld wordt langer binnen de onderneming gehouden. Familiewaarden groeien over generaties heen, dienend leiderschap bijvoorbeeld kan je niet leren, je wordt er mee opgevoed (Couzy, 2010).

Om te groeien, maar ook om competitief te kunnen blijven, zullen familiebedrijven naast interne financieringsbronnen, nood hebben aan externe financieringsmogelijkheden, die ze kunnen verkrijgen bij financiële instellingen of investeringsmaatschappijen (Zahra & Sharma, 2004). Het is echter niet zo eenvoudig om aan externe financieringsmiddelen te geraken. Financiële instellingen zijn niet altijd geneigd om krediet te verschaffen aan bedrijven. Ze hebben veel informatie nodig over het bedrijf en moeten met zekerheid kunnen zeggen dat het bedrijf het geleende kapitaal zal kunnen terug betalen. Bedrijven kunnen daarnaast beroep doen op investeerders. Dit is echter ook niet eenvoudig om voor in aanmerking te komen. Er zijn veel aspecten waar investeerders rekening mee houden.

Het doel van onze masterproef is te onderzoeken met welke aspecten, die typisch zijn voor een familiebedrijf, bankiers en investeerders rekening houden wanneer ze een beslissing nemen om wel of niet geld uit te lenen of te investeren.

Onze centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

"Welke familiale aspecten hebben een invloed op de beslissing van "venture capitalists" en bankiers voor de financiering van familiebedrijven?"

Om meer inzicht te vergaren in ons onderzoeksgebied bestudeerden we een wetenschappelijk artikel waarin gelijkaardig onderzoek gevoerd werd. Kaplan & Strömberg (2004) deden onderzoek naar factoren die een invloed hebben op investeringen door "venture capitalists". Ze baseerden zich op alle bedrijven, er is dus geen onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Toch is deze analyse zeer nuttig voor het onderzoek dat we willen voeren in onze masterproef. Dit artikel haalt factoren aan die de beslissing van "venture capitalists" om te investeren in een bedrijf beïnvloeden. In onze masterproef onderzoeken we dit specifiek voor familiebedrijven.

Eerst wordt er in het werk van Kaplan & Strömberg (2004) gewezen op vier agency-problemen. Een "venture capitalist" kan bezorgd zijn dat de ondernemer van het bedrijf waarin hij gaat investeren niet hard genoeg zal werken om de waarde van het bedrijf te maximaliseren na de investering. Een mogelijke oplossing kan hier zijn dat de compensatie van de ondernemer gebaseerd is op de resultaten die hij behaalt of op zijn prestatie. Zo zal de ondernemer er zelf alles aan doen om de waarde van het bedrijf te maximaliseren, mits hij er rechtstreeks baat bij heeft. De "venture capitalist" zal dit als een positief punt ervaren wanneer deze een beslissing moet nemen of hij zal investeren in het bedrijf of niet. Een ander probleem kan zijn dat de ondernemer meer weet over zijn eigen kwaliteiten dan de "venture capitalist", voor de "venture capitalist" is het belangrijk dat hij de capaciteiten van de ondernemer kent voor hij gaat investeren. Een derde probleem zijn omstandigheden waarin de "venture capitalist" het niet eens is met de ondernemer. Het is dus belangrijk dat duidelijk wordt afgesproken wanneer de "venture capitalist" de controle heeft en wanneer de ondernemer. Een laatste probleem kan ontstaan doordat de ondernemer de "venture capitalist" ophoudt en dreigt de onderneming te zullen verlaten. Dit is vooral een probleem wanneer het menselijke kapitaal van de ondernemer waardevol is voor het bedrijf. De ondernemer zelf is dan een belangrijk element van de onderneming, zonder de ondernemer is de kans op slagen veel kleiner. Deze onzekerheden/problemen moeten opgelost worden voor een "venture capitalist" beslist om te investeren. In ons onderzoek gaan we na of bovenvermelde problemen ook werkelijk een impact hebben op de financieringsbeslissing van de "venture capitalist".

Kaplan & Strömberg (2004) wijzen verder op drie soorten factoren (sterke punten en risico's): interne, externe en uitvoeringsfactoren. Interne factoren houden onder andere de kwaliteit van management, prestatie, risicokapitaal en invloed van andere investeerders in. Zo is het bijvoorbeeld een risico voor de "venture capitalist" wanneer de CEO van het bedrijf moeilijk is in de omgang of wanneer zijn beslissingen van in het verleden in vraag gesteld kunnen worden. Externe factoren zijn onder andere marktgrootte en -groei, competitie en toetredingsdrempels, de waarschijnlijkheid op aanvaarding door klanten en de financiële markt- en exit voorwaarden. Een

voorbeeld van een risico voor de "venture capitalist" kan hier het wisselkoersrisico¹ zijn of het feit dat in de markt waarin het bedrijf zich nu bevindt de doelgroep van klanten niet snel een nieuw product aanvaardt. Dit zijn risico's die even groot zijn voor de ondernemer als voor de "venture capitalist". De factoren met betrekking tot de moeilijkheid van uitvoering zijn onder andere het product en de technologie, het businessmodel en de businessstrategie. Zo is het bijvoorbeeld een risico voor de "venture capitalist" wanneer de strategie van het bedrijf kwetsbaar is of wanneer er een geografisch risico is. Deze factoren blijken allemaal van belang te zijn in de analyse van de "venture capitalist". Uit het onderzoek van Kaplan & Strömberg (2004) blijkt dat interne risico's verbonden zijn met externe sterktes en externe risico's. Verder zijn externe sterktes ook gecorreleerd aan externe risico's. Uitvoeringssterktes en -risico's zijn ook verbonden met elkaar.

In hun werk gaan Kaplan & Strömberg (2004) ook na wat het effect is van verschillende "acties" die kunnen genomen worden in het contract op de verschillende risico's (intern, extern en moeilijke uitvoering) en de aantrekkelijkheid van de investering. Zo bleek dat er geen significante, maar wel een negatieve correlatie is tussen de interne en externe risico's en het percentage eigen vermogen de oprichter zou bezitten in een optimistisch scenario. Wanneer er gebruik wordt gemaakt van prestatie -benchmarks is er een positieve significante correlatie met het interne en externe risico. Ook is er een positieve significante correlatie met de aantrekkelijkheid van de investering. Hieruit kunnen we afleiden dat de investering aantrekkelijker is voor een "venture capitalist" wanneer er benchmarks zijn. Dan is er een positieve correlatie met de verschillende risico's, de enige significante correlatie is die met het risico van moeilijke uitvoerbaarheid.

Ook met betrekking tot controlerechten werd een multivariate analyse uitgevoerd door Kaplan & Strömberg (2004). Ze besluiten dat er een significante positieve correlatie is tussen het interne en externe risico en de situatie waarin de "venture capitalist" een meerderheid heeft aan directiezetels. Deze positieve significante correlatie is er ook met de graad van directiecontrole die de "venture capitalist" heeft. Met het risico van moeilijke uitvoering is er telkens een negatieve correlatie, echter niet significant. Met de aantrekkelijkheid van de investering is er in beide gevallen een niet significante, positieve correlatie.

Wanneer de "venture capitalist" in stappen financiert, krijgt het bedrijf telkens een deel van het geïnvesteerde bedrag wanneer er een bepaalde mijlpaal bereikt is, een bepaalde prestatie moet geleverd zijn. Deze manier van investeren is positief, significant gecorreleerd met het interne risico. Door gebruik te maken van mijlpalen kunnen "venture capitalists" de slechte bedrijven identificeren en geen verdere investeringen in deze bedrijven meer doen. Zo zal meer geïnvesteerd worden in goede bedrijven en zal hun potentieel verlies kleiner zijn. Voor de andere risico's en de aantrekkelijkheid van de investering zijn de correlaties niet significant. Het aantal maanden tot de volgende "venture capitalist"-ronde is significant, negatief gecorreleerd met het externe risico. De andere correlaties zijn hier ook niet significant (Kaplan & Strömberg, 2004).

¹ Het wisselkoersrisico ontstaat wanneer de waarde van een belegging wordt beïnvloed door wisselkoersschommelingen

Vervolgens kijken Kaplan & Strömberg (2004) naar de correlaties met terugbetalingsrechten, deze geven de "venture capitalist" het recht om het bedrijf de claim te laten terugbetalen op een bepaald ogenblik na de investering. Er werd een significante positieve relatie gevonden met het externe risico en met de aantrekkelijkheid van de investering. Wanneer de "venture capitalist" claim groter is dan de cumulatieve investering, is dit significant positief gecorreleerd met het interne en externe risico en de aantrekkelijkheid van de investering. Er werd ook een significante, maar negatieve correlatie gevonden met het risico van moeilijke uitvoerbaarheid. Ten laatste werd er ook nog een positieve significante correlatie gevonden tussen het interne risico en de aantrekkelijkheid van de investering enerzijds en een "anti -dilution"-clausule anderzijds in het contract. Deze clausule is een beschermingsmechanisme om de huidige aandeelhouders te beschermen tegen verlies van het procentuele aandeel in de onderneming.

Ten slotte vermelden Kaplan & Strömberg (2004) in hun werk dat er een sterke positieve significante correlatie is tussen managementtussenkomsten van de "venture capitalist" en de directiecontrole. Managementtussenkomst is echter niet gecorreleerd met het hebben van eigen vermogen. We kunnen dus besluiten dat het hebben van eigen vermogen en directiecontrole twee aparte factoren zijn. De mogelijkheid voor de "venture capitalist" om meer eigen vermogen te kunnen bezitten is significant positief gecorreleerd met waarde -toevoegende acties die de "venture capitalist" onderneemt. Deze acties zijn niet significant gecorreleerd met directiecontrole.

Uit bovenstaande analyse van Kaplan & Strömberg (2004) halen we reeds enkele punten die we zullen onderzoeken in onze masterproef. Allereerst bestuderen we of de vier agency -problemen, waarvan sprake is, een significante invloed uitoefenen op de beslissing van "venture capitalists". Vervolgens nemen we het effect van de aanwezigheid van presentatie -benchmarks onder de loep, alsook de invloed van de graad van directiecontrole die de "venture capitalist" verkrijgt. Verder onderzoeken we of een "venture capitalist" meer geneigd is te investeren in het bedrijf indien er gewerkt wordt met mijlpalen. Uit verdere literatuurstudie zullen nog factoren naar voor komen die een invloed kunnen hebben op het al dan niet financieren van het bedrijf door "venture capitalists" of bankiers. Deze factoren zullen uiteraard ook onderzocht worden in onze masterproef.

2 De verschillende types investeerders

In deze sectie wordt een onderscheid gemaakt tussen de verschillende types investeerders, mits iedere investeerder belang hecht aan andere aspecten om een financieringsbeslissing te nemen. Zo zijn er institutionele en informele investeerders. Onder institutionele investeerders worden "venture capital funds" en banken verstaan (Nofsinger & Wang, 2011). Informele investeerders daarentegen hebben een persoonlijke relatie met de ondernemer, bijvoorbeeld vrienden of collega's, familie valt nog onder een andere noemer. Daarnaast zijn er ook nog "business angels", wie of wat deze precies zijn, wordt hieronder verder toegelicht.

2.1 "Business angels"

Volgens Prowse (1998) zijn "**business angels**" doorgaans rijke individuen met ervaring in het bedrijfsleven, ze investeren voornamelijk in "start -ups" of jonge bedrijven. Prowse (1998) kan niet zeggen welke sectoren of eigenschappen van bedrijven "business angels" verkiezen. De achterliggende reden is dat iedere "business angel" andere ervaringen heeft in andere sectoren.

Verder maakt Prowse (1998) een onderscheid tussen actieve en passieve "business angels". Tot de actieve "business angels" behoren voornamelijk voormalige bedrijfseigenaars met ervaring in het stichten en managen van kleine bedrijven of departementen binnen grote bedrijven. Actieve "business angels" monitoren het bedrijf waarin ze investeren, geven advies en zetelen in het bestuur. Passieve "business angels" daarentegen brengen enkel geld in, deze komen echter niet vaak voor of ze werken samen met actieve "business angels" die deze taken volbrengen in hun plaats.

Volgens Prowse (1998) gaat de inbreng van een "business angel" verder dan kapitaal en advies. Een "business angel" heeft vele connecties met allerlei bedrijven en mensen uit het bedrijfsleven, dit kan het bedrijf ten goede komen bij het zoeken naar bepaalde werknemers, het aantrekken van additioneel kapitaal, ...

2.2 "Venture capitalists"

"Venture capital" kan volgens Gompers & Lerner (2001) gezien worden als een financieel intermediair. "**Venture capitalists**" verlenen kapitaal aan jonge, kleine bedrijven die een hoge graad van onzekerheid hebben, weinig activa en die zich in een flexibele markt bevinden. Het zijn bedrijven met een hoog risico die moeilijk aan externe financiering geraken. "Venture capitalists" investeren in een bedrijf, ze controleren de acties die genomen worden, ze begeleiden, voegen waarde toe. Vaak zullen ze ook een plaats innemen in de directie om zo hun ervaring te delen met de andere managers en werknemers. Uiteindelijk willen "venture capitalists" geld verdienen uit hun investeringen. Ze veranderen illiquide aandelen in een gerealiseerde return. De meest

winstgevende "exit" is een "Initial public offering" (IPO), dan worden de aandelen verkocht aan het publiek.

Ook Metrick & Yasuda (2011) definiëren "venture capital" als een financieel intermediair. Een "venture capitalist" investeert enkel in private ondernemingen en neemt daarbij een actieve rol in. Het uiteindelijke doel is het maximaliseren van hun eigen financiële return. Kollmann & Kuckertz (2010) stellen dat "venture capitalists" allereerst fondsen zullen genereren om in de mogelijkheid te kunnen zijn investeringen te maken. Deze fondsen zullen ze dan investeren in bedrijven waarna ze deze investeringen op de voet volgen. Achteraf zullen ze uit een bedrijf stappen wanneer er voldoende winst gerealiseerd kan worden. "Venture capitalists" maken gebruik van een **stappenplan** om verschillende bedrijven te vergelijken en te beslissen in welk bedrijf ze zullen investeren (Metrick & Yasuda, 2011). Allereerst zullen alle bedrijven een "screening" of doorlichting ondergaan, bestaande uit een markttest en een managementtest. In de markttest wordt gekeken naar de mogelijkheden van het bedrijf op de markt, mogelijkheden voor een grote "exit". In de managementtest wordt gekeken naar de bekwaamheid van het managementteam, zowel de individuen worden onder de loep genomen, als het team als geheel. In deze stap wordt het aantal mogelijke investeringen flink gereduceerd.

Bedrijven die slagen voor de doorlichting, ondergaan een eerste "Due Dilligence". In tegenstelling tot de doorlichting worden de bedrijven nu harder aangenomen, ze zullen moeilijke vragen moeten beantwoorden en er wordt nagedacht over wat fout zou kunnen gaan. "Venture capitalists" zullen ondernemers interviewen. In deze fase komen volgens Metrick & Yasuda (2011) de beste opportuniteiten naar boven, maar ook de grootste risico's.

Als de "venture capitalist" nog steeds geïnteresseerd is in het bedrijf, zal hij een blik werpen op de "term sheet" die de ondernemer heeft opgesteld. In de "term sheet" staat onder andere wat de waarde van het bedrijf is, de te verwachte waarde in de toekomst en de waarde bij een "exit". Verder wordt er ook in vermeld welke de controlerechten van de "venture capitalist" zijn, hoe het bedrijf te werk gaat in verband met dividenden en welke andere verplichtingen en rechten de investeerders hebben. De "venture capitalist" weet dan tot in de kleinste details wat zijn investering precies zou gaan inhouden, wat de voordelen en beperkingen zijn (Metrick & Yasuda, 2011).

Wanneer deze "term sheet" is goedgekeurd volgt nog een "Due Dilligence", waarbij de VC nog eens alle elementen onder de loep neemt. Achteraf, stellen Metrick & Yasuda (2011), worden de contracten ondertekend waarin duidelijk de rol van de "venture capitalist" aangegeven staat. Wanneer de investering een feit is, kan de samenwerking beginnen. Het doel van de "venture capitalist" is om waarde toe te voegen aan het bedrijf. Hij zal binnen het bedrijf werken en advies geven in verband met belangrijke beslissingen die gemaakt dienen te worden. Hij zal bovendien specifieke taken op zich nemen binnen zijn vakgebied. Uiteindelijk zal de "venture capitalist" het bedrijf verlaten via een "exit", meestal een IPO aangezien dit het meeste opbrengt (Metrick & Yasuda, 2011).

Volgens Xuan (2011) gaan "venture capitalists" vaak over tot het investeren in verschillende stappen ("**staging**"). De beslissing om dit te doen is vaak een weloverwogen beslissing aangezien het aanzienlijke kosten met zich meebrengt. Investeren in verschillende stappen gaat gepaard met kosten van onderhandeling en het opstellen van contracten. Bovendien dient de "venture capitalist" voor elke investeringsronde voldoende tijd te besteden aan het project. Er zijn echter nog nadelen verbonden aan "staging". Ten eerste bestaat de mogelijkheid dat de ondernemer van het bedrijf waarin de "venture capitalist" zal investeren eerder geneigd is om zich te richten op korte termijnsuccessen. Dit zou hij kunnen doen om te voldoen aan de voorwaarden van de "venture capitalist" om een bijkomende investering te krijgen in een volgende stap. Ook kunnen de kosten voor het bedrijf stijgen doordat projecten uitgesteld dienen te worden wanneer ze het bijkomend kapitaal van de "venture capitalist" niet eenmalig maar beperkt op verschillende tijdstippen ontvangen. Een laatste nadeel zijn de eventuele onder -investerings -problemen.

Om het effect van "staging" te kunnen onderzoeken gaat Xuan (2011) uit van drie hypothesen: de "monitoring -hypothese", de "hold-up -hypothese" en de "leerhypothese". De "monitoring -hypothese" stelt dat de kosten voor het begeleiden van bedrijven hoog zijn, net als de kosten in verband met "staging". Een "venture capitalist" zal dus een balans dienen te maken tussen deze mogelijkheden en achteraf een keuze. Hij zal enkel opteren voor een investering in verschillende stappen wanneer de kosten van het monitoren niet te hoog zijn. Wanneer de kosten voor het monitoren niet te hoog zijn, kan de "venture capitalist" dit intensief doen en is het niet nodig om in verschillende stappen te investeren. Wanneer hij niet intensief kan monitoren, is het aangewezen om over te gaan op "staging". Een "venture capitalist" kan intensief monitoren wanneer de geografische afstand tussen het bedrijf en de VC niet te groot is.

De "hold-up -hypothese" gaat over de mogelijkheid van de ondernemer om de "venture capitalist" op te houden door te dreigen om het bedrijf te verlaten. Dit probleem is het grootst in een industrie waar bedrijven kort bij elkaar liggen in een hechte gemeenschap en de ondernemer dus gemakkelijk ergens anders terecht kan om een nieuwe carrière te starten. Wanneer gebruik wordt gemaakt van "staging", verkleint dit probleem doordat het "human capital"² van de ondernemer nodig zal zijn om aan de voorwaarden van een volgende stap te voldoen (Xuan,2011).

De "leerhypothese" omvat de kennis over het bedrijf en de ondernemer die een "venture capitalist" opdoet doorheen het investeringsproces (Xuan, 2011).

In de resultaten van zijn onderzoek maakt Xuan (2011) een onderscheid tussen de oorzaken en de gevolgen van "staging". In verband met de oorzaken werden volgende resultaten gevonden. Wanneer de afstand tussen het bedrijf en de "venture capitalist" groter wordt, heeft de "venture capitalist" eerder de neiging om te investeren in meer stappen, met een kortere tijd tussen twee stappen en een kleiner bedrag van investering in elke stap. Het feit dat het bedrijf gelegen is in

² De kennis en vaardigheden die de leden van het managementteam bezitten. Wanneer een lid het team zou verlaten, gaat zijn kennis weg en dus ook zijn "human capital". Personen zijn drager hiervan.

een hechte gemeenschap heeft echter geen invloed op de neiging tot het overgaan naar investeren in meerder stappen. Dit laatste resultaat spreekt de "hold-up -hypothese" tegen.

In verband met de gevolgen werden volgende resultaten behaald. Voor bedrijven die verder gelegen zijn van de "venture capitalist", wordt een positieve correlatie gevonden tussen het aantal financieringsrondes enerzijds en de neiging van het bedrijf om publiek te gaan of de operationele prestatie in een IPO anderzijds. Voor bedrijven die korter bij de "venture capitalist" gelegen zijn, is er een negatieve correlatie. Bovendien werd geen correlatie gevonden tussen de prestatie van een bedrijf wanneer in stappen wordt geïnvesteerd en het feit of het bedrijf gelegen is in een hechte gemeenschap of niet.

Martí, Menéndez-Requejo & Rottke (2012) onderzoeken welke **meerwaarde "venture capitalists"** kunnen leveren aan familiebedrijven. Dit kan volgens hen verschillen van de meerwaarde voor niet-familiebedrijven. Over het algemeen zijn familiebedrijven minder snel geneigd om een beroep te doen op "venture capital". Familiebedrijven prefereren de controle in eigen handen te houden in plaats van een "venture capitalist" het bedrijf te laten overnemen. Ze houden er niet van om hun cultuur en managementstijl aan te passen aan de "venture capitalist", die dat wel doet om in de mogelijkheid te kunnen zijn waarde toe te voegen aan het bedrijf. Een "venture capitalist" krijgt graag de controle in een bedrijf en wil mee de belangrijke beslissingen nemen.

Martí, Menéndez-Requejo & Rottke (2012) bekijken twee aspecten: groei en opvolging. **Groei** is essentieel wanneer een bedrijf wil overleven doorheen verschillende generaties. Familiebedrijven echter, doen liever geen grote investeringen, ze willen geen nieuwe aandeelhouders en zijn risico - avers. Bovendien vermijden ze liever het aantrekken van vreemd kapitaal. Het tweede aspect, **opvolging**, is ook essentieel in een familiebedrijf. Het is tegelijk een zeer grote uitdaging waarvoor veel familiebedrijven niet slagen. Wanneer een familiebedrijf toch een beroep zou doen op "venture capital" kan dit het maken van veranderingen vergemakkelijken. Dat gaat natuurlijk ook gepaard met conflicten afhankelijk van de wensen van de familie.

Martí, Menéndez-Requejo & Rottke (2012) concluderen in hun onderzoek dat wanneer een "venture capitalist" een minderheidsbelang aanneemt in een familiebedrijf, de groei van het familiebedrijf trager verloopt dan in een niet-familiebedrijf. Wanneer de "venture capitalist" een meerderheidsbelang aanneemt en dus controle kan uitoefenen op het bedrijf, is er geen verschil in groei tussen een familie en niet-familiebedrijf.

2.2.1 Banken versus "venture capitalists"

De institutionele investeerders blijken onderling ook enkele significant verschillende eigenschappen te bezitten, dit werd door Winton & Yerramilli (2008) onder de loep genomen. Banken zullen een brede waaier van bedrijven financieren, terwijl "venture capitalists" voornamelijk risicovollere bedrijven financieren waar de kans op hoge "returns" groot is. Verder zullen "venture capitalists"

door financiering van een bedrijf meestal converteerbare effecten van dat bedrijf bekomen, banken zullen dat niet bekomen. Financiering door een bank is meestal in de vorm van zuivere schuld. Zowel banken als "venture capitalists" houden een oogje in het zeil in het bedrijf dat gefinancierd wordt. Banken nemen deze taak passiever op dan "venture capitalists", hun doel is slechte uitkomsten proberen te voorkomen. "venture capitalists" daarentegen hebben een actievere rol binnen het bedrijf, ze kunnen een invloed uitoefenen op de beslissingen die binnen het bedrijf genomen worden en zelfs het management opzij zetten indien deze zich niet aan de voorwaarden, opgelegd door de "venture capitalist", houdt. Met de actieve rol van "venture capitalists", vaak ook monitoring genoemd, hebben banken minder ervaring. Hierdoor zullen "venture capitalists" zich makkelijker een beeld kunnen schetsen van de situatie waarin een bedrijf verkeert. Waar banken enkel zien of het bedrijf in een goede of slechte staat is, zal een "venture capitalist" ook kunnen stellen wat de meest aangewezen strategie is. Verder stellen Winton & Yerramilli (2008) dat de actieve bijdrage van "venture capitalists" gepaard gaat met een hogere financieringskost dan bij bankfinanciering.

Wanneer een ondernemer een **keuze** moet maken tussen **bankfinanciering en "venture capital"** zal hij een "trade-off" moeten maken tussen de voordelen die een "venture capitalist" hem kan bieden en de kosten die ermee gepaard gaan. Een "venture capitalist" levert niet alleen het geld voor bijvoorbeeld een investering, hij draagt ook bij tot de onderneming met zijn kennis en ervaring. Een ondernemer zal alleen kiezen voor "venture capital" wanneer de contributie groot genoeg is en het significante voordelen oplevert voor het bedrijf, het moet waarde toevoegen. Tegenover de voordelen van "venture capital" staan de nadelen. Zo is er het dubbele "moral hazard"³ probleem. Zowel de "venture capitalist" als de ondernemer moet voldoende inspanning leveren. Beiden zullen gemotiveerd zijn wanneer ze een significant eigen vermogensaandeel hebben. Een groter aandeel voor de "venture capitalist" staat echter tegenover een lager aandeel voor de ondernemer. De ondernemer zal minder inspanning leveren aangezien hij minder controle kan uitoefenen over zijn bedrijf. Bij een lening bij de bank blijft het volledige eigendom en de volledige controle bij de ondernemer. Er ontstaat dus een "trade-off" tussen de contributie die een "venture capitalist" levert en de kost van controleverlies (De Bettignies & Brander, 2006).

Volgens Winton & Yerramilli (2008) is "venture capital" optimaal wanneer voldaan is aan een aantal eigenschappen. Strategische onzekerheid moet hoog zijn. Wanneer dit niet het geval is opteert een bedrijf beter voor een schuldfinanciering bij de bank. De kost van actieve monitoring kan dan te hoog worden terwijl het bedrijf er niet echt nood aan heeft. Verwachte winst van een risicovolle voortzettingstrategie mag niet te hoog zijn. Wanneer dit het geval zou zijn, kan een bedrijf zelf haar investering terug verdienen en is de investering van een "venture capitalist" niet noodzakelijk. De waarschijnlijkheid op succes en de waarde die een bedrijf heeft bij liquidatie moeten laag zijn, de "cash flow" bij succes echter moet hoog zijn. Een "venture capitalist" maakt winst door grote verschillen in "cash flow" die hij zal ontvangen bij een succes of een falen. Dit is het geval aangezien een goede "venture capitalist" een portfolio aan investeringen samenstelt en een

³ Moral hazard zijn veranderingen in het gedrag van individuen zodra zij niet direct het risico lopen voor hun daden.

mislukte investering staat dan tegenover het succes van een andere investering. Een "venture capitalist" heeft geen baat bij een investering met een zekere return, hij neemt graag risico's die hij kan weg diversifiëren (Metrick & Yasuda, 2011).

2.2.2 "Business angels" versus "venture capitalists"

Fairchild (2011) bekijkt in zijn onderzoek de **keuze** van een ondernemer voor een **"venture capitalist" of een angelinvesteerder**. Hij concludeert dat de keuze van de ondernemer afhankelijk is van economische en gedragsmatige factoren. "Venture capitalists" zijn meestal bekwaam en kunnen meer waarde toevoegen aan het bedrijf. "Business angels" daarentegen zijn informeler, ze proberen een hechte relatie op te bouwen met de ondernemer. Ze bezitten over meer inlevingsvermogen en hun investering is eerder gebaseerd op een wederzijds vertrouwen met de ondernemer.

Wanneer een ondernemer zich vooral richt op de waarde die kan toegevoegd worden aan het bedrijf, zal hij opteren voor een "venture capitalist". Een ondernemer die belang hecht aan een goede relatie zal voor een "business angel" kiezen. Volgens Fairchild (2011) is het echter aangewezen om met beide factoren rekening te houden in plaats van een keuze te maken voor een van de twee factoren. Enkel zo zal het bedrijf het volledige potentieel kunnen bereiken.

"Venture capitalists" beschermen hun kapitaal dat ze investeerden in een bedrijf door het krijgen van een controlerende functie, "staging" of contractuele bepalingen. Volgens Wong, Bhatia & Freeman (2009) maken "business angels" geen gebruik van zulke beschermingsmaatregelen. Zij doen eerder een beroep op het aanpassen van de grootte van de investering, "syndication" en geografische nabijheid. Afhankelijk van hoe groot het risico van een investering is, bepalen "business angels" hoeveel kapitaal ze zullen investeren. Bovendien is het bijna nooit het geval dat er slechts één "business angel" investeert, het gaat meestal om verschillende "business angels" die in zee gaan met een bedrijf. Op deze manier wordt het risico alsook de monitoring gespreid (syndication). Een laatste maatregel betreft de geografische nabijheid, "business angels" prefereren bedrijven die in de buurt gelegen zijn. Het maken van formele controlemechanismen wordt zo onnodig.

We hebben in deze sectie de verschillende types investeerders besproken. De verschillende types investeerders kunnen ondergebracht worden in twee categorieën, namelijk institutionele investeerders en informele investeerders (vrienden, collega's, ...). Naast deze twee categorieën zijn er ook nog de rijke individuen met ervaring in het bedrijfsleven, de "business angels" genaamd. Onder de institutionele investeerders vinden we de "venture capitalists" en bankiers terug. In ons praktijkonderzoek spitsen we ons toe op deze categorie.

3 Familiebedrijven

Dit hoofdstuk licht toe wat een familiebedrijf is, zodoende een duidelijk beeld te schetsen van de te onderzoeken bedrijven. Zo gaat de eerste sectie van start met een definitie van familiebedrijven. In de daaropvolgende secties wordt dieper ingegaan op de typische aspecten ervan, zoals onder andere de invloed die familieleden hebben binnen een familiebedrijf. Ook worden de verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven aangehaald, die de financieringsbeslissing van bankiers of "venture capitalists" kunnen beïnvloeden.

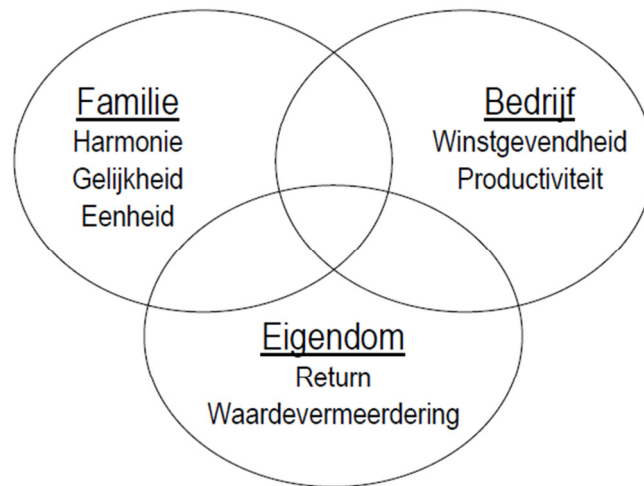
3.1 Definitie

Er is reeds heel wat onderzoek gebeurd naar familiebedrijven, doch is er tot op heden nog geen uniforme **definitie** van wat een **familiebedrijf** precies is. Chua, Chrisman & Sharma (1999) ondernamen een poging om een definitie te vormen, hiervoor baseerden ze zich op een hele reeks voorgaande onderzoeken en definities:

"The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family of families." (Chua, Chrisman & Sharma, 1999, p25)

Volgens Chua, Chrisman & Sharma (1999) is een bedrijf een familiebedrijf indien de bedrijfsvisie wordt opgesteld door de familie. Uiteraard moet deze visie gezien worden als een uitdaging en moet deze nagestreefd worden.

Tagiuri & Davis (1996) definiëren een familiebedrijf aan de hand van hun driecirkeldiagram (Figuur 1). Ze stellen een familiebedrijf voor als drie overlappende subsystemen: het bedrijf zelf, de eigenaars van het bedrijf (eigendom) en de familie. Elk subsysteem heeft eigen belangen en ambities waarmee rekening moet gehouden worden. Voor het subsysteem familie zijn harmonie, gelijkheid en eenheid belangrijk, voor het subsysteem bedrijf zijn de elementen winstgevendheid en productiviteit van belang en voor het subsysteem eigendom zijn return en waardevermeerdering belangrijke elementen. De onderlinge interactie tussen de subsystemen maakt het familiebedrijf anders dan een niet-familiebedrijf. In een familiebedrijf wordt in hogere mate rekening gehouden met al deze elementen en met hoe deze elementen samenkomen.



Figuur 1: Subsystemen familiebedrijven, bron: Tagiuri & Davis (1996)

Ceysens (2008) stelt dat het doel van een familiebedrijf is een balans te vinden tussen het garanderen van de continuïteit van de onderneming en het creëren van winstgevendheid. Bovendien is voor een familiebedrijf het verstrengelen van de familie en het bedrijf een bijkomende belangrijke doelstelling. Om een definitie te kunnen vormen van een familiebedrijf houdt Ceysens (2008) rekening met drie kenmerken, om een familieonderneming genoemd te kunnen worden moet een onderneming aan minstens één van deze kenmerken voldoen. Ten eerste moet meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één familie. Ten tweede moet minstens 50% van het management bestaan uit familieleden. Ten derde moet een significant deel van de leden van de raad van commissarissen afkomstig zijn van één familie. Een eventueel bijkomend kenmerk is dat minstens twee leden van de familie in het bedrijf actief moeten zijn als manager of als werknemer. Uiteindelijk komt Ceysens (2008) tot een zeer algemene definitie van een familiebedrijf: " Een familiebedrijf is een bedrijf waar eigendom en/of leiding in handen van een familie zijn".

Om bovenstaande definities meer duiding te geven, wordt in de volgende sectie dieper ingegaan op de typische aspecten van familiebedrijven.

3.2 Typische aspecten van familiebedrijven

Onderzoek wijst uit dat er aspecten in familiebedrijven aanwezig zijn, die niet terug te vinden zijn in niet-familiebedrijven. Zo is er bijvoorbeeld de invloed van familie -kenmerken (Chrisman, Sharma & Taggar, 2007) of zijn er de agency -kosten die gepaard gaan met de verschillende generaties binnen de familie (Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007). Deze typische aspecten worden hieronder besproken. In onze masterproef wordt de invloed onderzocht van deze aspecten op de financieringsbeslissing van "venture capitalists" en bankiers.

3.2.1 Invloed van macht bij familieleden of niet-familieleden

Enkele typerende aspecten voor een familiebedrijf zijn afhankelijk van het feit of de **financiële verantwoordelijkheid in de handen ligt van een familielid of niet**. Zo is het familiebedrijf

kleiner wanneer deze verantwoordelijkheid familiaal is. Een verklarende reden hiervoor is dat "Chief Financial Officers" (CFO's) eerder geneigd zullen zijn om in te tekenen op contracten bij grotere familiebedrijven, waar meer carrièrekansen zijn. Ook bestaat er een relatie met de leeftijd van het bedrijf. Oudere bedrijven zijn meestal groter en zullen dus vaker een buitenstaander als CFO tewerkstellen.

Familiebedrijven hebben het moeilijk om systemen te ontwikkelen om het management te controleren. Deze systemen zijn echter noodzakelijk om autonomie toe te kennen aan niet-familieleden. Door het ontbreken van deze systemen zullen familieleden hiërarchisch hoger staan dan niet-familieleden en zullen zij een grotere invloed uitoefenen op de strategische beslissingen. Een andere reden waarom familieleden een hogere positie hebben en meer invloed uitoefenen op de strategische beslissingen is omdat de belangen van familieleden dichter aansluiten bij de belangen van het familiebedrijf, dit zorgt voor een vermindering van de agency -kosten. Het marktaandeel van het familiebedrijf zal ook kleiner zijn indien de CFO een familielid is (Gallo & Vilaseca, 1998).

Ook Miller & Le Breton-Miller (2006) deden onderzoek naar de effecten die kunnen ontstaan wanneer het eigendom van een bedrijf volledig in handen is van een familielid. Zij baseren zich in hun onderzoek op de agency -theorie en de stewardship -theorie⁴. Zij stellen dat over het algemeen familiebedrijven beter presteren dan niet-familiebedrijven doordat zij lagere "free - riding" agency -kosten hebben en superieure attitudes ten opzichte van de stewardship -theorie. Familieleden willen een meerwaarde leveren aan hun bedrijf, zijn emotioneel betrokken, zij zullen in het bedrijf en zijn werknemers investeren. Bovendien blijven zij langer in een bedrijf dan topmanagers bij een niet-familiebedrijf. Door de langdurige band met een bedrijf ontstaat meer toewijding en betrokkenheid. Er is niet zozeer de neiging om op korte termijn naar oplossingen te zoeken, er kan ook gedacht worden aan de lange termijn, aan investeringen die in de toekomst het bedrijf ten goede komen. De ontwikkeling van bekwaamheden op lange termijn zoals meer onderzoek en ontwikkeling, meer training, meer kapitaalinvesteringen, kunnen een competitief voordeel opleveren.

Een nadeel verbonden aan het eigendom in handen van een familielid is volgens Miller & Le Breton-Miller (2006) dat de eigenaar zichzelf veel te hoge dividenden kan uitkeren en dat hij kan handelen in functie van zijn eigenbelang in plaats van dat van het bedrijf. Een oplossing voor dit probleem is dat er **ook onafhankelijke managers en belanghebbenden** worden betrokken die niet tot de familie behoren. Deze personen kunnen dienen als controle voor de familie, ze kunnen nieuwe ideeën of alternatieven naar voor brengen.

⁴ De Stewardship -theorie is gebaseerd op het feit dat de leiders in een bedrijf hun baan zo goed mogelijk willen doen en dat ze dit doen in het belang van het bedrijf en zijn belanghebbenden. Deze theorie houdt in dat de "stewards" begaan zijn met het bedrijf en zelfs bereid zijn om persoonlijke opofferingen te maken.

Wanneer eerder geopteerd wordt voor meer familieleden meer invloed te geven in plaats van één familielid en in plaats van niet-familieleden op te nemen in het familiebedrijf, kan dit ook al positieve gevolgen hebben. Er ontstaat dan een verspreiding van macht en controle (Miller & Le Breton-Miller, 2006).

3.2.2 Agency kosten doorheen verschillende generaties

Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo (2007) hebben een onderzoek uitgevoerd waarbij de focus lag op de manier waarop familiebedrijven omgaan met de afweging tussen de kosten van controle te behouden en de besparing van agency -kosten doorheen de **verschillende generaties**. Meer specifiek stellen ze zich de vraag of familie- en niet-familiebedrijven dezelfde financiële capaciteit hebben om middelen te bekomen.

Vervolgens gaan Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo (2007) na of familiebedrijven het voordeel van lage agency -kosten blijven behouden doorheen de generaties en of er sprake is van altruïsme⁵. Dit deden ze door een onderscheid te maken tussen bedrijven jonger en ouder dan 25 jaar. Bedrijven die jonger zijn dan 25 jaar worden doorgaans nog geleid door de eerste generatie. In bedrijven ouder dan 25 jaar zal de tweede generatie reeds ingetreden zijn. Het onderzoek toont aan dat in eerste generatiebedrijven doorgaans de raad van bestuur kleiner is dan in niet-familiebedrijven. Ook zijn deze bedrijven meer actief in minder kapitaalintensieve industrieën en zijn ze kleiner. De lage agency -kosten in eerste generatie familiebedrijven zijn equivalent aan de voordelen die een niet-familiebedrijf haalt uit het bredere gamma van financiële middelen. In de eerste generatie familiebedrijven is de eigendom zeer geconcentreerd en is vaak de eigenaar en manager één persoon, maar ook de relatie tussen de familieleden is hecht. Dit alles zorgt voor een minimale informatie asymmetrie, waardoor de agency -kosten laag zijn.

Voor de oudere familiebedrijven zien we geen verschil in grootte en grootte van de raad van bestuur ten opzichte van niet-familiebedrijven. Oudere familiebedrijven zullen meer schulden hebben dan niet-familiebedrijven. Hieruit blijkt dat familiebedrijven financieringskeuzes maken volgens de "pecking order theorie": eerst interne financiering, vervolgens schulden en als laatste worden aandelen uitgegeven. Oudere familiebedrijven worden even winstgevend bevonden als niet-familiebedrijven. Opvolgende generaties brengen hogere agency -kosten met zich mee, onder meer door altruïsme, wat oudere familiebedrijven aanzet om hun financiële structuur te verbreden (Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo, 2007).

Ook Sonfield & Lussier (2004) deden een onderzoek naar de verschillen en gelijkenissen tussen verschillende generaties in familiebedrijven, meer bepaald de eerste, tweede en derde generatie. Een familiebedrijf wordt door hun gedefinieerd als een bedrijf waarin familieleden het eigendom en management domineren en waarin de familieleden het bedrijf ook beschouwen als een familiebedrijf. Sonfield & Lussier (2004) concluderen dat tweede- en derde generatiebedrijven

⁵ Altruïsme is het helpen van andere mensen zonder eigenbelang.

meer plannen maken om de opvolging te verzekeren. Eerste generatiebedrijven hebben moeite met het afgeven van hun verantwoordelijkheid en zien het belang van een goede voorbereiding van de volgende generatie niet in. Bij de volgende generaties is dat wel het geval.

Verder volgt uit het onderzoek van Sonfield & Lussier (2004) dat er geen significante verschillen zijn in de manier waarop de topmanagement -stijl en het beslissingsproces worden beïnvloed door de objectieven en methodes van de stichter van het bedrijf. Ook zijn er geen significante verschillen op het gebied van niet-familiale managers, vrouwelijke leden, team management, aanwezigheid van conflicten, het gebruik van adviseurs, het gebruik van strategische planning, financiële hulpmiddelen en de beslissing om publiek te gaan of niet. Waar wel verschillen zijn is in de manier van financieren. Eerste generatiebedrijven hebben een hoger niveau van eigen vermogen financiering en een lager niveau van schuldfinanciering in vergelijking met latere generatiebedrijven.

Volgens Miller & Le Breton-Miller (2006) is het nodig om te **investeren in volgende generaties** om de opvolging van het familiebedrijf te verzekeren. Ze halen enkele initiatieven aan die managers kunnen ondernemen om dit proces te vergemakkelijken. Een eerste initiatief kan zijn om er van in het begin rekening mee te houden en beroep te doen op meer conservatieve financiële strategieën. Op deze manier wordt een gezonde onderneming overgedragen aan de volgende generatie. Verder is het ook belangrijk dat een goede reputatie wordt opgebouwd, via bijvoorbeeld innovatie, onderzoek en ontwikkeling, kwaliteit, klantservice of promoties. Een andere aanzet zou kunnen zijn het opbouwen van relaties met buitenstaanders zoals het opzetten van lange termijn allianties met partners, klanten of leveranciers.

Afgezien van de initiatieven halen Miller & Le Breton-Miller (2006) ook voordelen aan verbonden met het overdragen van het bedrijf aan volgende generaties. Zo wordt stilzwijgende informatie binnen het bedrijf gehouden. Stilzwijgende informatie is "knowhow" en vaardigheden die individuen bezitten en die niet gemakkelijk gecommuniceerd of aangeleerd kunnen worden aan andere personen. Deze informatie wordt dan binnen het bedrijf gehouden en mee overgedragen aan de volgende generaties. Een ander voordeel is dat er een optimale cultuur kan worden opgebouwd wanneer het bedrijf zal blijven bestaan. De input die werknemers leveren zal niet verloren gaan.

3.2.3 Invloed van familie op eigen vermogen financiering

Wu, Chua & Chrisman (2006) deden onderzoek naar de invloed van familie-eigendom en management op eigen vermogen financiering, op publiek eigen vermogen financiering en agency -kosten controlemechanismen. Deze controlemechanismen zijn er om agency -kosten te minimaliseren. In hun onderzoek maakten Wu, Chua & Chrisman (2006) gebruik van twee soorten agency -variabelen, namelijk controleren en signaleren. Controleren werd gemeten op basis van het aantal bestuursvergaderingen en de mogelijke aanwezigheid van een niet-familie lid die verantwoordelijk is voor de financiële tak in het bedrijf. Signaleren werd gemeten op basis van het feit of de eigenaar zelf ook activa in het bedrijf investeert.

Wu, Chua & Chrisman (2006) kwamen tot de conclusie dat betrokkenheid van familie door het controleren van eigendom of door het controleren van eigendom en het management gerelateerd is aan een lager niveau van eigen vermogen financiering. De familie is bereid een hoger financieel risico zelf te dragen. **Betrokkenheid van de familie** heeft een nog groter negatief effect op publieke eigen vermogen financiering. Deze invloed is echter indirect. Betrokkenheid van de familie heeft ook een invloed op het gebruik van agency -kosten controlemechanismen. Betrokkenheid heeft een negatief effect op de agency -variabele controleren en een positief effect op signaleren. Er wordt dus meer beroep gedaan op signaleren om agency -problemen op te lossen. Via de invloed van betrokkenheid op deze mechanismen heeft betrokkenheid van de familie dus een indirect effect op eigen vermogen financiering.

Bovendien reduceert familiebetrokkenheid agency -kosten door een lagere waarschijnlijkheid op leidinggevend opportunisme, een hogere risicoaversie en een lange termijn oriëntatie (Chua, Chrisman, Kellermanns & Wu, 2011).

Volgens Wu, Chua & Chrisman (2006) ontstaan agency -problemen door asymmetrische informatie met betrekking tot conflicten. Er zijn verschillende manieren om deze problemen aan te pakken, deze verschillen echter wel voor grote en kleine ondernemingen. Financiering via publieke bronnen vraagt hoge vaste kosten, dit is niet haalbaar voor kleine bedrijven waardoor zij eerder een beroep doen op private financiering. Kleine bedrijven zijn meestal ook "informationally opaque", ze geven niet veel informatie prijs. Voor hun financiering zijn kleine bedrijven meer afhankelijk van de relatie met uitleners. Een wederzijds vertrouwen biedt toegang tot financiële bronnen (Chua, Chrisman, Kellermanns & Wu, 2011).

3.2.4 Invloed van familie-kenmerken op de prestatie van bedrijven

Naast verschillen die er zijn tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven zijn er ook verschillen tussen familiebedrijven onderling, of anders gezegd, er zijn aspecten die sommige familiebedrijven hebben en andere niet. Chrisman, Sharma & Taggar (2007) bespreken deze aspecten en hun invloed op de prestatie van bedrijven. Zo is er een verschil tussen familie -gebaseerd altruïsme (ouders transfereren normale goederen onvoorwaardelijk naar de kinderen), paternalistisch altruïsme (ouders geven hun kinderen bepaalde acties en consumptiepatronen mee, zo denken ze dat hun kinderen later zullen handelen volgens hun wensen) en **psychologisch altruïsme** (ouders geven hun kinderen waarden en normen mee waarvan zij denken dat ze essentieel zijn). Enkel deze laatste vorm resulteert in een efficiënt beleid later. De normen en waarden die kinderen meekrijgen zijn bepalend voor hoe een persoon zal zijn als leidinggevende.

Bedrijfsleiders die controleren en stimulans bieden aan managers verbeteren hun prestatie. Het motiveert de managers en geeft ze het gevoel dat ze wat bijbrengen aan het bedrijf, dit is minder het geval wanneer hun werk gewoon gecontroleerd wordt. Chrisman, Sharma & Taggar (2007) stellen daarbovenop dat conflicten worden vergroot wanneer er een groot verschil in loon is tussen familieleden in het top management team. Het is belangrijk dat er een goede verstandhouding en

vertrouwen is in het managementteam, zeker wanneer het gaat om familieleden, die een voordeel hebben door hun familieband. Grote verschillen in loon kunnen deze band schade toekennen. Dit hangt nauw samen met de doelstellingen die hetzelfde moeten zijn voor alle leden van het managementteam.

3.2.5 Invloed van geslacht op de prestatie van bedrijven

Mannen en vrouwen hebben een andere manier van leidinggeven. "**Mannelijk management**" is strategisch en competitief. Mannen maken gebruik van een gecentraliseerd beslissingsproces, een duidelijke lijn tussen eigenaars en werknemers en een duidelijke hiërarchie. "**Vrouwelijk management**" is persoonlijk, het heeft een participatief beslissingsproces en een hoge medewerking van werknemers. Vrouwen zijn meer risicomijdend dan mannen en ze maken meer gebruik van familiebronnen (Danes, Stafford & Loy, 2007).

In het onderzoek van Danes, Stafford & Loy (2007) komt naar voor dat **geslacht** een significante invloed heeft op bruto-inkomsten. Familiebedrijven met een vrouwelijke eigenaar hebben lagere inkomsten dan familiebedrijven met een mannelijke eigenaar. Niet alleen geslacht heeft echter een invloed op de bruto-inkomsten, ook antwoorden op verstoringen. Vooral het invoeren van extra hulp heeft een positief effect. Vrouwen zijn sneller geneigd om extra hulp te vragen dan mannen. Geslacht heeft bovendien een modererend effect op de relatie tussen bedrijfsmanagement en bruto-inkomsten en de relatie tussen antwoorden op verstoringen en bruto-inkomsten. Een persoonlijke managementstijl heeft een positief effect op inkomsten. Voor vrouwen is dit effect groter dan voor mannen. De antwoorden op verstoringen waarvan Danes, Stafford & Loy (2007) spreken zijn minder slapen, extra hulp vragen, gebruik maken van extra familiegeld of het steken van meer tijd in het bedrijf door de familie. Het effect van minder slapen op bruto-inkomsten is verschillend voor mannen en vrouwen. Bij mannen zorgt minder slapen voor minder inkomsten, bij vrouwen zorgt het voor meer inkomsten. Het invoeren van extra hulp is dan weer minder productief voor vrouwen dan voor mannen. Wanneer familieleden meer tijd spenderen aan het bedrijf zal dit de bruto-inkomsten doen stijgen bij een vrouwelijk bedrijfsleider, maar doen dalen bij een mannelijke bedrijfsleider. Het gebruik maken van familiegeld heeft geen invloed bij mannen, een negatieve invloed bij vrouwen.

3.2.6 Invloed van familie op het aangaan van schulden

Familiebedrijven houden er niet van om veel schulden aan te gaan omdat het aangaan van schulden gepaard gaat met een hoger risico op het verlies van controle (Mishra & McConaughy, 1999). Dit is het geval aangezien de kans op financiële moeilijkheden groter wordt wanneer een bedrijf veel vreemd vermogen heeft. Financiële moeilijkheden ontstaan wanneer een bedrijf niet meer in de mogelijkheid is om schulden af te betalen. Familiebedrijven houden de **controle liever binnen hun bedrijf**, ze verliezen niet graag controle, bijgevolg gaan ze minder graag schulden aan dan niet-familiebedrijven. Wanneer een bedrijf in financiële moeilijkheden geraakt, bestaat het risico dat de topmanagers hun baan verliezen of dat ze zetels verliezen in vergaderingen. Dit zou

willen zeggen dat familieleden hun controle en macht, en dus ook hun bedrijf, moeten overdragen aan niet-familieleden. In familiebedrijven wordt bijgevolg geprefereerd zo weinig mogelijk schulden aan te gaan, ze zijn avers ten opzichte van een controlerisico.

3.3 Verschillen met niet-familiebedrijven

Familiebedrijven hebben typische kenmerken, die niet-familiebedrijven niet bezitten (Gallo, Tapies & Cappuyns, 2004). In het onderzoek van deze masterproef wordt nagegaan of deze kenmerken de beslissingen van "venture capitalists" en bankiers om familiebedrijven al dan niet te financieren beïnvloeden. Om een duidelijk beeld te hebben van deze aspecten worden enkele verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven bestudeerd. Deze verschillen worden opgedeeld in categorieën. Als eerste worden de algemene verschillen, zoals leeftijd en grootte, aangekaart. Vervolgens de verschillen met betrekking tot de financiële ratio's en als laatste wordt "familiness" besproken.

3.3.1 Algemene verschillen

Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) bekijken algemene verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven. Als eerste concluderen ze uit hun onderzoek dat familiebedrijven **ouder** zijn dan niet-familiebedrijven. Ze **groeien** tevens ook **trager**. Wanneer er wordt gekeken naar de werknemers, zijn familiebedrijven **meer werknemers-intensief** en hebben ze minder verkopen per werknemer. Verder is het zo dat niet-familiebedrijven meer "fulltime" werknemers in dienst hebben. Een verklaring hiervoor kan zijn dat familiebedrijven vaker opereren in seizoensgebonden industrieën, waardoor ze meer "parttime" werknemers nodig hebben. Volgens Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) zijn de algemene uitgaven zoals huur, onderzoek en ontwikkeling en reclame lager in een familiebedrijf, alsook de afschrijvingen. Karakteristieken als educatieve achtergrond, organisatiestructuur, invloed op strategische beslissingen zijn gelijkend in een familie- en niet-familiebedrijf.

Vervolgens kijken Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) naar de **grootte** van de bedrijven. De grootte van het bedrijf is volgens Lopez-Garcia & Sanchez-Andujar (2007), zowel bij familie- als niet-familiebedrijven, van belang bij het al dan niet toekennen van financieringsbronnen. Grotere bedrijven hebben een betere reputatie op de financiële markten waardoor ze een hoger schuldniveau kunnen bekomen dan een klein bedrijf. Grote bedrijven kunnen immers meer borg stellen en zijn minder risicovol. Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) stellen dat het gemiddeld eigen vermogen is veel kleiner bij familiebedrijven. Ze halen verschillende verklaringen aan hiervoor, zoals het feit dat een familiebedrijf meestal veel kleiner is dan een niet-familiebedrijf, familiebedrijven opereren meestal in minder kapitaalintensieve industrieën en de eigenaars stellen hun bedrijf niet graag open voor een derde partij omdat ze dan misschien de controle over hun bedrijf verliezen. Ook het aantal aandeelhouders is kleiner in een familiebedrijf. Een laatste conclusie die Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) trekken met betrekking tot de algemene verschillen is dat familiebedrijven een hoger niveau van kapitaalomzet hebben.

Ook Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente & Castrillo (2007) toonden aan dat er significante verschillen zijn tussen familie- en niet-familiebedrijven betreffende de grootte van het bedrijf. Daarnaast wijzen ze er ook op dat er verschillen zijn betreffende de industriëratio van vaste op totale activa en de grootte van de raad van bestuur. Zo hebben familiebedrijven een kleinere raad van bestuur, dit valt te verklaren door het feit dat ze de controle zoveel mogelijk in eigen handen willen houden. Dit brengt met zich mee dat een familiebedrijf een kleiner aanbod van financiële middelen heeft. Het gebrek aan financiële middelen wordt duidelijk doordat familiebedrijven gemiddeld kleiner zijn dan niet-familiebedrijven en meestal actief zijn in industrieën die minder vaste activa nodig hebben. Dit gebrek wordt gecompenseerd door de lage agency -kosten van een familiebedrijf door de betere relatie tussen de eigenaars. Verder wijst het onderzoek ook uit dat familie- en niet-familiebedrijven een gelijke nood hebben aan externe fondsen.

Uit het onderzoek van Lambrecht & Molly (2011) blijken ook deze algemene verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven in België. Ten eerste zijn familiebedrijven ouder dan niet-familiebedrijven. Zo wordt 48% van de familiebedrijven ouder dan 20 jaar, tegenover slechts 39% van de niet-familiebedrijven. Met de leeftijd gaan ook de verschillende generaties gepaard. 90% van de Belgische ondernemingen bevinden zich in de eerste of tweede generatie. Familiebedrijven zijn tevens kleiner dan niet-familiebedrijven. Dit werd door Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) gelinkt aan de sectoren waarin ze actief zijn, zoals bijvoorbeeld groothandel, kleinhandel, diensten, landbouw-, bouw- en industriële sector. De meerderheid van de sectoren worden gedomineerd door niet-familiebedrijven. Enkel in de bouwsector nemen Lambrecht & Molly (2011) een meerderheid waar van familiebedrijven. Ten laatste concludeerden ze dat familiebedrijven minder actief zijn in het buitenland.

3.3.2 Financiële ratio's

Verder zijn er nog verschillen tussen familie- en niet-familiebedrijven wanneer er wordt gekeken naar financiële ratio's. Het **gemiddeld rendement op eigen vermogen** is hoger in niet-familiebedrijven, dit verschil is in het onderzoek van Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) echter niet significant. De **winstgevendheid** is ook groter in niet-familiebedrijven. Winstgevendheid is cruciaal voor het aantrekken van andere bronnen om projecten die een bedrijf zou willen doen te financieren. We kunnen hieruit afleiden dat niet-familiebedrijven gemakkelijker andere bronnen van financiering kunnen aantrekken op basis van winstgevendheid, die groter is dan in familiebedrijven.

De "leverage ratio"⁶ is veel kleiner bij familiebedrijven dan bij niet-familiebedrijven. Bijgevolg is ook de **schuldratio** kleiner bij familiebedrijven. De meest logische verklaring is dat er in een familiebedrijf aversie is ten opzichte van financiële risico's, eigenaars willen geen schulden aangaan. Dit wordt dan vooral beïnvloed door de persoon of personen die beslissingen moeten nemen. De ratio "verkoop/totale activa" is groter in familiebedrijven. Dit kan ten gevolge zijn van

⁶ Ratio die gebruikt wordt om een idee te krijgen van hoe een bedrijf zijn financiële verplichtingen kan invullen.

het feit dat familiebedrijven een lager niveau van achterwaartse verticale integratie⁷ vertonen. Ten gevolge hiervan bezit een bedrijf minder activa en zal de ratio "verkoop/totale activa" dus lager zijn. Een andere verklaring is het feit dat familiebedrijven een lager niveau van sectorgebonden diversificatie hebben, ze spreiden hun risico's niet over meerdere bronnen (Gallo, Tapies & Cappuyns, 2004).

Wanneer wordt gekeken naar **dividenden**, wijst het onderzoek van Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) uit dat er veel meer dividenden worden uitbetaald door niet-familiebedrijven. Dit kan het gevolg zijn van de voorkeur van familiebedrijven om zo weinig mogelijk schulden aan te gaan en zo veel mogelijk zelf te financieren. Dit maakt een bedrijf echter minder aantrekkelijk voor familieleden die nog niet actief meewerken in het bedrijf, wat een probleem van onenigheid en familieruzies kan veroorzaken. Het maakt het bedrijf ook minder aantrekkelijk voor potentiële financiële partners. Deze willen niet investeren in een bedrijf waarvan ze maar heel weinig dividenden terugkrijgen. Dit maakt het extra moeilijk voor een familiebedrijf om te groeien en zich te ontwikkelen.

Op basis van al deze bevindingen concluderen Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) dat er een bepaalde **financiële logica** aanwezig is in familiebedrijven. Niet alleen de prijs is belangrijk voor de waarde van familiebedrijven, maar ook de traditie, de mogelijkheid tot jobaanbiedingen voor familieleden en macht kunnen behouden voor verschillende perioden. Dit alles is natuurlijk afhankelijk van de persoonlijke voorkeuren met betrekking tot groei, risico en controle van de invloedrijke familieleden in het bedrijf. Door de aversie van familiebedrijven om verlies aan controle te lijden en de risico -aversie hebben ze gelimiteerde groeimogelijkheden.

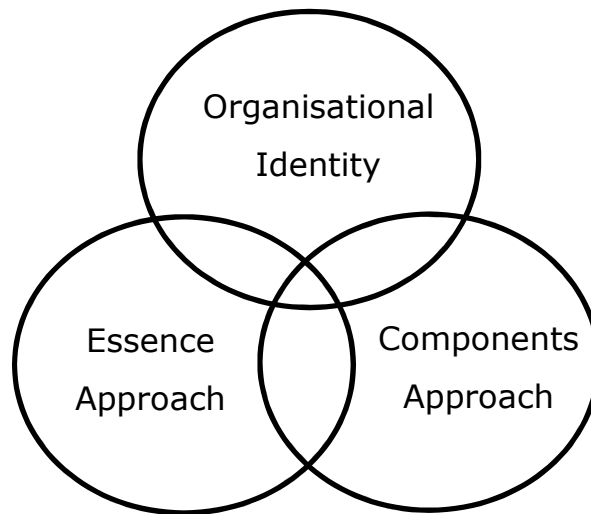
3.3.3 "Familiness"

Een ander aspect van familiebedrijven wat een invloed kan hebben op de financieringsbeslissing van "venture capitalists" en bankiers, is "familiness". Sirmon & Hitt (2003), maar ook Dawson (2011) stellen in hun onderzoek dat familiebedrijven een competitief voordeel kunnen creëren over niet-familiebedrijven door hun "familiness". Zij definiëren dit als een unieke bundel van bronnen die gecreëerd is door de **interactie** van **familie en "business"**. Een familiebedrijf wordt door hun gedefinieerd als een bedrijf waarin eigendom en management geconcentreerd zijn binnen een familie unit en de leden van deze unit streven ernaar een intra -organisationeel familie -gebaseerd verwantschap te creëren of te behouden (Sirmon & Hitt, 2003). De familiebanden leiden tot waarden en normen die gerespecteerd worden in het hele bedrijf (Dawson, 2011). Familieleden ontwikkelen goede relaties met de werknemers, wat ook de productiviteit ten goede komt. Ze kennen de omgeving beter en zien sneller bepaalde opportuniteiten.

Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) focussen in hun onderzoek op het familiale aspect van "familiness", ze bekijken hierbij de manieren waarop de familie een invloed uitoefent op het

⁷Achterwaartse verticale integratie is het proces waarbij een bedrijf beslist dat ze een voorafgaande productiefase zelf gaan uitvoeren.

familiebedrijf. Ze beschrijven "familiness" volgens **drie dimensies**, namelijk: componenten van betrokkenheid, de "essence approach" en de identiteit van de organisatie (Figuur 2).



Figuur 2: Dimensies van "familiness", bron: Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010)

3.3.3.1 Componenten van betrokkenheid

Volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) houdt deze dimensie van "familiness" rekening met de **betrokkenheid** van de familie op het gebied van **eigendom, management of controle**. Betrokkenheid van de familie in één van deze gebieden is reeds voldoende om een bedrijf te definiëren als een familiebedrijf. Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) stellen dat deze dimensie echter niet voldoende is om te verklaren in welke mate de familie bijdraagt tot het succes van een familiebedrijf. Deze dimensie verklaart slechts het potentieel van de familie om het bedrijf te beïnvloeden, maar geeft niet weer in welke mate de familiale invloed een impact heeft op de strategische processen die kunnen leiden tot een competitief voordeel. Zo kan deze benadering bijvoorbeeld een bedrijf foutief definiëren als een familiebedrijf omdat het gecontroleerd wordt door de familie, maar in werkelijkheid de betrokkenheid van de familie zeer laag is. Om echt te kunnen spreken van "familiness" is het nodig dat de familie daadwerkelijk een significante invloed uitoefent op het gebied van eigendom, management of controle. Deze dimensie onderscheidt dus een familiebedrijf door betrokkenheid van de familie op één van deze gebieden, wat een eerste stap in de goede richting is om "familiness" te creëren, hetgeen een strategisch voordeel met zich mee kan brengen voor familiebedrijven.

3.3.3.2 Essence approach

Volgens de "essence approach" is een bedrijf pas een familiebedrijf indien de **gedragingen van de familieleden** het bedrijf onderscheidt van niet-familiebedrijven (Zellweger, Eddleston & Kellermanns, 2010). Dit is wanneer familieleden een bedrijfsvisie hebben die doorheen verschillende generaties loopt, de familie het bedrijf controleert en wanneer familieleden de

doelstellingen van het bedrijf plaatsen voor hun eigen belangen. Volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) kan de "essence approach" de heterogeniteit tussen familiebedrijven verklaren. Familieleden in verschillende bedrijven hebben andere gedragingen, dus zal ook het competitief voordeel, wat gecreëerd wordt door "familiness", verschillen.

3.3.3.3 Identiteit van de organisatie

De laatste dimensie van "familiness" is de identiteit van de organisatie. De identiteit van een bedrijf wordt gecreëerd door het **collectieve gedrag** binnen het bedrijf en hoe deze gedragingen tot stand zijn gekomen in het verleden. De waarden en normen die binnen een bedrijf waardevol worden geacht, komen tot uiting via de handelingen en interacties tussen mensen binnen de organisatie. Deze dimensie zorgt volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) voor het unieke aspect van een familiebedrijf, aangezien iedere familie **unieke karakteristieken** heeft. Het bedrijf wordt gezien als een weerspiegeling van de unieke waarden en normen van de **familieleden**, hetgeen de bedrijfscultuur en strategie mede bepaald. Zelfs meer, het geeft vorm aan de manier waarop bedrijfsleden hun dagdagelijkse taken uitvoeren. Volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) zijn daarom familiebedrijven dan ook zo divers. De betrokkenheid van de familieleden en de invloed die ze hebben verschilt van bedrijf tot bedrijf.

Deze dimensie van "familiness" bezorgt het familiebedrijf **interne voordelen**. Familieleden die zich sterk betrokken voelen met het bedrijf en die het bedrijf zien als een deel van het familiegebeuren, zullen sterk gemotiveerd zijn om het een positieve identiteit te bezorgen (Zellweger, Eddleston & Kellermanns, 2010). Ze zien immers het familiebedrijf als de trots van de familie. Uiteraard komt deze sterke betrokkenheid en deelname van de familieleden het bedrijf ten goede. De familieleden die zich sterk identificeren met het familiebedrijf zullen vaker ideeën uitwisselen en onderling communiceren, waardoor het creëren van een gezamenlijke bedrijfsvisie vlotter verloopt (Zellweger, Eddleston & Kellermanns, 2010). Dit vergemakkelijkt op zijn beurt het nemen van beslissingen en het bepalen van de strategische doelen van de onderneming. Daarnaast kunnen deze gedragingen van familieleden overgedragen worden op niet-familieleden binnen de onderneming. Niet-familieleden worden dan aangemoedigd hun ideeën en perspectieven te delen binnen de onderneming. Zo zal de hele onderneming, zowel familieleden als niet-familieleden, dezelfde doelen nastreven en dezelfde waarden en normen hoog in het vaandel dragen.

Volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) zijn er naast bovenstaande interne voordelen verbonden aan "familiness" ook **externe voordelen** verbonden aan "familiness". Het bedrijf profileert zich naar externe stakeholders volgens dezelfde waarden en normen die intern waardevol worden geacht, hetgeen de interpretatie van het imago van het bedrijf van de externe stakeholder beïnvloedt. Daarnaast zijn de karakteristieken van een familie uniek, wat het familiebedrijf een belangrijk competitief voordeel kan bezorgen. De familienaam wordt door externen gelinkt aan de waarden, normen en doelen die door de familie belangrijk geacht worden. Indien het bedrijf geassocieerd wordt met de deze naam, worden de familiale kenmerken ook gelinkt aan het bedrijf. Dit creëert **het imago** van het familiebedrijf. Om het imago niet te schaden heeft de familie er dus

baat bij om niet negatief in het daglicht te komen in de maatschappij. Een laatste extern voordeel dat "familiness" met zich mee brengt is "**social capital**". Volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) houdt "social capital" in dat familiebedrijven onderling een gevoel van gemeenschap hebben, waardoor ze elkaar steunen, informatie uitwisselen, ... Carney (2005) definieert "social capital" als een mogelijkheid om voordelen te bekomen door participatie in sociale netwerken.

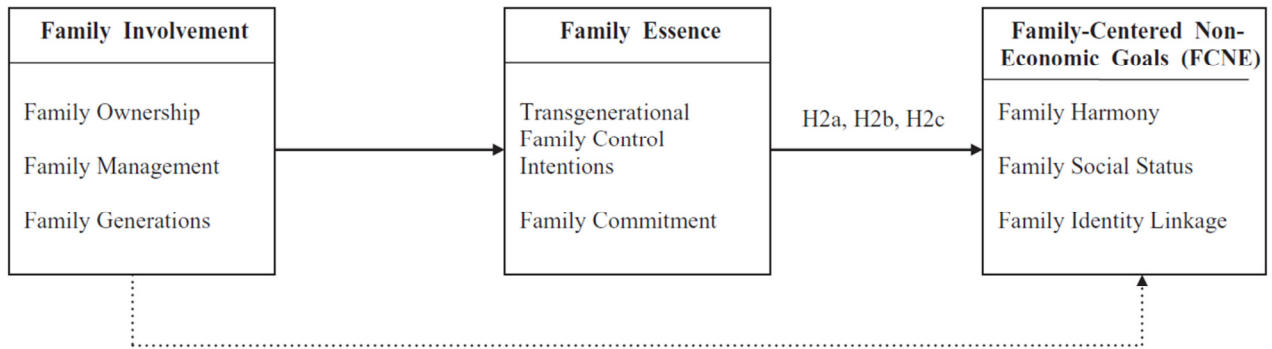
Als familiebedrijven zichzelf willen onderscheiden in de huidige competitieve markt is het volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) nodig om de drie **dimensies** van "familiness" te **combineren**. Dit zal ervoor zorgen dat de familie en de "business" zich op alle gebieden op dezelfde lijn bevinden, enkel zo kunnen ze ten volle te profiteren van de voordelen die "familiness" met zich mee brengt.

3.3.3.4 Familiegerichte niet-economische doelstellingen

Familiebedrijven hebben naast economische doelstellingen **familiegerichte niet-economische doelstellingen** die ze willen verwezenlijken en die de bedrijfsvoering kunnen beïnvloeden (Chrisman, Chua, Pearson & Barnett, 2010). Niet-economische doelstellingen kunnen onder andere familieharmonie of sociale status omvatten. Ze geven de visie, attitudes, intenties en waarden weer van de controlerende familieleden. Andere niet-economische doelstellingen zijn volgens Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush (2011) autonomie, familiesamenhang, loyaliteit, een gevoel van samenhang en steun. Ze kunnen bovendien ingedeeld worden in twee categorieën, deze op het familieniveau met onder andere trots van de familie, familiestatus en harmonie als bepalende factoren en deze op het bedrijfsniveau met relaties met klanten en leveranciers, milieuacties en sociaal verantwoorde acties als bepalende factoren. De betrokkenheid van familieleden bij het bedrijf zal volgens Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010) een invloed uitoefenen op deze niet-economische doelstellingen. **Familiebetrokkenheid** leidt tot verschillende doelstellingen, gedragingen en resultaten. Wanneer de controle over het bedrijf in handen is van familieleden kunnen deze de meerderheid van beslissingen nemen. Bijgevolg kunnen deze beslissingen afwijken van rationele, winstmaximaliserende beslissingen.

De relatie tussen familiebetrokkenheid en niet-economische doelstellingen wordt volgens Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010) beïnvloed door "family essence". Hiermee wordt de urgentie of belangrijkheid tot adoptie van deze doelstellingen bedoeld. Dit wordt bepaald door enerzijds de intentie tot behoud van controle doorheen verschillende generaties en anderzijds door de intentie tot het controleren van het engagement van de familieleden in het bedrijf.

Op figuur 3 worden de relaties weergegeven tussen familiebetrokkenheid, "family essence" en de niet-economische doelstellingen.



Figuur 3: Relatie tussen familiebetrokkenheid, "family essence" & niet-economische doelstellingen, bron: Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010)

Familiebetrokkenheid wordt weergegeven door het percentage dat de familieleden bezitten in de onderneming, het aantal familieleden die ook een managementpositie bekleden en het aantal generaties dat de onderneming reeds bestaat. Deze elementen hebben een positief effect op de belangrijkheid van niet-economische doelstellingen. "Family essence" medieert de relatie tussen familiebetrokkenheid en niet-economische doelstellingen. Wanneer "family essence" in beschouwing wordt genomen verkleint de invloed van familiebetrokkenheid op niet-economische doelstellingen. Toch blijft de invloed duidelijk aanwezig.

Naast familiebetrokkenheid als een bepalende factor voor familie-gerichte niet-economische doelstellingen, is er "**socioemotional wealth**". Dit kan worden gedefinieerd als de niet-financiële aspecten van een bedrijf die tegemoetkomen aan de noden van de familie inzake identiteit met het bedrijf, de mogelijkheid om invloed uit te oefenen en de voortzetting van de familiedynastie (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011). Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes (2007) verdelen "socioemotional wealth" in verschillende vormen. Zo is er de mogelijkheid tot het uitoefenen van autoriteit, de vervulling van gevoelens van saamenhorigheid, affectie en intimiteit, de voortzetting van familiewaarden doorheen het bedrijf, het bewaren van de familiedynastie, het bewaren van het sociale kapitaal vervat in de familie, vervulling van familie verplichtingen en de mogelijkheid om meer opportuniteiten te geven aan familieleden. Wanneer "socioemotional wealth" verloren gaat, gaat ook status van de familie verloren, de verwachtingen van de familie worden niet ingevuld. In familiebedrijven heeft het bewaren van deze "socioemotional wealth" hoge prioriteit, ook al gaat dat gepaard met een hoger risico en een minder goede prestatie.

Naast "socioemotional wealth" zijn er nog factoren die kunnen leiden tot het nastreven van niet-economische of niet-financiële doelstellingen in familiebedrijven. Hieronder vallen onder andere de zichtbaarheid van de familie in het bedrijf, de intentie om het bedrijf verder te zetten doorheen verschillende generaties en de mogelijkheid tot zelfverbetering (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011).

Wanneer familieleden zichtbaar geassocieerd kunnen worden met de onderneming, zullen ze meer aandacht besteden aan de reputatie van de onderneming. Deze **zichtbaarheid** is meestal het

resultaat van de integratie van de familie in de onderneming en weerspiegelt bijgevolg de sociale banden tussen familieleden, de roots van de familie en de reputatie van de afzonderlijke familieleden. Hoe duidelijker de familie dus aanwezig is, hoe belangrijker de reputatie van de onderneming in zijn geheel (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011).

Ook de intentie om het **bedrijf verder te zetten** gedurende verschillende generaties heeft een positieve invloed op de reputatie van de onderneming. Het doel is om een positief beeld te schetsen dat constant blijft gedurende verschillende generaties (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011).

Als laatste zal de **mogelijkheid tot zelfverbetering** een positieve invloed uitoefenen op de reputatie van de onderneming. Personen die zich kunnen identificeren met de onderneming zullen een beter zelfbeeld ontwikkelen door de goede reputatie van de onderneming. De goede kwaliteiten van de onderneming zullen eigen goede kwaliteiten worden (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011).

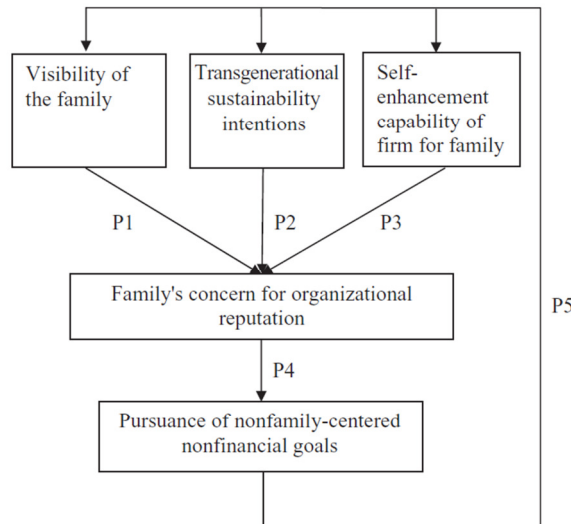
Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush (2011) stellen bovendien in hun onderzoek dat de relatie tussen familie-identiteit⁸ en organisatie-identiteit⁹ bepaalt in hoeverre de familie begaan is met de reputatie van de organisatie. De familie en het bedrijf zouden in harmonie moeten zijn met elkaar met betrekking tot bepaalde waarden en normen, doelstellingen en manieren van denken en werken. Bezorgdheid om de reputatie van de onderneming heeft een positieve invloed op de ontwikkeling van niet-financiële of niet-economische doelstellingen. Hoe meer de familie zich kan identificeren met de onderneming, hoe meer men begaan zal zijn met de reputatie van de onderneming en hoe meer aandacht er zal besteed worden aan de mening en de percepties van stakeholders¹⁰. Ondernemingen zullen deelnemen aan betekenisvolle acties zoals het sponsoren van vzw's of sportverenigingen, sociale acties ondersteunen, ... Er wordt een goede balans gevonden tussen financiële en niet-financiële doelstellingen, de niet-financiële doelstellingen hebben dan als primaire doelstelling stakeholders tevreden te houden.

In figuur 4 worden bovenvermelde relaties duidelijk weergegeven. Zichtbaarheid van de familie in de onderneming, de intentie tot voortzetting gedurende verschillende generaties en zelfverbetering hebben een positieve invloed op de reputatie van de onderneming, dat op zijn beurt een positieve invloed uitoefent op het ontstaan van niet-economische of niet-financiële doelstellingen.

⁸ Familie-identiteit kan worden gedefinieerd als de betekenis die familieleden geven aan de familie om zichzelf te verifiëren en om een beeld te schetsen van de familie in een sociale context. Het bevat ook types van onderlinge relaties en gedragsverwachtingen. Het geeft weer hoe de familie is of ervaren wordt. (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011)

⁹ Organisatie-identiteit kan worden gedefinieerd als de kernwaarden en het geloof van een organisatie die centraal staan. Het geeft weer hoe de organisatie is of ervaren wordt. (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011)

¹⁰ Stakeholders zijn groepen of individuen die betrokken zijn bij de onderneming, die een invloed kunnen uitoefenen op de onderneming. (Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush, 2011)



Figuur 4: Factoren die leiden tot het nastreven van niet-financiële doelstellingen, bron Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010)

3.3.4 Familiale governance

Familiale governance wordt gekenmerkt doordat het **management** van het familiebedrijf, evenals de **controle** die uitgevoerd wordt binnen het bedrijf, worden uitgeoefend door **eenzelfde persoon** (Carney, 2005). In niet-familiebedrijven daarentegen worden de functies van management en controle meestal gescheiden, waardoor deze functies door verschillende personen uitgeoefend worden.

In België doet de **Code Buysse //** aanbevelingen voor familiale ondernemingen omtrent familiale governance (Torfs, 2012). Zo beveelt ze aan in familiebedrijven, waarin het aandelenbezit gespreid is over meerdere familieleden en indien er meerdere generaties binnen één staak in diverse rollen betrokken zijn, een **familieforum**¹¹ te organiseren. Ook raadt de Code Buysse // aan om een **familiaal charter** op te stellen, waarin regels opgenomen zijn waaraan familieleden zich moeten houden. Het familiaal charter is juridisch bindend en omvat onderwerpen als de financiële doelstelling van het familiebedrijf, de leiding, conflictregelingen, ... Daarnaast is het volgens Code Buysse // raadzaam om te overleggen met de aandeelhouders zodoende een eenduidige lange termijnvisie te creëren. De opvolging binnen de familie is een belangrijk gegeven in een familiebedrijf, een **opvolgingsstappenplan** wordt daarom geadviseerd.

Volgens Carney (2005) brengt familiale governance drie mogelijke **tendensen** met zich mee namelijk: zuinigheid, persoonlijkheid en particularisme. Een eerste tendens die Carney (2005) waarneemt, wanneer het management en de controle door eenzelfde persoon worden uitgeoefend, is **zuinigheid**. Carney (2005) stelt dat mensen in het algemeen voorzichtiger omspringen met middelen van zichzelf. De strategische beslissingen die gemaakt worden in familiebedrijven hebben een impact op de eigendom van de familie. Dit zal er volgens Carney (2005) voor zorgen dat de

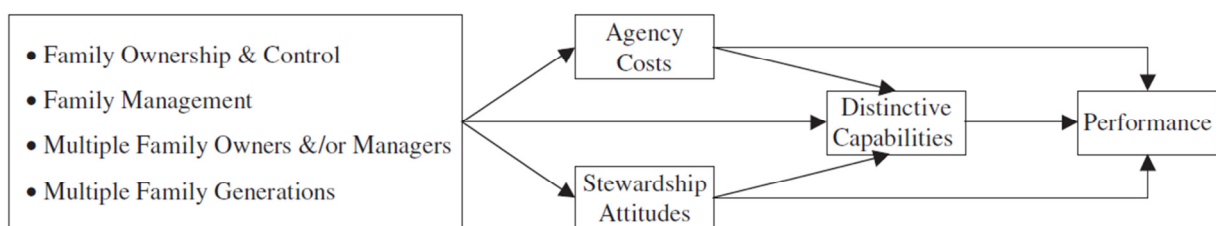
¹¹ Een familieforum is een platform waar familieleden zich kunnen informeren en communiceren in verband met het familiebedrijf (Torfs, 2012).

familieleden de te nemen beslissingen op de voet zullen opvolgen, hetgeen de kans op waardeverminderende acties aanzienlijk verlaagt. Ook zullen de familieleden ernaar streven om op een zo efficiënt mogelijke manier te produceren en de kosten van het familiebedrijf te minimaliseren. Dit wijst er volgens Carney (2005) dus op dat de zuinigheid, persoonlijkheid en het particularisme, die gepaard gaan met een familiale governance, er voor zorgen dat er zuiniger met de middelen van het bedrijf wordt omgegaan.

Een tweede tendens die familiale governance met zich meebrengt volgens Carney (2005) is **persoonlijkheid**. De familiale manager, die ook eigenaar is, draagt de persoonlijke visie van de familie hoog in het vaandel en zal bijgevolg het nodige doen om deze familiale visie en doelen te bereiken. Carney (2005) beweert dus dat door familiale governance een familiebedrijf makkelijker zijn persoonlijkheid kan bewaren.

De laatste tendens die ontstaat doordat het management en controle uitgevoerd worden door één persoon is **particularisme** (Carney, 2005). Dit komt doordat deze personen het bedrijf als hun bedrijf zien. De familiale managers kunnen zonder enige controle de middelen besteden aan doelen die zij belangrijk achten. Ook zullen volgens Carney (2005) de beslissingscriteria van de familieleden minder rationeel zijn aangezien zij handelen met het belang van de familieleden of opvolgende generaties in het achterhoofd.

Anderzijds worden door Miller & Le Breton-Miller (2006) vier **familiale governance keuzes** aangehaald die een onderscheid maken tussen familiebedrijven. Deze keuzes beïnvloeden op hun beurt de monitoring kosten, het strategisch gedrag en de financiële prestatie van het bedrijf. In figuur 5 staat de impact van de governance keuzes op de prestatie van het bedrijf schematisch weergegeven.



Figuur 5: Impact governance keuzes, bron: Miller & Le Breton-Miller (2006)

Een eerste keuze die gemaakt moet worden in een familiebedrijf omtrent governance is de **mate van familie-eigendom en controle**. Volgens de agency -theorie heeft een hoge mate van familie-eigendom een positief effect op de prestaties van het bedrijf doordat de kosten om niet-familiale managers te controleren lager zullen zijn (Miller & Le Breton-Miller, 2006). De familieleden hebben immers de nodige kennis en macht om deze controle zelf uit te voeren. Ook volgens de stewardship theorie heeft een hoge concentratie van familie-eigendom een positieve invloed op de prestatie van de onderneming (Miller & Le Breton-Miller, 2006). De familieleden voelen zich sterk

betrokken bij het bedrijf en zien het bedrijf als de rijkdom van de familie waardoor ze zoveel mogelijk proberen bij te dragen aan het succes van de onderneming.

Een te geconcentreerd familie-eigendom kan volgens Miller & Le Breton-Miller (2006) echter ook een negatief effect hebben op de prestatie van het bedrijf. Zo kunnen familieleden die te veel eigendom hebben hun macht misbruiken, hetgeen gepaard gaat met een minder goede bedrijfsprestatie. Enkele voorbeelden hiervan zijn zeer hoge uitbetalingen van dividenden of weinig investeringen in nieuwe machines. Dit zou vermeden kunnen worden door de aanwezigheid van externe bestuurders, die de belangen van de minderheden beschermen. Daarnaast kunnen deze bestuurders hun kennis en informatie overbrengen aan de familieleden.

Een tweede aspect dat verschilt van familiebedrijf tot familiebedrijf is **familiaal management**. Miller & Le Breton-Miller (2006) stellen dat niet in alle familiebedrijven de CEO een familielid is. Dit brengt zowel positieve als negatieve agency- en stewardship -gevolgen met zich mee. Een familiaal management zorgt ervoor dat er een scheiding is tussen de eigenaars en het management, wat zorgt voor lagere agency -kosten en met lagere kosten gaat een betere financiële prestatie gepaard. De positieve gevolgen die de stewardship -theorie met zich meebrengt is dat het heden en de toekomst van de familiale CEO afhangt van reputatie van het bedrijf. De familiale CEO zal al het mogelijke doen om zijn toekomst en die van zijn opvolgers te verzekeren. Daarom zal hij volgens Miller & Le Breton-Miller (2006) investeringen doen met het oog op de lange termijn, en zich niet inlaten met korte termijn investeringen om de financiële resultaten een boost te geven. Miller & Le Breton-Miller (2006) halen wel aan dat het belangrijk is dat de beslissingen van een familiale CEO beïnvloedt kunnen worden door andere familieleden of niet-familieleden binnen het bedrijf. Anders bestaat er het gevaar dat de familiale CEO zijn macht misbruikt en hij slecht overwogen beslissingen neemt. Dit zou uiteraard een negatief effect hebben op de prestatie van het familiebedrijf.

Een derde familiale governance keuze die een familiebedrijf dient te maken is de **betrokkenheid van meerdere familie-eigenaars en familiale managers**. Miller & Le Breton-Miller (2006) stellen dat het familiebedrijf zal genieten van agency -voordelen van een top managementteam dat bestaat uit meerdere familieleden met diverse capaciteiten. Zo zal een divers top managementteam een zeer uitgebreide kennis hebben en beter in staat zijn de niet-familiale managers en werknemers te monitoren. De doelen van de familiale managers staan op één lijn. Ze zijn allemaal bezorgd om de toekomst van het bedrijf. De familiale band onderling stelt de managers in staat om beslissingen en denkwijzen van de familiale CEO in vraag te stellen. Hetgeen het nemen van goede beslissingen bevordert en dus ook de prestaties van het bedrijf.

Een laatste aspect van de familiale governance dat aangehaald wordt door Miller & Le Breton-Miller (2006) zijn de **opvolgende generaties** in een familiebedrijf. Indien de huidige familieleden er naar streven het familiebedrijf over te dragen aan de jongere generatie zal dit de stewardship -gedragingen versterken, wat de bedrijfsresultaten ten goede zal komen. Er zal nog meer aandacht besteed worden aan een goede reputatie, management van financiële middelen, investeren met

het oog op lange termijn, sociaal kapitaal, het delen van kennis met de opvolgers, ... Dit wordt gedaan om het bedrijf te versterken en zo de nieuwe generatie van een goede start te voorzien. Miller & Le Breton-Miller (2006) halen echter ook de keerzijde aan van opvolgende generaties. Zo zal het aantal betrokken familieleden steeds toenemen, wat de kans op conflicten doet toenemen. Daarnaast kan het moeilijk zijn om een competente opvolger te vinden met voldoende capaciteiten. Uiteraard zal de oudere generatie voorkeur hebben voor familiale opvolging en daardoor het risico lopen om andere, meer bekwame niet-familiale managers niet aan te werven.

Uit dit hoofdstuk kunnen we besluiten dat "familiness" een belangrijke eigenschap is van familiebedrijven. "Familiness" is een unieke bundel van bronnen, aanwezig in familiebedrijven en ontstaan door de interactie van de familieleden en de bedrijfsactiviteiten. Volgens Dawson (2011) leidt dit tot waarden en normen die binnen het bedrijf gerespecteerd worden en zo de relatie met de werknemers ten goede komt, hetgeen de productiviteit positief zou beïnvloeden. Dit is uiteraard ook positief is voor het bedrijf. Op basis hiervan kunnen we veronderstellen dat "familiness" in de ogen van "venture capitalists" of bankiers een positief punt is, wanneer ze een financieringsbeslissing moeten nemen. In het praktijkonderzoek wordt nagegaan of deze veronderstelling bevestigd wordt. Verder werd in dit hoofdstuk ingegaan op de typische aspecten van familiebedrijven en op de verschillen met niet-familiebedrijven. Ook de bevindingen hieromtrent zullen van belang zijn voor het praktijkonderzoek.

4 Aspecten die een invloed hebben op de financieringsbeslissing

Doorheen het proces van de keuze voor een investering zijn er bepaalde criteria waarmee “venture capitalists” en bankiers rekening houden (Kollmann & Kuckertz, 2010). Deze kunnen ondergebracht worden in vijf categorieën. Een eerste categorie omvat de eigenschappen van de markt; de grootte van de markt alsook de groei en de kans op aanvaarden van het aanbod van het bedrijf waarin de “venture capitalist” wil investeren. Een volgende categorie zijn de eigenschappen van het product of de dienst zelf; hoe innovatief is het, heeft het een unieke verkoopstrategie, heeft het bedrijf er een patent op, ... Vervolgens is er een categorie in verband met de financiële karakteristieken, hieronder vallen vooral de verwachte “return” van de investering en de mogelijkheden tot een “exit”. De laatste twee categorieën omvatten de ervaring en persoonlijkheid van de ondernemer. Deze laatste twee zijn bovendien de belangrijkste.

Voor ons onderzoek zullen we op basis hiervan een indeling in vier categorieën handhaven. Een eerste categorie omvat de eigenschappen van de markt, de tweede categorie omvat de eigenschappen van het product of de dienst, de derde categorie bestaat uit financiële karakteristieken en een laatste categorie zijn de eigenschappen van de onderneming.

Een aantal elementen die vervat zijn in deze vier categorieën kwamen reeds aan bod in onze literatuurstudie. In dit deel zullen we deze elementen samenbrengen en de categorieën nog verder uitbreiden.

4.1 Eigenschappen van de markt

Deze eerste categorie omvat de eigenschappen van de markt. Deze kunnen niet beïnvloed worden door de ondernemingen of investeerders, ze zijn eigen aan de markt waarin de onderneming fungeert.

Een eerste element dat onder deze categorie wordt beschouwd is de **grootte van de markt**. In grote markten zijn er meer mogelijkheden om hoge winstmarges te realiseren en zijn er meer exit mogelijkheden. Een ander element is de **marktgroei**. Wanneer de markt in volle groei is, zijn er ook voor de onderneming meer kansen om te groeien en winst te realiseren. Het is dan gemakkelijker om nieuwe klanten aan te trekken en een trouw klantenbestand te ontwikkelen en te onderhouden. Nieuwe klantgroepen kunnen geïdentificeerd en aangetrokken worden (Kaplan & Strömberg, 2004). De potentiële groei van de industrie waarin het bedrijf zich bevindt, is bovendien relevant voor de investeerder met betrekking tot de toekomstige inkomsten en formalisatie binnen het familiebedrijf zorgt voor een verkleining van de informatieasymmetrie tussen de externe investeerder en het familiebedrijf (Dawson, 2011).

Een derde element vervat in deze categorie is de **competitie**. Een intensieve competitie kan een nadeel zijn voor de onderneming. Ondernemingen kunnen voordelen halen ten opzichte van concurrenten door klantgroepen te bedienen die door de concurrenten onvoldoende bediend worden of door het "early-mover"-voordeel. Bij een intensieve competitie dreigen er gevaren doordat de concurrentie de producten of diensten kan nabootsen en/of verbeteren of de prijsmarge kan omlaag gedrukt worden doordat concurrenten extra voordelen aanbieden aan klanten of een lagere prijs vragen. Competitie wordt bovendien gekenmerkt door de reactie die bedrijven hebben op elkaars aanbod en elkaars promoties (Kaplan & Strömberg, 2004). Deze drie elementen zijn externe factoren, ze kunnen niet direct beïnvloed worden door de onderneming. De onderneming kan enkel op gepaste wijze reageren op deze factoren.

Een laatste element zijn de mogelijkheden tot het gebruik van **prestatiebenchmarks**. Een benchmark is een middel om kosten, effectiviteit en prestaties van bedrijven te meten, vergelijken en verbeteren. Er wordt gebruik gemaakt van een ander, vergelijkbaar voorbeeldbedrijf. Belangrijk op te merken is dat twee bedrijven nooit volledig hetzelfde zijn. Het voorbeeldbedrijf is enkel een vergelijkingspunt, het zal nooit helemaal gelijk zijn met de onderneming. Benchmarks geven de investeerder een goed idee van de investering die ze gaan doen en de eventuele risico's die ermee gepaard gaan. Dit kan een positieve invloed hebben op de financieringsbeslissing (Kaplan & Strömberg, 2004).

De opgesomde elementen die behoren tot de eigenschappen van de markt zullen verder in onze masterproef onderzocht worden op hun eventuele invloed op de financieringsbeslissing van bankiers en "venture capitalists".

4.2 Eigenschappen het product

In deze sectie gaat het om eigenschappen typisch voor het product of de dienst die de onderneming wenst te verkopen.

Het is ten eerste een positief gegeven wanneer de investeerder of bankier een uitgebreide en goede **kennis** heeft over dit **product**. Hoe meer hij er over weet, hoe objectiever zijn keuze zal zijn om wel of niet te investeren of de lening te verlenen. Onder kennis van het product worden zowel de fysieke eigenschappen van het product verstaan, als de kans op aanvaarden door de consument, de kans op succes of falen, ... (Kaplan & Strömberg, 2004).

In deze categorie komt ook de **concurrentie** aan bod. Wanneer er een hevige concurrentie aanwezig is, is het moeilijker om een product te kunnen verkopen. Het gevaar hier zit in het aanbod van de concurrent, in hoeverre dat hetzelfde is als het aanbod van de te financieren onderneming. Wanneer concurrenten een evenwaardig of zelfs beter product aanbieden kan dit een nadelig effect hebben op de verkoop. De klanten worden verdeeld over de verschillende bedrijven aanwezig in de markt, het opbouwen van een loyaal klantenbestand is moeilijker. Bovendien is de

gevraagde prijs van de concurrenten van belang en hoe deze in verhouding staat tot de gevraagde prijs van de onderneming. De onderneming zal meer middelen moeten inzetten op marketing om hun product te promoten en om te bewijzen dat hun product superieur is ten opzichte van dat van de concurrentie (Kaplan & Strömberg, 2004).

Ten laatste voerden Nofsinger & Wang (2011) een onderzoek uit naar verschillende kenmerken met betrekking tot het product waaraan investeerders belang hechten bij het nemen van een beslissing om al dan niet te investeren in een bedrijf. Zo kijken ze of het introduceren van een **nieuw of een reeds bestaand product** of technologie de beslissing beïnvloedt. Uit hun onderzoek wordt geconcludeerd dat institutionele investeerders significant verschillen van informele investeerders. Institutionele investeerders hebben immers ervaring met het analyseren van dergelijke investeringsbeslissingen. Informele investeerders investeren met persoonlijk kapitaal, wat niet het geval is bij institutionele investeerders. Volgens hen heeft het op de markt brengen van een volledig nieuw product een significante invloed op de investeringsbeslissing. Het effect is negatief voor institutionele beleggers, positief voor informele investeerders. Dus zo zal een bedrijf dat een reeds bestaand product op de markt brengt meer kans maken op financiering door een institutionele belegger. Informele investeerders hebben een voorkeur voor investeren in nieuwe producten, ze linken dit aan innovatie, waardoor ze de kans op slagen hoger inschatten. Voor ons onderzoek focussen we op institutionele investeerders, dus de nadruk ligt op bestaande producten.

Ook van deze aangehaalde elementen zullen we onderzoeken of ze een significant effect hebben op de financieringsbeslissing van "venture capitalists" en bankiers.

4.3 Financiële karakteristieken

De in deze sectie opgesomde elementen hebben betrekking tot de financiële karakteristieken van de onderneming, de investeerders of van het contract tussen beide partijen.

Ten eerste bestaat er de mogelijkheid dat de investeerder **in stappen financiert**. Er wordt dan gebruik gemaakt van verschillende mijlpalen. Bij elke vooraf bepaalde mijlpaal moet de onderneming een prestatie geleverd hebben, wanneer dit het geval is, zal de samenwerking tussen de onderneming en de investeerder verder gezet worden en krijgt de onderneming een volgend deel van de totale investering. Dit teneinde het potentieel verlies van de investeerder te beperken. Het is bovendien een middel voor de investeerder om een selectie te maken tussen de goede en slechte investeringen. De slechte investeringen kunnen stopgezet worden wanneer de prestatie niet geleverd wordt (Kaplan & Strömberg, 2004 en Xuan, 2011).

Voor de investeerders is er in sommige gevallen een **mogelijkheid om deel te nemen in het eigen vermogen** van de onderneming. Deze mogelijkheid is volgens Kaplan & Strömberg (2004) significant positief gecorreleerd met waardetoevoegende acties die de investeerder onderneemt. De

investeerder heeft er dan direct baat bij dat de onderneming winst maakt en zal hiertoe dan een extra inspanning leveren.

Met betrekking tot de **verhouding eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen** stellen Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) vast dat de schuldratio kleiner is bij familiebedrijven. Familiebedrijven hebben een grotere risico -aversie en houden de macht liever binnen de familie. Bijgevolg zal er nog niet veel vreemd vermogen zijn aangewend ten opzichte van vergelijkbare niet-familiebedrijven. Lopez-Garcia & Sanchez-Andujar (2007) concluderen uit hun onderzoek dat familiebedrijven hun optimale schuldniveau sneller bereiken dan niet-familiebedrijven doordat de agency -kosten lager zijn in familiebedrijven.

Een volgend element behorende tot deze sectie is de **winstgevendheid** van de onderneming. Gallo, Tapies & Cappuyns (2004) konden uit hun onderzoek concluderen dat niet-familiebedrijven winstgeverder zijn dan familiebedrijven. De investeerder zou dus een vooroordeel kunnen hebben over een familiebedrijf dat de winstgevendheid niet erg hoog ligt in vergelijking met een gelijkend niet-familiebedrijf. De investeerder zal dit echter in alle gevallen nakijken en hoe hoger de winstgevendheid van de onderneming, hoe meer kans er ontstaat op een positieve financieringsbeslissing. Ook Dawson (2011) concludeerde in haar onderzoek dat investeerders belang hechten aan winstgevendheid, winst maken is namelijk één van de objectieven van een investeerder.

Onder deze categorie is nog een laatste element vervat, namelijk de **relatie tussen de onderneming en de investeerder**. Volgens Nofsinger & Wang (2011) kan een persoonlijke band met de ondernemer zorgen voor extra inzicht in de investering betreffende de capaciteiten of doelstellingen van de ondernemer. Volgens het onderzoek van Agarwal & Elston (2001) blijkt een goede relatie met de bank bovendien een dubbele positieve invloed te hebben op het aantrekken van kapitaal. Een eerste positief aspect zijn lagere agency -kosten doordat de bank over meer informatie van het bedrijf beschikt indien er een goede relatie is tussen de bank en het bedrijf. Hierdoor zullen deze bedrijven sneller beroep kunnen doen op bankfinanciering. Verder geeft een bedrijf dat reeds gefinancierd wordt door een bank een positief signaal aan andere investeerders, waardoor het bedrijf makkelijker bijkomend kapitaal kan aantrekken.

Van het gebruik van mijlpalen, de winstgevendheid van de onderneming, de mogelijkheid tot deelneming in het eigen vermogen en de onderlinge relatie zal ook het effect op de financieringsbeslissing verder onderzocht worden.

4.4 Eigenschappen van de onderneming

In deze laatste sectie worden eigenschappen van de ondernemer, het managementteam en de onderneming in zijn geheel besproken. Ook deze kunnen een invloed hebben op de beslissing van

"venture capitalists" of bankiers om al dan niet te investeren of een lening te geven aan familiebedrijven.

Een eerste element is **resultaatgebonden compensatie voor de ondernemer**. Volgens Kaplan & Strömberg (2004) bestaat er voor de "venture capitalist" een risico wanneer de ondernemer zich niet meer volledig inzet voor de onderneming nadat de "venture capitalist" heeft geïnvesteerd. Om dit te voorkomen kan resultaatgebonden compensatie toegepast worden voor de ondernemer. Dan heeft de ondernemer rechtstreeks baat bij zijn inspanningen. Dit komt het familiebedrijf alleen maar ten goede. Verder is de "venture capitalist" graag op de hoogte van de capaciteiten van de ondernemer. Mits menselijk kapitaal een belangrijke factor is in vele bedrijven, bekommt de "venture capitalist" graag zekerheid dat het aanwezige menselijke kapitaal het bedrijf niet zal verlaten.

Vervolgens zijn **duidelijke afspraken** tussen de ondernemer en de investeerder omtrent controle en managementtussenkomsten van groot belang. Het komt de samenwerking enkel ten goede en het is in het voordeel van de onderneming. Het doel van beide partijen is uiteindelijk de waarde van de onderneming maximaliseren. Bovendien worden conflictsituaties op deze wijze tot een minimum beperkt (Kaplan & Strömberg, 2004). Investeerders kunnen een directe controle uitoefenen op de onderneming door te zetelen in de Raad van Bestuur, door het hebben van stemrechten of door de toegang tot de geïnvesteerde financiën te controleren (Prowse, 1998).

De **kwaliteit van de ondernemer** en het volledige **managementteam** is een cruciale factor in de beslissing van "venture capitalists" en bankiers om wel of niet te investeren of de lening te geven. Het is een voordeel wanneer het managementteam reeds aanzienlijke ervaring heeft in de bedrijfswereld of in de sector waarin de onderneming actief is. Ook is het zeer belangrijk dat het managementteam gemotiveerd is om het bedrijf te doen slagen, een volledige inzet is vereist. Een heterogeen managementteam, waarin veel verschillende kwaliteiten vertegenwoordigd zijn, is een must voor het welslagen van de onderneming (Kaplan & Strömberg, 2004). Hoe meer kennis de investeerder bovendien heeft van de capaciteiten van de ondernemer, hoe meer kans op een positieve financieringsbeslissing.

Ook Franke, Gruber, Harhoff & Henkel (2008) duiden de **eigenschappen van de ondernemer en het hele "start-up" team** als het belangrijkste criteria aan. In hun studie komen ze tot zeven karakteristieken waarmee "venture capitalists" rekening houden bij de beoordeling van het "start-up" team: industrie-ervaring, leiderschapservaring, management- en technologische bekwaamheden, niveau van opleiding, leeftijd, vorige job ervaring en de onderlinge verstandhouding binnen het team. Een optimaal team is een gemixt team. De verschillende teamleden hebben ervaring in andere industrieën, ze hebben verschillende bekwaamheden, genoten een andere opleiding, ... Het belangrijkste kenmerk is toch de eventuele ervaring in een relevante industrie, gevolgd door de management- en technologische bekwaamheden en het niveau van opleiding. Minder belangrijk zijn de ervaring die een "venture capitalist" heeft opgedaan in een vorige betrekking en zijn leeftijd.

Franke, Gruber, Harhoff & Henkel (2008) maken verder een onderscheid tussen de karakteristieken op basis van het feit of elk lid van het "start -up" team de eigenschap moet bezitten of slechts enkelen. Voor het niveau van opleiding is het essentieel dat sommige leden een universitair diploma behaalden, maar dit is geen vereiste voor alle leden. Een team waarin alle teamleden houder zijn van een universitair diploma kunnen een hoger "human capital" hebben, maar een gemixt team kan meer heterogeniteit bieden. Voor leiderschaps- en industrie-ervaring maakt het team geen kans wanneer er niemand enige ervaring heeft. Er is echter geen verschil tussen teams waarin sommigen ervaring hebben of teams waarin iedereen ervaring heeft. In verband met de leeftijd is het optimaal indien alle leden zich tussen de 35 en 45 jaar bevinden. Wanneer wordt gekeken naar de management- en technologische bekwaamheden maakt het niet zozeer uit hoeveel personen bepaalde bekwaamheden hebben, maar vooral welke bekwaamheden aanwezig zijn in het team. Belangrijk is dat er een mix van bekwaamheden aanwezig is en niet enkel managementbekwaamheden of technologische bekwaamheden. Het type ervaring in een vorige betrekking is niet zo belangrijk. Franke, Gruber, Harhoff & Henkel (2008) concluderen bovendien in hun onderzoek dat er een verschil is tussen de evaluatie van een nieuwe "venture capitalist" en een ervaren "venture capitalist". "Venture capitalists" met een aantal jaren ervaring leggen een ander gewicht op bepaalde eigenschappen dan nieuwe "venture capitalists".

Volgens Dawson (2011) wordt de beslissing van de investeerder positief beïnvloed indien de **familieleden ook buiten het familiebedrijf ervaring hebben in de bedrijfswereld**. Deze ervaring verbetert de strategische beslissingen die genomen worden en verhoogt de professionaliteit waardoor de familieleden als meer bekwame managers of bedrijfsleiders gezien worden. Een ander aspect dat de kans op investeren verhoogt, is de **aanwezigheid** van managers die niet tot de familie behoren. **Niet-familieleden** kunnen een kritische rol spelen en hebben een positieve impact op de prestaties van het bedrijf. Ze brengen nieuwe perspectieven en heterogeniteit in het bedrijf, bovendien zijn ze niet emotioneel betrokken en kunnen ze afstand nemen van de familieleden. Wanneer er familieleden zijn die het bedrijf willen verlaten en indien deze genoten van allerlei voordelen of aan "free -riding"¹² deden, zal het uittreden van deze familieleden de agency -kosten verlagen. Verder is het voor investeerders ook makkelijker om veranderingen in een familiebedrijf door te voeren met minder familieleden. Deze aspecten kunnen een positief effect hebben op de beslissing van een investeerder om al dan niet te investeren. Ook Miller & Le Breton-Miller (2006) stelden in hun onderzoek vast dat de aanwezigheid van niet-familieleden een voordeel is voor de onderneming. Familieleden zijn erg betrokken bij de onderneming en zijn erg geëngageerd, maar er bestaan ook gevaren. Zo hebben familieleden veel macht en kunnen ze handelen in eigen belang, bewust of onbewust, in plaats van in het belang van de onderneming. Door de incorporatie van niet-familieleden wordt spreiding van macht en controle bekomen.

¹² Free -riding is de term die gebruikt wordt voor het beschrijven van een persoon die mee profiteert van verkregen voordelen zonder er enige moeite voor te doen aangezien hij weet dat anderen er genoeg moeite voor doen.

Familie is een volgend aspect dat een invloed heeft op de financieringsbeslissing. Voor de aantrekking van vreemd kapitaal kunnen kleine bedrijven ook beroep doen op hun sociaal kapitaal om agency -problemen met uitleners te minimaliseren (Chua, Chrisman, Kellermanns & Wu, 2011). Nieuwe kleine bedrijven hebben dit echter nog niet, zij kunnen sociaal kapitaal "lenen" van familieleden. Sociaal kapitaal wordt door Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) gedefinieerd als een gevoel van gemeenschap binnen de familie, waardoor ze elkaar steunen, informatie uitwisselen, ... Het geeft bovendien de mogelijkheid om te participeren in sociale netwerken. Wanneer er een intentie is om de relatie met de uitlener verder uit te bouwen en vaker vreemd kapitaal aan te trekken via deze weg, heeft dat een positieve invloed op de relatie met de ontlenaar. Wanneer de familie een invloed heeft op het beleid in het bedrijf heeft dat een positieve impact op het verkrijgen van een derde partij garantie alsook op het bedrag van de lening. Het bedrag van de lening wordt bovendien positief beïnvloed als familieleden instaan voor het management. Familieleden die het eigendom beheren hebben een positieve invloed op de relatie met de ontlenaar. Al deze elementen samen wijzen erop dat familie wel degelijk een positieve impact heeft op sociaal kapitaal en dus de mogelijkheid om vreemd kapitaal aan te trekken (Chua, Chrisman, Kellermanns & Wu, 2011).

Die zogenaamde "**familiness**" wordt door Sirmon & Hitt (2003) gedefinieerd als een unieke bundel bronnen gecreëerd door de interactie tussen familie en "business". Dawson (2011) stelt vast dat deze "familiness" kan leiden tot waarden en normen die gerespecteerd worden in het hele bedrijf. Het ontwikkelt goede relaties met de werknemers en komt de productiviteit ten goede. Het kan uiteindelijk een competitief voordeel opleveren, de onderneming vormt één geheel, één goed team.

Zoals reeds vermeld kan deze "familiness" volgens Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) benaderd worden vanuit drie dimensies: componenten van betrokkenheid, "essence approach" en de identiteit van de organisatie. Deze drie dimensies zouden familiebedrijven moeten combineren om zich te kunnen onderscheiden van andere concurrerende bedrijven. Het is dus ten eerste belangrijk dat familiale managers actief deelnemen aan de bedrijfsvoering om te kunnen spreken van een goede "familiness". Ook de waarden en normen binnen het bedrijf worden belangrijk geacht. Deze bepalen de bedrijfscultuur en mede ook de strategie. Familiale managers moeten naar de waarden en normen leven die mogelijk al generaties vervat zijn in het bedrijf. Enkel dan heeft het een gunstige invloed op de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers. Wanneer familiale managers hun eigenbelang nastreven zal dit een ongunstige invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing. Ze handelen dan niet meer in het belang van de onderneming.

Naast economische en financiële doelstellingen hebben familiebedrijven zoals hoger vermeld ook nog andere doelstellingen die niet of in mindere mate aanwezig zijn in niet-familiebedrijven (Chrisman, Chua, Pearson & Barnett, 2010). Deze niet-economische of niet-financiële doelstellingen dragen ook bij tot de "familiness" van een familiebedrijf. Het maakt hun verschillend van niet-familiebedrijven. Hoe meer familieleden actief betrokken zijn bij de onderneming of zelfs deel zijn van het managementteam, hoe meer deze doelstellingen tot uiting zullen komen. Ook de aanwezigheid van niet-familiale managers heeft hierop een invloed, evenals de verhouding

familiale managers / niet-familiale managers in het managementteam. Investeerders of bankiers kunnen een voorkeur hebben voor wat betreft het aandeel familiale managers in het managementteam. Welke deze voorkeur eerder is, zullen we verder onderzoeken in onze masterproef.

Wanneer investeerders een financieringsbeslissing overwegen, houden ze er volgens Prowse (1998) rekening mee of de ondernemer gekend is, door zichzelf of andere investeerders, in zijn netwerk, en of de ondernemer te vertrouwen is. Verder wordt er gekeken naar zijn **reputatie**. Daarnaast zal de investeerder ook nagaan of het **businessplan** van het bedrijf realistisch is. Ook Kaplan & Strömberg (2004) duiden de strategie en het businessmodel als belangrijke factoren aan. Indien de investeerder bereid is te investeren, zal hij een **investeringsovereenkomst** opstellen samen met het bedrijf. Hierin wordt vastgelegd welk type financiering gehanteerd wordt, alsook het eigendomsaandeel wat de investeerder bekommt. Verder proberen investeerders de doelen van managers en zichzelf, investeerders, op één lijn te krijgen. Zo zullen bijvoorbeeld managers die veel aandelen bezitten van hun bedrijf er alles aan doen om het bedrijf goed te laten draaien. De beslissing van de investeerder om niet te investeren kan gepaard gaan met te weinig kennis of vertrouwen in de ondernemer (Prowse, 1998).

In dit hoofdstuk zijn we tot kenmerken gekomen die de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers kunnen beïnvloeden. De verschillende kenmerken werden ingedeeld in vier categorieën: de eigenschappen van de markt, de eigenschappen van het product, financiële karakteristieken en de eigenschappen van de onderneming. Bij de eigenschappen van de onderneming horen in het bijzonder de eigenschappen van "familiness". In het volgende deel zullen we hypothesen opstellen betreffende deze kenmerken, hierbij zal dezelfde structuur worden aangehouden. Op deze manier zal de mogelijke invloed op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders in ons onderzoek getest kunnen worden.

5 Hypotheses

Om een antwoord te kunnen geven op de centrale onderzoeksvraag van onze masterproef worden hypothesen opgesteld. Dit gebeurt op basis van voorgaande literatuurstudie. Er zijn vier hypothesen, met bijhorende subhypothesen. Hier houden we de vier categorieën aan waarin de aspecten die een invloed hebben op de financieringsbeslissing ingedeeld zijn. De eerste hypothese omvat dus de eigenschappen van de markt, de tweede hypothese betreft de eigenschappen van het product of de dienst, de derde hypothese handelt over de financiële karakteristieken en de laatste hypothese omvat de eigenschappen van de onderneming. In het onderzoek dat volgt, wordt nagegaan of deze hypothesen al dan niet bevestigd worden.

Hypothese 1: De eigenschappen van de markt hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

*a) Hoe **groter** de **markt**, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing*

We verwachten dat er een positieve relatie gevonden zal worden tussen de grootte van de markt en de kans op een positieve financieringsbeslissing. Wanneer de markt groter is, zullen er meer exit mogelijkheden zijn voor de "venture capitalist". De onderneming kan veel hogere winstmarges verdienen. Bovendien is de kans op een snelle en grote groei veel hoger in grote markten (Kaplan & Strömberg, 2004). Deze elementen beïnvloeden de financieringsbeslissing op een positieve manier.

*b) Hoe meer potentieel voor **marktgroei**, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Met betrekking tot marktgroei verwachten we ook een positieve financieringsbeslissing. Wanneer er veel potentieel is voor de markt om te groeien, zal ook de onderneming een hogere kans hebben om te groeien. Dit zal de financieringsbeslissing positief beïnvloeden. Ook hier geldt dat de onderneming een grotere winstmarge kan realiseren en dat er meer exit mogelijkheden zullen zijn voor de "venture capitalist" (Kaplan & Strömberg, 2004).

*c) Hoe intensiever de **competitie**, hoe lager de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Wanneer de competitie intensiever is, verwachten we een lagere kans op een positieve financieringsbeslissing. Het is moeilijker voor een onderneming om veel winst te realiseren wanneer er veel concurrenten aanwezig zijn op de markt. De onderneming moet de concurrentie aangaan met andere succesvolle ondernemingen, aan deze ondernemingen kunnen klanten verloren gaan. Dit kan de marges doen dalen. Producten die op de markt gebracht worden, kunnen bovendien geïmiteerd worden door de concurrenten. Hoe meer bedrijven er zijn binnen een markt,

hoe meer de klanten verdeeld worden over deze verschillende bedrijven. Dat maakt het des te moeilijker voor een onderneming om snel en veel winst te maken en om bovendien een groot, lokaal publiek aan te trekken en te onderhouden (Kaplan & Strömberg, 2004).

*d) Hoe meer mogelijkheden tot **prestatiebenchmarks**, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing*

De kans op een positieve financieringsbeslissing wordt groter wanneer er gebruik gemaakt kan worden van prestatiebenchmarks. Dit doet de aantrekkelijkheid van de investering stijgen in de ogen van "venture capitalists" en bankiers (Kaplan & Strömberg, 2004). Het geeft een positief vergelijkingspunt. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat de benchmark gebaseerd moet zijn op andere gelijkende ondernemingen om een objectieve vergelijking te kunnen maken. Wanneer dit niet het geval is, wordt een vertekend beeld verkregen. Benchmarks hebben een positieve invloed omdat ze de "venture capitalists" of bankiers een idee geven over de investering die ze gaan doen, de risico's die ermee gepaard gaan en de gevolgen die eraan verbonden zijn.

Hypothese 2: De eigenschappen van het product hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

*a) Hoe meer **kennis** de investeerder heeft van het **product**, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Wanneer een "venture capitalist" of bankier veel kennis heeft over het product of de dienst waarvoor de investering of lening zal gebruikt worden, is de kans dat hij gaat investeren of de lening zal toekennen groter. De "venture capitalist" of bankier heeft alle informatie om een oordeel te vellen over het welslagen van het doel van de onderneming met het product of de dienst waarvoor het financiële kapitaal nodig is. Het gaat hierbij niet enkel om fysieke eigenschappen van het product, ook om de kans op adoptie door de markt, de kans op een groot succes, maar ook de risico's die ermee gepaard gaan en eventuele tekortkomingen. Het geeft de "venture capitalist" of bankier een compleet beeld zodat een objectieve beslissing gemaakt kan worden met behulp van alle informatie voorhanden (Kaplan & Strömberg, 2004).

*b) Een innovatief **product** heeft minder kans op een positieve financieringsbeslissing dan een bestaand, hernieuwd product*

Uit het onderzoek van Nofsinger & Wang (2011) kwam naar voren dat institutionele investeerders een voorkeur hebben voor bestaande producten, aangezien een nieuw product een hogere onzekerheid en een hogere kans op falen met zich mee brengt. Daarom wordt in dit geval protectie van de investeerder belangrijk. Een mogelijkheid om het potentieel verlies van de investeerder te beperken is financiering waarbij gebruik gemaakt wordt van mijlpalen (Kaplan & Strömberg, 2004). Informele investeerders daarentegen hebben een voorkeur voor nieuwe producten, zij zien dit als een innovatie en linken dit aan een hogere kans op succes. Voor ons onderzoek ligt de focus op

institutionele investeerders, dus de een nieuw product heeft minder kans op een positieve financieringsbeslissing dan een bestaand product.

*c) Hoe intensiever de **concurrentie**, hoe lager de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Zoals ook eerder vermeld, in hypothese 1c, zullen goede concurrenten de kans op een positieve financieringsbeslissing doen dalen. Aan concurrenten zullen klanten en dus ook winst verloren gaan. Er zullen meer middelen moeten worden ingezet op marketing om een zo groot mogelijk marktaandeel te bekomen, om producten te verkopen, om een loyaal klantenbestand op te bouwen en te onderhouden (Kaplan & Strömberg, 2004).

Hypothese 3: De financiële karakteristieken van een onderneming hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

*a) Indien geïnvesteerd wordt met gebruik van **mijlpalen** is de kans op een positieve financieringsbeslissing hoger dan wanneer er geen gebruik wordt gemaakt van mijlpalen.*

Wanneer er in stappen gefinancierd wordt, verkrijgt de onderneming telkens een deel van de investering of lening bij elke mijlpaal. Hier tegenover staat dat de onderneming een vooraf bepaalde prestatie moet geleverd hebben. Dit verhoogt de kans op een positieve financieringsbeslissing aangezien de "venture capitalist" of bankier op deze manier de slechte bedrijven snel kan identificeren en beslissen om de investering of lening stop te zetten. De investering zal enkel verder lopen wanneer de onderneming goed presteert en dus zullen enkel de goede bedrijven overblijven. De investeerder krijgt de kans de onderneming eerst nog beter te leren kennen vooraleer de samenwerking wordt verder gezet. Het potentieel verlies van de "venture capitalist" zal beperkt worden (Kaplan & Strömberg, 2004).

*b) Hoe **winstgevender** de onderneming, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Ondernemingen die snel hun break -even punt bereiken en daarna snel winst maken, hebben een grotere kans op een positieve financieringsbeslissing, want winst maken is één van de objectieven van de investeerder volgens Dawson (2011).

*c) Mogelijkheden tot **deelneming in het eigen vermogen** verhogen de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Wanneer de "venture capitalist" kan deelnemen in het eigen vermogen van de onderneming, zal dit een gunstig effect hebben op de financieringsbeslissing (Kaplan & Strömberg, 2004). Door deelneming in het eigen vermogen zal de investeerder rechtstreeks voordeel halen uit goede prestaties van de onderneming. Dit motiveert de investeerder dan ook om waardetoevoegende

acties te ondernemen die de onderneming ten goede komen. Deze subhypothese is enkel van toepassing op investeerders, niet op bankiers.

*d) Een goede **relatie** met de investeerder verhoogt de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Een goede relatie tussen de ondernemer en de "venture capitalist" of bankier kan de financieringsbeslissing gunstig beïnvloeden. De agency -kosten zullen lager zijn, doordat de investeerder over meer informatie van de ondernemer beschikt (Agarwal & Elston, 2001). Zo zal de investeerder bijvoorbeeld extra inzicht hebben betreffende de capaciteiten en doelstellingen van de ondernemer (Nofsinger & Wang, 2011). Bovendien zal de communicatie tussen beide partijen beter verlopen (Agarwal & Elston, 2001).

Hypothese 4: De eigenschappen van een onderneming hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing

*a) **Resultaatgebonden compensatie** van de ondernemer verhoogt de kans op een positieve financieringsbeslissing*

De kans bestaat dat wanneer de onderneming een "venture capitalist" heeft kunnen aantrekken, dat de ondernemer zelf minder goed gaat presteren. Dit kan de waardemaximalisatie van het bedrijf in het gedrang brengen. Wanneer echter de compensatie van de ondernemer afhangt van de resultaten die hij behaalt, zal zijn prestatie wel voldoende blijven. Hij heeft rechtstreeks baat bij zijn werk en inspanningen. Met een maximale inzet van de ondernemer en de "venture capitalist" samen, kan ook de waarde van de onderneming bijgevolg gemaximaliseerd worden. Ook voor een bankier is het belangrijk te weten dat de ondernemer goed zal blijven presteren, teneinde zeker te zijn dat de lening zal worden terug betaald. Resultaatgebonden compensatie verhoogt bijgevolg de kans op een positieve financieringsbeslissing (Kaplan & Strömberg, 2004).

*b) Een **businessplan** met een duidelijke strategische formulering heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing*

Een businessplan met een duidelijke strategische formulering is een bewijs van de capaciteiten van het managementteam, hetgeen een zeer bepalende factor is in de financieringsbeslissing van "venture capitalists" en bankiers. Het management moet goed weten wat de doelen en de strategie van de onderneming zijn, alsook moet het op de hoogte zijn van opportuniteiten en risico's. Wanneer dit het geval is zal het een positief effect hebben op de financieringsbeslissing (Kaplan & Strömberg, 2004 en Franke, Gruber, Harhoff & Henkel, 2008).

c) Een **heterogeen managementteam** heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing

Voor het optimaal functioneren van het managementteam is het belangrijk dat er een mix van bekwaamheden aanwezig is en niet enkel managementbekwaamheden of technologische bekwaamheden. Het is in het voordeel van de onderneming om heterogeen te zijn op gebied van volgende elementen: industrie-ervaring, leiderschapservaring, management- en technologische bekwaamheden, niveau van opleiding, leeftijd en vorige job ervaring. Wanneer dit het geval is zal het de financieringsbeslissing positief beïnvloeden. De leden van het managementteam kunnen van elkaar leren, hun kennis delen, problemen worden van verschillende invalshoeken bekeken en vervolgens samengebracht (Franke, Gruber, Harhoff & Henkel, 2008).

d) Hoe meer **kennis** de investeerder heeft over de **capaciteiten** van de ondernemer, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing

De reputatie van de ondernemer is van belang als bewijs van zijn capaciteiten volgens Prowse (1998). Ook Kaplan & Strömberg (2004) en Franke, Gruber, Harhoff & Henkel (2008) wezen op het belang van de capaciteiten van de ondernemer. Hoe meer kennis de investeerders bijgevolg hebben van de capaciteiten, hoe objectiever zij hun beslissing kunnen nemen en hoe groter de kans op een positieve financieringsbeslissing. Bij de kennis van de ondernemer hoort ook zijn mogelijke ervaring buiten het familiebedrijf. Dit kan ook een gunstig effect hebben op de financieringsbeslissing.

e) Wanneer er sprake is van "**First round investment**" is de kans op een positieve financieringsbeslissing hoger dan wanneer er sprake is van "second" of "third round investment"

Kaplan & Strömberg (2004) wijzen in hun onderzoek op het feit dat "venture capitalists" of bankiers een voorkeur kunnen hebben voor bedrijven waarin nog niet veel beroep werd gedaan op andere investeerders. Toch verschilt deze voorkeur van investeerder tot investeerder. De richting van de voorkeur is niet altijd duidelijk.

f) De aanwezigheid van een **aandeelhoudersovereenkomst** heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing

Om conflicten te vermijden is het belangrijk duidelijke afspraken te maken. Deze afspraken worden vastgelegd in een aandeelhoudersovereenkomst. Zo wordt vanaf het begin duidelijk gemaakt wat precies van de "venture capitalist" of bankier wordt verwacht en wat de verantwoordelijkheden zijn van de ondernemer. Wanneer deze afspraken omtrent controle en beslissingsmacht duidelijk omschreven zijn, heeft dat een positieve invloed op de financieringsbeslissing (Kaplan & Strömberg, 2004).

g) Een hoge "familiness" heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing

"Familiness" is een typisch aspect van een familiebedrijf. Het is de factor die een familiebedrijf onderscheid van een niet-familiebedrijf (Sirmon & Hitt, 2003). Een onderneming met een goede "familiness" vormt één geheel, creëert waarden en normen die gerespecteerd worden in het hele bedrijf en ontwikkelt goede relaties met werknemers. Dit alles komt de productiviteit ten goede, hetgeen een familiebedrijf een competitief voordeel oplevert ten opzichte van niet-familiebedrijven (Dawson, 2011). We verwachten dat dit een positief effect zal hebben op de financieringsbeslissing.

Om het effect van "familiness" te onderzoeken verdelen we deze hypothese verder onder in zeven subhypotheses.

*1) Wanneer familiale managers **actief deelnemen** aan de bedrijfsvoering zal dit de financieringsbeslissing positief beïnvloeden*

Zellweger, Eddleston & Kellermanns (2010) beschrijven "familiness" aan de hand van drie componenten. De eerste is de component van betrokkenheid. Zij stellen in hun onderzoek dat het belangrijk is dat de familiale managers betrokken zijn bij het familiebedrijf met betrekking tot eigendom, management en controle. Het bepaalt het potentieel van de familie om het bedrijf te beïnvloeden.

Ook Chrisman, Chua, Pearson & Barnett (2010) hebben het in hun onderzoek over de betrokkenheid van familieleden. Zij stellen dat familiebetrokkenheid een invloed zal uitoefenen op de verschillende doelstellingen die gehandhaafd worden in de onderneming, zowel op de economische, financiële als op de niet-economische doelstellingen. Alsook zal betrokkenheid een invloed hebben op de gedragingen en resultaten van de onderneming. Wanneer familieleden een meerderheid aan macht en controle hebben, kunnen zij beslissingen nemen en deze kunnen afwijken van rationele, winstmaximaliserende beslissingen. Langs de andere kant kunnen ze bijvoorbeeld sociale of milieuoverwegingen betrekken bij de bedrijfsvoering. In de maatschappij van tegenwoordig zijn niet enkel de economische en financiële doelstellingen meer van belang. Een onderneming zal met meer rekening moeten houden wil het zich kunnen onderscheiden van de concurrentie. We veronderstellen bijgevolg dat geëngageerde familieleden een positief effect uitoefenen op de bedrijfsvoering en dus ook op de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers.

*2) Wanneer **meer dan 50%** van het managementteam bestaat uit **familiale managers** zal dit de financieringsbeslissing positief beïnvloeden*

Om te kunnen onderzoeken of het voor investeerders of bankiers een positief gegeven is dat de meerderheid van het managementteam in een familiebedrijf bestaat uit familiale managers formuleren we deze hypothese. Om een definitie te kunnen formuleren van wat een familiebedrijf

is, hield Ceysens (2008), zoals reeds vermeld, rekening met verschillende kenmerken. Om een familiebedrijf genoemd te kunnen worden moet voldaan zijn aan een van deze kenmerken. Een van deze kenmerken luidde dat 50% van het managementteam moest bestaan uit familiale managers.

- 3) *De **aanwezigheid van niet-familieleden** in het managementteam heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing*

Dawson (2011) en Miller & Le Breton-Miller (2006) bespreken in hun onderzoek de voordelen van niet-familieleden in de familieonderneming. Deze omvatten onder meer de inbreng van nieuwe perspectieven, het makkelijker doorvoeren van veranderingen, een spreiding van macht en controle. Ze voorkomen dat de focus enkel zal liggen op familiale doelstellingen die binnen de familie belangrijk worden geacht. Niet-familieleden hebben bijgevolg een positief effect op de beslissing van "venture capitalists" en bankiers.

- 4) *Wanneer **meer dan 50%** van het managementteam bestaat uit **niet-familiale managers** wordt de financieringsbeslissing positief beïnvloed.*

Dat de aanwezigheid van niet-familieleden een belangrijk gegeven is, zal worden onderzocht aan de hand van de vorige hypothese. Er kan echter nog een onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds familiebedrijven waarin de familie een meerderheid aan controle heeft en waarin niet-familiale managers inspraak hebben en anderzijds familiebedrijven waar de familie deel uitmaakt van het management maar waar de meerderheid van het managementteam toch bestaat uit niet-familiale managers. Om hierin een onderscheid te kunnen maken hebben we reeds hypothese 2 geformuleerd die het eerste geval betreft. Hier formuleren we een hypothese die het tweede geval betreft. Investeerders kunnen een preferentie hebben voor een familiebedrijf waar de controle niet in handen is van de familie.

- 5) *Wanneer familiale managers voornamelijk hun **eigenbelang** nastreven, zal dit een negatief effect hebben op de financieringsbeslissing*

Zellweger, Nason, Nordqvist & Brush (2011) hebben het in hun onderzoek over de niet-economische doelstellingen die familiebedrijven nastreven. Een van de elementen die ze aanhalen, als beïnvloedende factor op het nastreven van deze doelstellingen, is de mogelijkheid tot zelfverbetering. Familiale managers kunnen zich gaan identificeren met de onderneming en krijgen een beter zelfbeeld door de reputatie van de onderneming. Hierin schuilt echter een gevaar dat de familiale managers enkel bezig zijn met hun reputatie en hun zelfbeeld. Ze denken niet meer aan het belang van de onderneming maar aan hun eigenbelang. Wanneer dit het geval is, zal het een negatief effect hebben op de financieringsbeslissing.

6) *De aanwezigheid van een **familieforum** heeft een positief effect op de financieringsbeslissing*

De Code Buysse II doet aanbevelingen aan familieondernemingen betreffende familiale governance (Torfs, 2012). Zo wordt aanbevolen om een familieforum op te richten, zeker wanneer het aandelenbezit gespreid is over verschillende familieleden en wanneer er verschillende generaties aanwezig zijn. Een familieforum wordt in de Code Buysse II gedefinieerd als een platform waar familieleden zich kunnen informeren en kunnen communiceren met elkaar in verband met de onderneming (Torfs, 2012). We veronderstellen bijgevolg dat de aanwezigheid van een familieforum een positieve invloed heeft op de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers. Het zal conflictsituaties verminderen en een open communicatie bevorderen. Dit heeft dan tot gevolg van agency -kosten verminderd zullen worden. Ook Wu, Chua & Chrisman (2006) stelden in hun onderzoek dat agency -kosten kunnen ontstaan door asymmetrische informatie met betrekking tot conflicten. Dit zou opgelost of verminderd kunnen worden met behulp van een familieforum.

7) *De aanwezigheid van een **familiecharter** heeft een positief effect op de financieringsbeslissing.*

In de Code Buysse II wordt ook de opstelling van een familiecharter aangeraden (Torfs, 2012). In het familiecharter zijn regels opgenomen waaraan de familieleden zich moeten houden. Het omvat onderwerpen als de financiële doelstelling van de onderneming, de leiding, conflictregelingen, ... Het is bovendien juridisch bindend. Ook hier zal het de agency -kosten verminderen om dezelfde redenen als bij de opstelling van het familieforum. Bijgevolg veronderstellen we dat de aanwezigheid van een familiecharter een positief effect zal hebben op de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers.

In dit hoofdstuk stelden we de hypothesen op op basis van de literatuurstudie. In wat zal volgen worden deze hypothesen getest aan de hand van een praktijkonderzoek. In hoofdstuk 6 wordt de werkwijze van dit onderzoek uit de doeken gedaan en in hoofdstuk 7 volgen de resultaten.

6 Onderzoek

Het doel van onze masterproef is te onderzoeken met welke aspecten bankiers en investeerders rekening houden wanneer ze een beslissing nemen om wel of niet geld uit te lenen of te investeren in een familiebedrijf. We formuleerden reeds hypotheses omtrent deze aspecten. Hierbij hielden we rekening met aspecten die kunnen gelden voor elk soort bedrijf en met aspecten die typisch zijn voor familiebedrijven. Om na te gaan of de geformuleerde hypotheses met bijhorende subhypotheses in praktijk bevestigd worden, werd een vragenlijst opgesteld. Voor de vragenlijst werd dezelfde structuur als bij de hypotheses gehanteerd. Er werden bijgevolg stellingen opgesteld op basis van de gestelde subhypotheses. De bankiers en investeerders dienden al dan niet akkoord te gaan met deze stellingen. We maakten gebruik van een 5-punt likert -schaal. De mogelijke antwoorden per vraag zijn 1: niet akkoord, 2: eerder niet akkoord, 3: enigszins akkoord, 4: eerder akkoord en 5: akkoord. In bijlage 1 is deze vragenlijst terug te vinden.

Er werden circa 180 personen gecontacteerd via mail. Hiervan hebben 45 personen onze vragenlijst volledig in gevuld, waaronder 3 bankiers en 42 investeerders. Aangezien er slechts 3 bankiers bereid waren onze vragenlijst in te vullen, hebben we gecontroleerd of deze een vertekend beeld van de resultaten teweeg brengen. Dit hebben we gedaan door de analyseresultaten van alle 45 respondenten, bankiers en investeerders, te vergelijken met de analyseresultaten van enkel de investeerders. Aangezien deze resultaten geen verschillen vertoonden, maar ook omdat bankiers, net zoals investeerders, een investeringsbeslissing moeten nemen, besluiten we de antwoorden van de bankiers op te nemen in de resultaatanalyse.

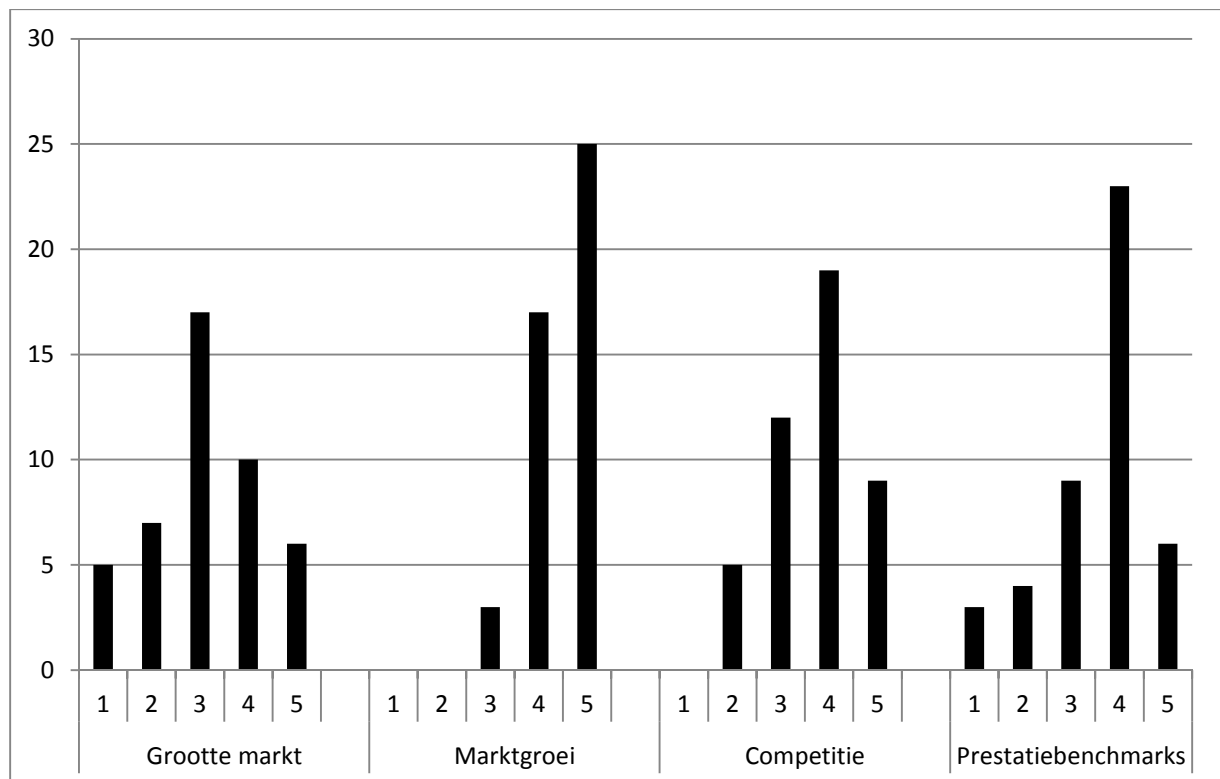
Zoals hierboven vermeld, zijn er vijf mogelijke antwoorden per stelling. Deze antwoorden krijgen elk een waarde toegewezen. Zo heeft het antwoord niet akkoord waarde 1 en heeft het antwoord akkoord een waarde van 5 toegekend gekregen. Waarde 3 wordt toegewezen aan het antwoord enigszins akkoord. Aangezien 3 de gemiddelde waarde is van de mogelijke antwoorden, wordt waarde 3 gezien als het neutrale antwoord. Enigszins akkoord is het antwoord dat de respondenten geven wanneer noch akkoord noch niet akkoord zijn. Om te kunnen stellen of de respondenten al dan niet onze stellingen bevestigen op een significante wijze, wordt voor iedere stelling een t -test uitgevoerd. Deze test hanteert als nulhypothese dat de gemiddelde waarde van de gegeven antwoorden niet significant verschilt van de neutrale waarde 3. Indien deze test significant bevonden wordt (sig. < 0,05), wordt de nulhypothese verworpen en kan de alternatieve hypothese dat de gemiddelde waarde significant verschilt van de neutrale waarde aanvaard worden. We kunnen er dan vanuit gaan dat de meerderheid van de respondenten akkoord gaat met de gestelde hypothese, of dat er neiging is naar een bevestiging van de gestelde hypothese. Daarnaast wordt er ook per hypothese een t -test uitgevoerd. Om deze test uit te kunnen voeren, werd een gemiddelde waarde berekend van de antwoorden op de stellingen die betrekking hebben tot deze hypothese. Deze testen worden uitgevoerd om na te gaan of onze opgestelde hypotheses al dan niet significant bevestigd worden.

7 Resultaten

Voor de bespreking van de resultaten houden we dezelfde structuur aan als de hypothesen en de opgestelde vragenlijst. We bespreken per hypothese wat de resultaten zijn, om hier vervolgens conclusies uit te trekken betreffende de invloed van deze aspecten op de financieringsbeslissing van bankiers, maar vooral van investeerders.

Hypothese 1: De eigenschappen van de markt hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

Onder de eigenschappen van de markt worden verstaan de grootte van de markt, de marktgroei, de intensiteit van competitie en het mogelijke gebruik van prestatiebenchmarks (subhypothesen 1a t.e.m. 1d). Om te kunnen stellen dat de eigenschappen van de markt een invloed hebben op de financieringsbeslissing van investeerders, gaan we na of de respondenten akkoord gaan met de geformuleerde stellingen hieromtrent. Op figuur 6 kan worden gezien hoe de vragen in verband met hypothese 1 werden beantwoord. In tabel 1 staan de antwoorden op subhypothesen 1a tot en met 1d samengevat, er wordt een overzicht gegeven van het aantal keer dat de respondenten een bepaald antwoord gegeven hebben op de stelling. In tabel 2 worden t -testen uitgevoerd om na te gaan of de subhypothesen significant bevestigd worden of niet.



Figuur 6: Resultaten subhypothese 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata

	N	Mean	Frequency				
			Niet akkoord	Eerder niet akkoord	Enigszins akkoord	Eerder akkoord	Akkoord
Grootte markt +	45	3,11	5	7	17	10	6
Marktgroei +	45	4,49	0	0	3	17	25
Competitie +	45	3,71	0	5	12	19	9
Prestatiebenchmarks+	45	3,56	3	4	9	23	6

Tabel 1: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Grootte markt +	,636	44	,528	,111	-,24	,46
Marktgroei +	15,954	44	,000	1,489	1,30	1,68
Competitie +	5,185	44	,000	,711	,43	,99
Prestatiebenchmarks+	3,528	44	,001	,556	,24	,87

Tabel 2: T-testen subhypotheses 1a t.e.m. 1d, bron: onderzoeksdata

a) Hoe groter de markt, hoe hoger de kans op een positieve *financieringsbeslissing*

Na analyse van de antwoorden op stelling a is er toch enige verdeeldheid in de antwoorden vast te stellen, zo beweren 5 investeerders niet akkoord te zijn en 7 investeerders eerder niet akkoord te zijn. Daartegenover zijn er 10 respondenten eerder akkoord en 6 respondenten akkoord. Zelfs 17 respondenten blijken noch akkoord, noch niet akkoord te gaan met de stelling. Dit brengt de gemiddelde waarde van de antwoorden op 3,11 (zie tabel 1). Om een uitspraak te kunnen doen of de respondenten deze stelling al dan niet significant bevestigen, werd een t -test uitgevoerd. Deze t -test stelt als nulhypothese dat de gemiddelde waarde van de antwoorden op deze stelling 3 bedraagt, hetgeen een neutraal antwoord is. De alternatieve hypothese houdt in dat de gemiddelde waarde van de antwoorden significant hoger is dan 3. Dit zou betekenen dat de meerderheid van de investeerders akkoord gaat met de stelling. Aangezien de significantie -waarde 0,528 is, wat

hoger is dan 0,05 kan de nulhypothese niet verworpen worden en kunnen we dus concluderen dat deze stelling **niet** significant **bevestigd** wordt. De grootte van de markt is bijgevolg **geen** bepalende factor in de beslissing van bankiers en investeerders om al dan niet te investeren in een familiebedrijf.

*b) Hoe meer potentieel voor **marktgroei**, hoe **hoger** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

De ondervraagde investeerders zijn het duidelijk eens met bovenstaande stelling. Geen enkele respondent was niet akkoord of eerder niet akkoord. Vandaar dat de gemiddelde waarde van de vraag ook zo hoog ligt, namelijk 4,49. 17 investeerders waren eerder akkoord en 25 respondenten waren volledig akkoord. Ook de zeer hoge t -statistiek (15,954) met significantie -waarde 0,00 wijst erop dat we de nulhypothese, waarbij de gemiddelde waarde van de antwoorden op deze stelling 3 bedraagt, kunnen verwerpen. De gemiddelde waarde van de antwoorden is significant hoger dan waarde 3. Stelling b wordt bijgevolg **bevestigd** op significante wijze. We kunnen concluderen dat wanneer er meer potentieel voor marktgroei is, de kans op een positieve financieringsbeslissing hoger is.

*c) Hoe intensiever de **competitie**, hoe **lager** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Deze subhypothese heeft betrekking op de gevaren van competitie doordat een product kan nagebootst/verbeterd worden of de prijsmarge omlaag gedrukt kan worden. Het gaat om de reactie die bedrijven hebben op elkaars aanbod. 9 investeerders beweren het eens te zijn met deze stelling en geen enkele investeerder is niet akkoord, daarnaast zijn er 19 investeerders die eerder akkoord zijn. De gemiddelde waarde van de antwoorden is 3,71, hetgeen hoger is dan een neutraal antwoord (3). Om te kunnen bevestigen dat deze gemiddelde waarde significant verschilt van een neutraal antwoord, wordt een t -test uitgevoerd. Ook hier wordt een gelijkaardige nulhypothese gehanteerd als bij bovenstaande stellingen. De significantie -waarde bedraagt 0,00. Dit wijst erop dat de nulhypothese verworpen wordt op het 1% significantieniveau en dat deze subhypothese **bevestigd** wordt. Wanneer de competitie intensiever wordt, daalt dus de kans op een positieve financieringsbeslissing.

*d) Hoe meer mogelijkheden tot **prestatiebenchmarks**, hoe **hoger** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Een laatste subhypothese is omtrent prestatiebenchmarks. Een benchmark is een middel om kosten, effectiviteit en prestaties van andere bedrijven te meten, zodoende eigen prestaties te kunnen vergelijken en verbeteren. Ongeveer de helft van de ondervraagde investeerders, 23 personen, blijkt eerder akkoord te zijn met het feit dat meer mogelijkheden tot prestatiebenchmarks de kans op een positieve financieringsbeslissing verhogen. Dit brengt de gemiddelde waarde van de respons op 3,56. Aangezien de t -test een significantie -waarde van

0,00 heeft, wordt de nulhypothese verworpen. Bijgevolg wordt de alternatieve hypothese, dat de gemiddelde waarde van de respons significant groter is dan 3, aanvaard. De meerderheid van de respondenten kan zich dus vinden in deze stelling. Subhypothese d is **bevestigd**.

Om na te kunnen gaan of de eigenschappen van de markt een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing van investeerders werkten we met vier subhypothesen, hierboven elk apart beschreven. In deze subhypothesen zaten de eigenschappen van de markt vervat. Aangezien drie van de vier subhypothesen bevestigd werden, kunnen we stellen dat de eigenschappen van de markt een invloed uitoefenen op de beslissing van investeerders om een bedrijf al dan niet te financieren. Verder gaan we na of deze subhypothesen niet enkel afzonderlijk een invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing. Om de gezamenlijke invloed te testen werd de gemiddelde waarde berekend van de antwoorden op bovenstaande subhypothesen. Deze waarde bedraagt 3,7167 (tabel 3).

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Hypothese1	45	3,7167	,48148	,07177

Tabel 3: Gemiddelde hypothese 1, bron: onderzoeksdata

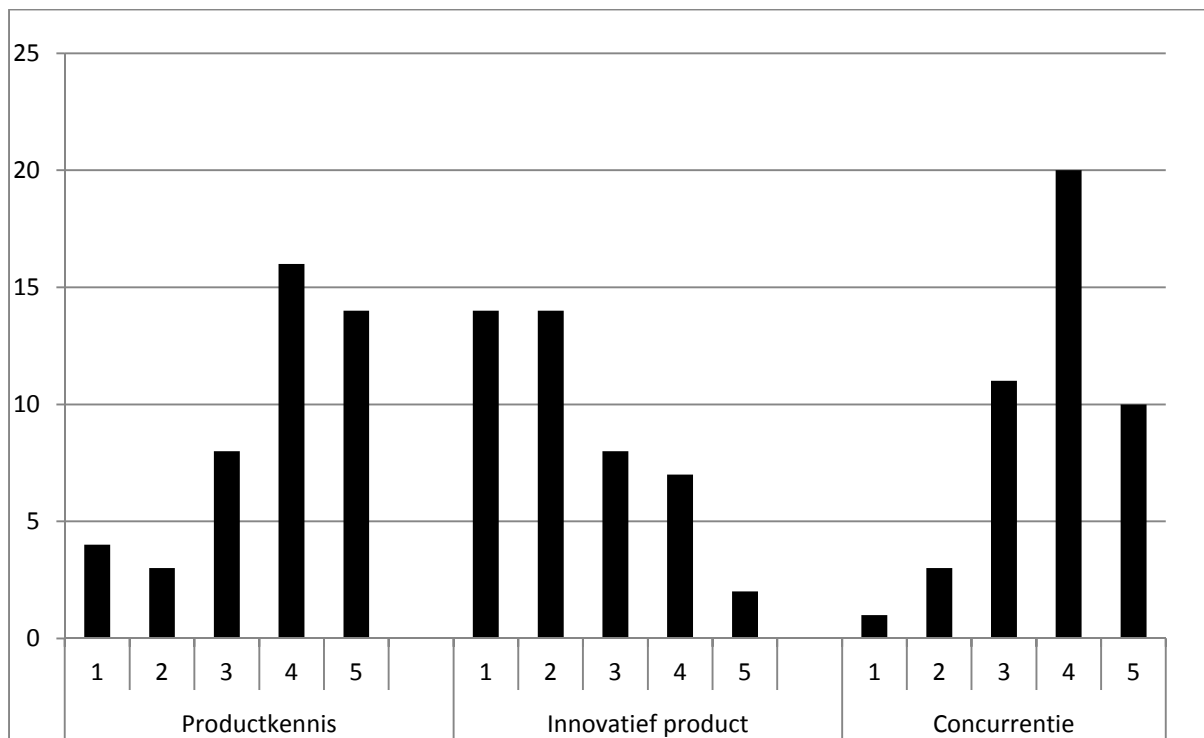
In tabel 4, hieronder weergegeven, is een t -test uitgevoerd die nagaat of de gemiddelde waarde van de antwoorden op de vier subhypothesen significant verschillend is van het neutrale antwoord, waarde 3. De t -statistiek heeft een waarde van 9,985, deze waarde gaat gepaard met een significantie van 0,00. Dit wijst erop dat de gemiddelde waarde van de gegeven antwoorden significant verschillend is van waarde 3. Hieruit wordt geconcludeerd dat de eigenschappen van de markt een gezamenlijke invloed uitoefenen op de beslissing van een investeerder om een onderneming te financieren. **Hypothese 1** is hierbij **bevestigd**.

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hypothese1	9,985	44	,000	,71667	,5720	,8613

Tabel 4: T-test hypothese 1, bron: onderzoeksdata

Hypothese 2: De eigenschappen van het product hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

In hypothese 2 wordt gesteld dat de eigenschappen van het product een significante invloed uitoefenen op de investeringsbeslissing. Deze hypothese werd opnieuw opgesplitst in verschillende subhypothesen die eigenschappen van het product omschrijven (subhypothesen 2a t.e.m 2c). De subhypothesen houden rekening met de kennis die de investeerder reeds heeft van het product, of het een innovatief product is, maar ook met de intensiteit van de concurrentie. Opnieuw worden dezelfde tabellen en grafiek gehanteerd, waarin de data uit de vragenlijst met betrekking tot hypothese 2 worden samengevat.



Figuur 7: Resultaten subhypothesen 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata

	N	Mean	Frequency				
			Niet akkoord	Eerder niet akkoord	Enigszins akkoord	Eerder akkoord	Akkoord
Productkennis +	45	3,73	4	3	8	16	14
Innovatief product -	45	2,31	14	14	8	7	2
Concurrentie -	45	3,78	1	3	11	20	10

Tabel 5: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypothesen 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Productkennis +	3,993	44	,000	,733	,36	1,10
Innovatief product -	-3,842	44	,000	-,689	-1,05	-,33
Concurrentie -	5,487	44	,000	,778	,49	1,06

Tabel 6: T-testen subhypotheses 2a t.e.m. 2c, bron: onderzoeksdata

a) Hoe meer **kennis** de investeerder heeft van het product, hoe **hoger** de kans op een positieve financieringsbeslissing

Deze eerste subhypothese gaat ervan uit dat, indien een investeerder reeds kennis vergaard heeft omtrent het product waarin hij investeert, de kans op een positieve investeringsbeslissing hoger is. Ook deze subhypothese werd in de vragenlijst opgenomen. Het grootste aantal van de respondenten kan zich vinden in deze stelling, namelijk 30 van de 45 investeerders beweerden eerder akkoord of akkoord te zijn met deze stelling. De gemiddelde waarde van de antwoorden op deze vraag is dan ook aan de hoge kant en bedraagt 3,73. Opnieuw wordt met een t -test nagegaan of deze waarde significant verschilt van het neutrale antwoord. De t -statistiek bedraagt 3,993. De nulhypothese van deze test stelt dat de gemiddelde waarde van de respons gelijk is aan het neutrale antwoord. De nulhypothese wordt echter verworpen op het 1% significantieniveau. Dit **bevestigt** dat wanneer een investeerder meer kennis heeft van het product, de kans op een positieve financieringsbeslissing hoger is.

b) Een **innovatief** product heeft **minder kans** op een positieve financieringsbeslissing dan een **bestaand, hernieuwd** product

De tweede stelling van hypothese 2 werd voornamelijk negatief beantwoord. Er waren immers 14 respondenten niet akkoord en 14 respondenten eerder niet akkoord met de stelling. Dit is reeds een eerste indicatie dat de stelling niet bevestigd zal worden. Om dit met zekerheid te kunnen stellen werd een t -test uitgevoerd waarin nagegaan wordt of de gemiddelde waarde van de respons, hier 2,31, significant verschilt van waarde 3. De t -statistiek van deze test is echter een negatieve waarde, namelijk -3,842. Ook bij deze stelling is het nodig om de nulhypothese te verwerpen op het 1% significantieniveau en te aanvaarden dat de gemiddelde waarde afwijkt van de neutrale waarde. Echter is deze stelling significant in tegenovergestelde richting. De gemiddelde

waarde is significant lager dan waarde 3. Dus de respondenten zijn niet akkoord, op significante wijze, met het feit dat een innovatief product minder kans heeft op een positieve financieringsbeslissing dan een bestaand product. Deze subhypothese wordt bijgevolg **niet bevestigd**.

c) *Hoe intensiever de **concurrentie**, hoe **lager** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Een laatste subhypothese van hypothese 2 heeft te maken met de concurrentie van de te financieren onderneming. Er wordt verondersteld dat wanneer de concurrentie intensiever is, de kans op een positieve financieringsbeslissing lager is. Dit doordat de onderneming te kampen kan krijgen met eventueel betere producten van de concurrentie. Het grootste aantal van de investeerders, 20 respondenten, blijken eerder akkoord te zijn met deze stelling. Slechts 1 ondervraagde van de 45 is niet akkoord en 4 investeerders zijn eerder niet akkoord met deze stelling. Dit brengt de gemiddelde waarde van respons op deze stelling op 3,78. Opnieuw wordt getest of deze gemiddelde waarde significant afwijkt van het neutrale antwoord. Met een hoge t - statistiek (5,487) wordt deze stelling significant **bevestigd** op het 1% significantieniveau.

Vervolgens wordt de gemiddelde waarde van de drie subhypotheses met betrekking tot de eigenschappen van het product berekend. Deze waarde wordt weergegeven in tabel 7 onder "mean" en bedraagt 3,2741.

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Hypothese2	45	3,2741	,66015	,09841

Tabel 7: Gemiddelde hypothese 2, bron: onderzoeksdata

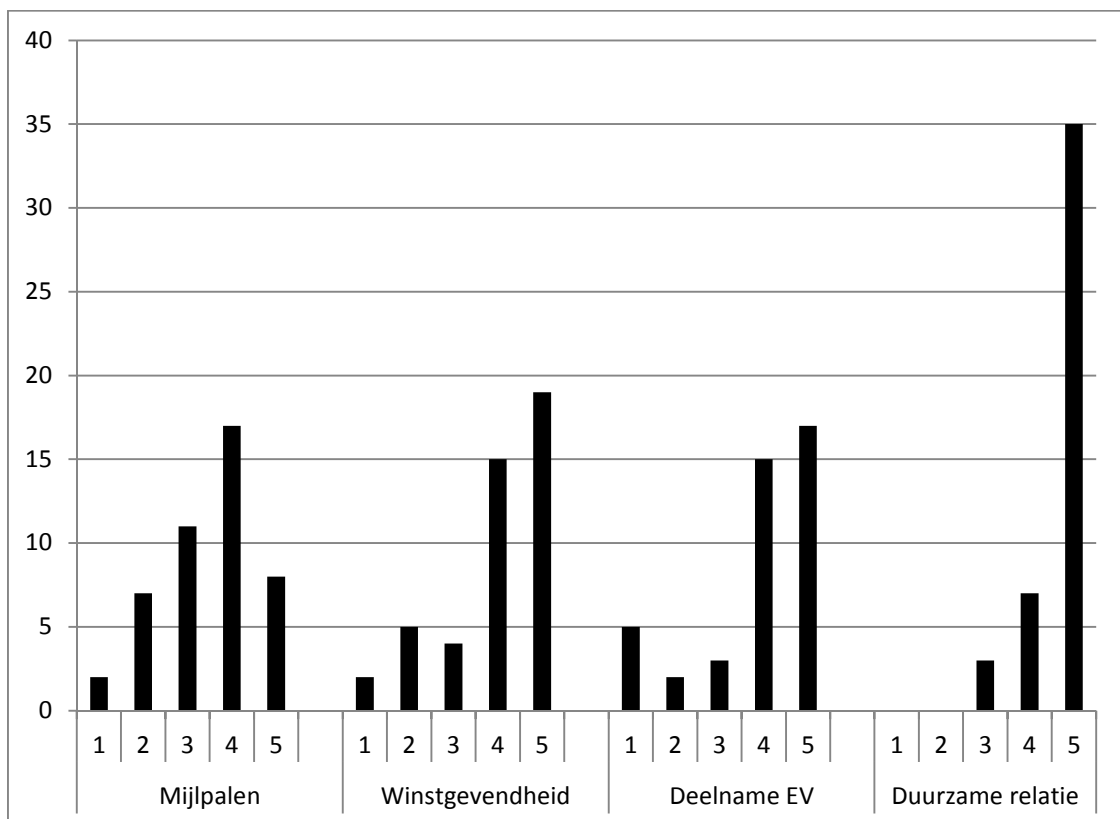
Om te testen of de kennis van de investeerder, het innovatieve karakter van een product en de intensiteit van de concurrentie gezamenlijk een invloed uitoefenen op de beslissing van een investeerder wordt een t -test uitgevoerd (tabel 8), die nagaat of de waarde 3,27 significant verschilt van een neutraal antwoord. Met een significantiewaarde van 0,008 wordt dit bevestigd. We kunnen dus stellen dat de eigenschappen van het product een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing van investeerders. Dit **bevestigd hypothese 2**.

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hypothese2	2,785	44	,008	,27407	,0757	,4724

Tabel 8: T-test hypothese 2, bron: onderzoeksdata

Hypothese 3: De financiële karakteristieken van een onderneming hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

Bij de financiële karakteristieken horen het eventuele gebruik van mijlpalen, de winstgevendheid, mogelijkheden tot deelneming in het eigen vermogen en de relatie tussen investeerder en ondernemer (hypotheses 3a t.e.m. 3d). Ook op basis hiervan hebben investeerders en bankiers geantwoord of deze aspecten een invloed hebben op de financieringsbeslissing. Deelname in het eigen vermogen van de onderneming geldt enkel voor investeerders. Deze vraag werd bijgevolg niet ingevuld door bankiers. Op figuur 8 worden de antwoorden per stelling weergegeven, alsook in tabel 9.



Figuur 8: Resultaten subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata

	N	Mean	Frequency				
			Niet akkoord	Eerder niet akkoord	Enigszins akkoord	Eerder akkoord	Akkoord
Mijlpalen +	45	3,49	2	7	11	17	8
Winstgevendheid +	45	3,98	2	5	4	15	19
Deelname EV +	42	3,88	5	2	3	15	17
Duurzame relatie +	45	4,71	0	0	3	7	35

Tabel 9: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Mijlpalen +	2,981	44	,005	,489	,16	,82
Winstgevendheid +	5,572	44	,000	,978	,62	1,33
Deelname EV +	4,296	41	,000	,881	,47	1,30
Duurzame relatie +	19,501	44	,000	1,711	1,53	1,89

Tabel 10: T-testen subhypotheses 3a t.e.m. 3d, bron: onderzoeksdata

a) *Indien geïnvesteerd wordt met gebruik van **mijlpalen** is de kans op een positieve financieringsbeslissing **hoger** dan wanneer er geen gebruik wordt gemaakt van mijlpalen.*

Indien er geïnvesteerd wordt met gebruik van mijlpalen zal de onderneming de geleende som of de investering niet in een keer ontvangen maar in verschillende stappen, telkens wanneer een vooraf bepaalde mijlpaal is bereikt. Onze subhypothese stelt dat dit een positief effect heeft op de financieringsbeslissing van investeerders. 2 investeerders zijn het hier niet mee eens, 7 investeerders zijn hier eerder niet mee akkoord. 11 van de 45 investeerders waren enigszins akkoord, 17 eerder akkoord en 8 akkoord. Dit levert een gemiddelde waarde van 3,48 op. We

voerden een t -test uit om na te gaan of deze antwoorden significant verschillen van 3, het neutrale antwoord. Deze test is significant met een significantiewaarde van 0,007, hetgeen lager is dan 0,05. We kunnen dus concluderen dat onze hypothese wordt **bevestigd** en dat het gebruik van mijlpalen een positieve invloed heeft op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders.

*b) Hoe **winstgevender** de onderneming, hoe **hoger** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Winstgevendheid is een belangrijk element voor ondernemingen. Onze subhypothese geldt dan ook dat hoe winstgevender de onderneming, hoe beter de onderneming zal geëvalueerd worden door investeerders met betrekking tot hun financieringsbeslissing. 2 investeerders zijn er niet mee akkoord dat winstgevendheid een positief effect heeft, 5 investeerders eerder niet akkoord, 4 enigszins akkoord. Daar tegenover waren 15 investeerders eerder akkoord en 19 investeerders akkoord. Dit levert een gemiddelde waarde van de antwoorden van 3,98 op. De significantiewaarde van de t -test bedraagt 0,00. We kunnen dus stellen dat de antwoorden significant hoger liggen dan het neutrale antwoord 3. Onze subhypothese wordt **bevestigd**. Winstgevendheid heeft wel degelijk een positieve invloed op de financieringsbeslissing.

*c) Mogelijkheden tot **deelname in het eigen vermogen verhogen** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

De stelling in onze vragenlijst met betrekking tot de mogelijkheid om deel te nemen in het eigen vermogen van de onderneming werd alleen gesteld aan investeerders. Bankiers worden voor deze vraag buiten beschouwing gelaten, aangezien deze hierbij geen baat zouden hebben. Ook hier veronderstelt de subhypothese dat deelname in het eigen vermogen een positief effect zal hebben. 5 investeerders zijn er niet mee akkoord, 2 eerder niet akkoord, 3 enigszins akkoord. Daar tegenover zijn er 15 eerder akkoord en 17 akkoord. Na berekening van de gemiddelde waarde van deze antwoorden bekomen we een waarde van 3,88. Opnieuw voerden we een t -test uit waarbij de nulhypothese stelt dat de antwoorden niet significant verschillen van 3. De alternatieve hypothese stelt dat de antwoorden significant hoger zijn dan het neutrale antwoord 3. In tabel 10 zien we dat ook deze subhypothese **bevestigd** kan worden op het 1% significantieniveau, de nulhypothese wordt verworpen. Wanneer investeerders kunnen deelnemen in het eigen vermogen, zal dit een gunstig effect hebben op de financieringsbeslissing.

*d) Een **goede relatie** met de investeerder **verhoogt** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Het spreekt voor zich dat wanneer de investeerder of bankier enerzijds en de ondernemer anderzijds een goede relatie hebben dat dit een gunstig effect zal hebben. Hier waren dan ook geen investeerders en bankiers niet mee akkoord. 3 investeerders beweerden enigszins akkoord te zijn, 7 waren eerder akkoord en 35 investeerders waren akkoord. Dit geeft een gemiddeld

antwoord van 4,71. Aan deze waarde kunnen we al zien dat onze hypothese **bevestigd** kan worden. Ook de t -test geeft uiteraard een significante waarde van 0,00. De nulhypothese wordt verworpen. Een duurzame relatie is duidelijk een belangrijk element in de beslissing van investeerders of bankiers.

Alle subhypotheses horende bij hypothese 3 worden bevestigd. We kunnen dus concluderen dat de financiële karakteristieken een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. Om te kunnen testen of de vier subhypotheses samen een invloed uitoefenen op de beslissing van investeerders, berekenden we de gemiddelde waarde voor deze subhypotheses. Deze wordt weergegeven in tabel 11 en bedraagt 4,0259.

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Hypothese3	45	4,0259	,63684	,09493

Tabel 11: Gemiddelde hypothese 3, bron: onderzoeksdata

Vervolgens voerden we een t -test uit om na te gaan of deze gemiddelde waarde significant hoger is dan 3.

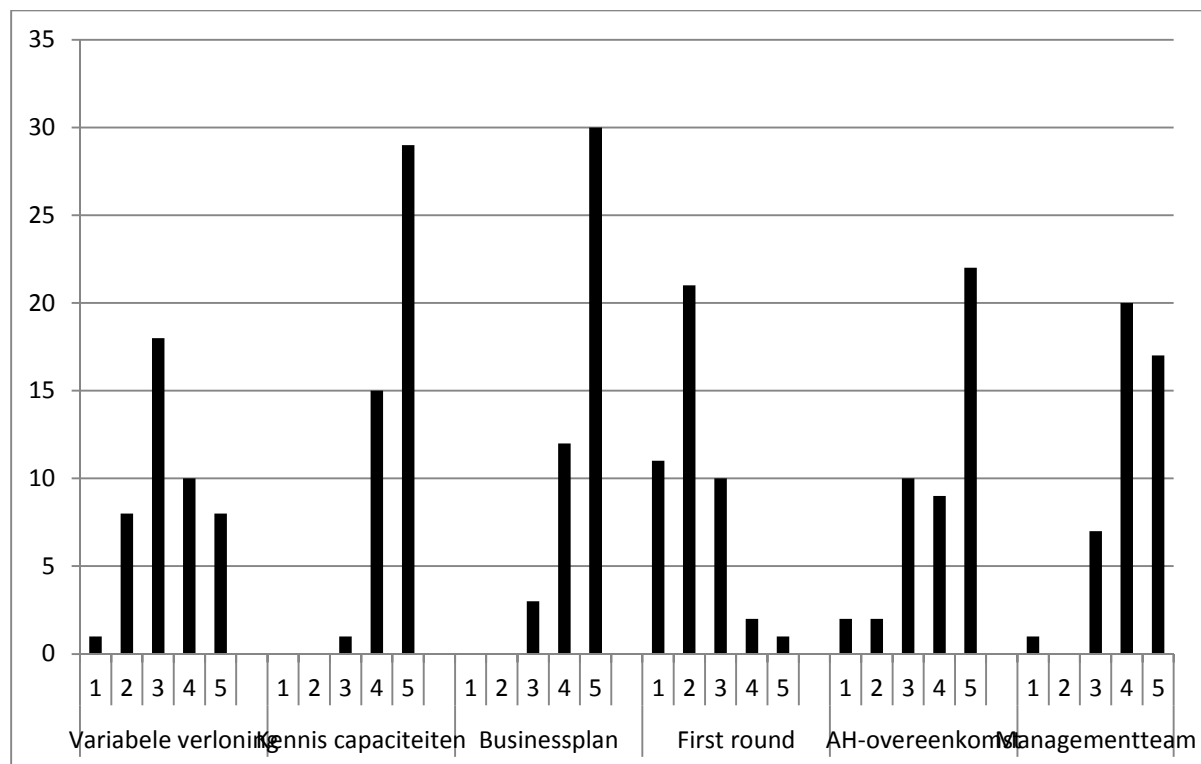
	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hypothese3	10,807	44	,000	1,02593	,8346	1,2173

Tabel 12: T-test hypothese 3, bron: onderzoeksdata

De t -test is significant op het 1% significantieniveau. Hieruit kunnen we besluiten dat **hypothese 3 wordt bevestigd**. Meer bepaald onderzochten we de invloed van het gebruik van mijlpalen, winstgevendheid, mogelijkheden tot deelneming in het eigen vermogen en de relatie tussen investeerder en ondernemer. We kunnen dus stellen dat deze financiële karakteristieken van een onderneming een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing die bankiers of investeerders maken.

Hypothese 4: De eigenschappen van een onderneming hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing

Onder de eigenschappen van de onderneming verstaan we de eventuele variabele verloning van de ondernemer, kennis over de capaciteiten van de ondernemer, een goed opgesteld businessplan, "First -round" tegenover "second -round investing", de eventuele aanwezigheid van een aandeelhoudersovereenkomst, een heterogeen managementteam en "familiness" (subhypotheses 4a t.e.m. 4g). Op "familiness" gaan we dieper in, aangezien dit de centrale probleemstelling is van dit onderzoek. "Familiness" zijn de karakteristieken die typisch zijn voor een familiebedrijf. Met betrekking tot deze "familiness" stelden we ook subhypotheses op. Deze betreffen een actieve deelname van familieleden in de bedrijfsvoering, het aantal familiale en niet-familiale managers in het managementteam, de aanwezigheid van niet-familiale managers, de eventuele aanwezigheid van een familieforum en/of een familiecharter en familieleden die mogelijk hun eigenbelang nastreven. Vooral deze kenmerken in verband met "familiness" zijn een belangrijk onderdeel van ons onderzoek. Ze geven een antwoord op de vraag of familiebedrijven een voordeel hebben ten opzichte van niet-familiebedrijven voor het verkrijgen van een lening of een investering. Deze zeggen ons of typische aspecten van familiebedrijven wel degelijk van belang zijn. We houden voor de bespreking van de resultaten ook hier dezelfde volgorde aan als voor de gestelde subhypotheses. Op de figuren 9 en 10 en in de tabellen 13 en 15 worden de antwoorden op de verschillende stellingen weergegeven.



Figuur 9: Resultaten subhypotheses 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata

	N	Mean	Frequency				
			Niet akkoord	Eerder niet akkoord	Enigszins akkoord	Eerder akkoord	Akkoord
Variabele verloning +	45	3,36	1	8	18	10	8
Kennis capaciteiten +	45	4,62	0	0	1	15	29
Businessplan +	45	4,60	0	0	3	12	30
First round +	45	2,13	11	21	10	2	1
Aandeelhoudersovereenkomst +	45	4,04	2	2	10	9	22
Heterogeen managementteam +	45	4,16	1	0	7	20	17

Tabel 13: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypothese 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Variabele verloning +	2,276	44	,028	,356	,04	,67
Kennis capaciteiten +	20,354	44	,000	1,622	1,46	1,78
Businessplan +	17,370	44	,000	1,600	1,41	1,79
First round +	-6,323	44	,000	-,867	-1,14	-,59
Aandeelhoudersovereenkomst +	6,107	44	,000	1,044	,70	1,39
Heterogeen managementteam +	9,102	44	,000	1,156	,90	1,41

Tabel 14: T-testen subhypotheses 4a t.e.m. 4f, bron: onderzoeksdata

a) **Resultaatgebonden compensatie** van de ondernemer **verhoogt** de kans op een **positieve financieringsbeslissing**

De onderneming en de investeerder kunnen beslissen om de verloning van de ondernemer afhankelijk te maken van de resultaten van de onderneming, deels of volledig. Dit vooral om de investeerder zekerheid te geven dat de ondernemer waardemaximalisatie van het bedrijf zal nastreven. 1 investeerder was er niet mee akkoord dat de resultaatgebonden compensatie een invloed heeft op de investeringsbeslissing, 8 investeerders waren eerder niet akkoord en 18 investeerders waren enigszins akkoord. Hiertegenover waren 10 investeerders eerder akkoord en 8 akkoord. Dit levert een gemiddeld antwoord van 3,36 op. We voerden een t -test uit om na te gaan of de antwoorden significant hoger zijn dan het neutrale antwoord 3. De significantiewaarde bedraagt 0,028. De subhypothese dat variabele compensatie een invloed heeft kan bijgevolg **bevestigd** worden op het 5% significantieniveau, maar niet op het 1% significantieniveau.

b) Een **businessplan** met een **duidelijke strategische formulering** heeft een **positieve** invloed op de **financieringsbeslissing**

Een business plan is een belangrijk element in de beoordeling van bankiers en investeerders over de onderneming. Het bevat financiële gegevens, gegevens over de interne en externe omgeving van de onderneming, een toekomstplan, ... Onze subhypothese stelt dan ook dat een goed opgesteld businessplan, met een duidelijke strategische formulering, een positief effect heeft op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. Er waren geen investeerders die hiermee niet akkoord gingen. 3 investeerders waren enigszins akkoord, 12 eerder akkoord en 30 akkoord. De antwoorden samen genomen levert een gemiddelde waarde op van 4,60. Hieruit kunnen we al concluderen dat onze hypothese wordt **bevestigd**. Dit blijkt ook uit uitgevoerde t -test. De waarde van de t -statistiek bedraagt 17,370. Om significant te zijn op het 5% significantieniveau moet deze waarde groter zijn dan 2,58. Om significant te zijn op het 1% significantieniveau moet deze waarde groter zijn dan 1,645. Dit is duidelijk het geval. Een businessplan met een duidelijke strategische formulering heeft dus daadwerkelijk een invloed op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders.

c) Een **heterogeen managementteam** heeft een **positieve** invloed op de **financieringsbeslissing**

Met een heterogeen managementteam wordt bedoeld dat er personen aanwezig zijn in het managementteam met capaciteiten op verschillende gebieden. Gebieden als industrie-ervaring, leiderschapservaring, opleiding, ervaringen vergaard tijdens een vorige baan, technologische- en managementbekwaamheden zijn van belang. Wanneer een diversiteit aan capaciteiten aanwezig is in het managementteam, zal het bedrijf beter functioneren. 7 investeerders zijn er enigszins mee akkoord dat dit een positieve invloed heeft, 20 investeerders zijn er eerder mee akkoord en 17 zijn akkoord. Slechts 1 investeerder was er niet mee akkoord. Samengevat geeft dit een gemiddeld antwoord van 4,16. De t -test bevestigt dat de antwoorden significant hoger zijn dan 3 op het 1%

significantieniveau, aangezien de significantiewaarde lager is dan 0,01. Onze derde subhypothese betreffende de eigenschappen van de onderneming wordt bijgevolg ook **bevestigd**.

*d) Hoe meer **kennis** de investeerder heeft over de capaciteiten van de ondernemer, hoe **hoger** de kans op een positieve financieringsbeslissing*

Een zeer belangrijke factor voor het welslagen van de onderneming is de ondernemer zelf. Zijn inbreng en geleverde werk zijn van cruciale waarde. Het is voor bankiers en investeerders dus belangrijk te weten wat de capaciteiten van de ondernemer zijn. Er waren geen investeerders die hiermee niet akkoord gingen, slechts 1 investeerder was er enigszins mee akkoord. De overige investeerders en bankiers waren akkoord met deze stelling, 15 respondenten waren eerder akkoord en 29 akkoord. Dit levert een samenvattende waarde op van 4,62. De t -test met als t-statistiek 20,354 en significantiewaarde 0,00 is dan ook significant. De nulhypothese dat de gemiddelde waarde van de antwoorden gelijk is aan de neutrale waarde 3, wordt verworpen. Onze subhypothese dat kennis over de capaciteiten een positieve invloed heeft op de financieringsbeslissing van bankiers of investeerders wordt dus **bevestigd**.

*e) Wanneer er sprake is van "**first round investment/financing**" is de kans op een positieve financieringsbeslissing **hoger** dan wanneer er sprake is van "second" of "third round investment"*

Bij "first round investment/financing" is het de eerste keer dat de onderneming beroep doet op investeerders/bankiers. Bij "second" of "third round investment" waren er al andere investeerders die investeerden in deze onderneming. 11 investeerders waren er niet mee akkoord dat er een preferentie is voor "first round investment", 21 investeerders waren eerder niet akkoord, 10 enigszins akkoord. Slechts 2 investeerders waren eerder akkoord en 1 akkoord. Dit levert een gemiddelde waarde van 2,13 op. Deze gemiddelde waarde doet het vermoeden al rijzen dat onze hypothese niet zal worden bevestigd. Na het uitvoeren van de t -test kunnen we concluderen dat de antwoorden significant lager zijn dan de neutrale waarde 3. Dit zien we aan de negatieve t-statistiek van -6,323. De significantiewaarde is 0,00 en dus significant op het 1% significantieniveau. In tegenstelling tot de vorige subhypothesen is deze test significant in de omgekeerde richting. We kunnen bijgevolg concluderen dat investeerders en bankiers geen voorkeur hebben voor "first round investment/financing", onze hypothese wordt dus **niet bevestigd**. We kunnen echter niet concluderen dat er een voorkeur is voor "second" of "third round investment" of dat het voor bankiers en investeerders niet uitmaakt van welke investerings- of financieringsronde er sprake is.

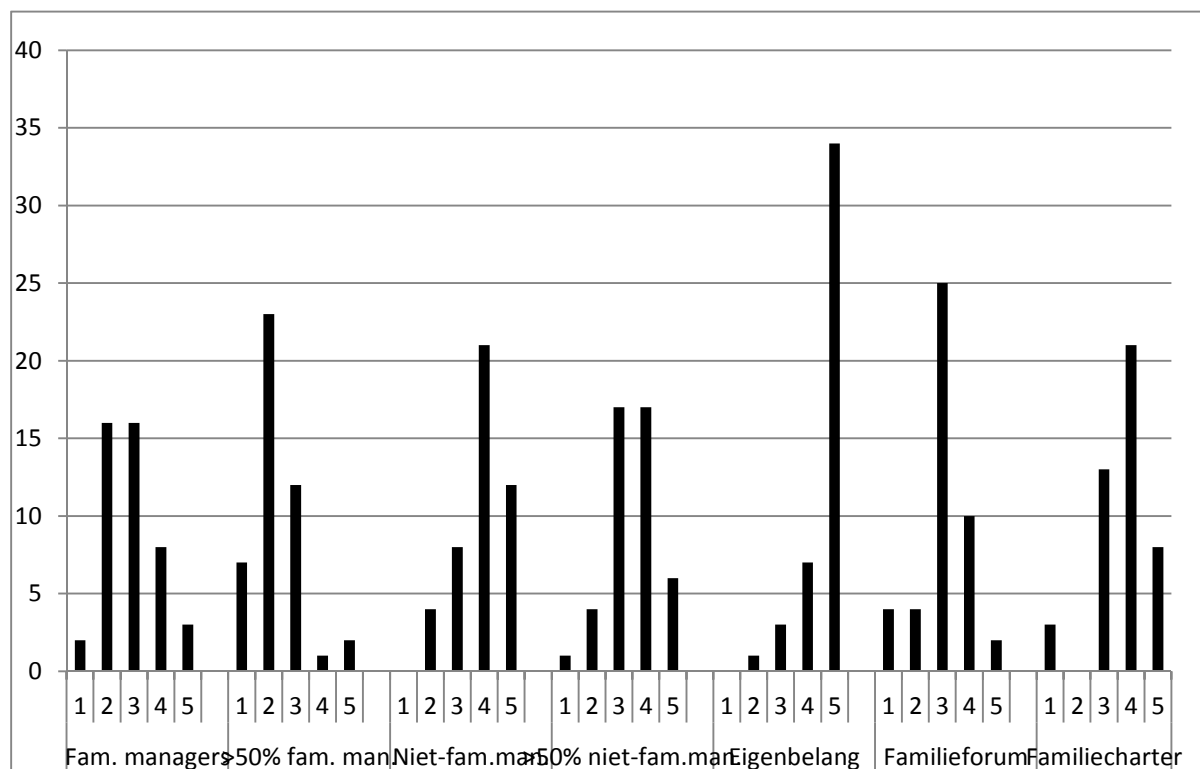
*f) De aanwezigheid van een **aandeelhoudersovereenkomst**, waarin duidelijke afspraken omtrent controle en beslissingsmacht gemaakt zijn, heeft een **positieve** invloed op de financieringsbeslissing*

Duidelijke afspraken tussen aandeelhouders, investeerders, ondernemers, ... worden gemaakt om mogelijke later conflicten te vermijden. Onze subhypothese stelt dan ook dat ze een positief effect zullen hebben op de financieringsbeslissing, aangezien conflicten de onderlinge samenwerking in de weg kunnen staan. 2 investeerders waren hier niet mee akkoord en 2 eerder niet akkoord. 10 investeerders waren enigszins akkoord, 9 eerder akkoord en een meerderheid van 22 investeerders was akkoord. Dit geeft samengevat een gemiddelde respons van 4,04. Vervolgens wordt een t - test uitgevoerd met als nulhypothese dat de gemiddelde waarde van de antwoorden 3 bedraagt. De t - statistiek, 6,107, met significantiewaarde 0,00 verwerpt deze nulhypothese en **bevestigt** deze subhypothese.

Vijf van de zes vorige subhypotheses omtrent de eigenschappen van de onderneming werden bevestigd. De laatste subhypothese horende bij hypothese 4 betreft "familiness". Deze subhypothese werd nog verder opgesplitst in verscheidene stellingen. Deze worden dan ook afzonderlijk besproken.

*g) Een hoge "familiness" heeft een **positieve** invloed op de financieringsbeslissing*

Figuur 10 en tabel 15 geven de antwoorden op de stellingen betreffende "familiness" weer.



Figuur 10: Resultaten subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata

	N	Mean	Frequency				
			Niet akkoord	Eerder niet akkoord	Enigszins akkoord	Eerder akkoord	Akkoord
Familiale managers +	45	2,87	2	16	16	8	3
>50% familiale managers +	45	2,29	7	23	12	1	2
Niet-familiale managers +	45	3,91	0	4	8	21	12
>50% niet-familiale managers +	45	3,51	1	4	17	17	6
Eigenbelang familiale managers -	45	4,64	0	1	3	7	34
Familieforum +	45	3,04	4	4	25	10	2
Familiecharter +	45	3,69	3	0	13	21	8

Tabel 15: Gemiddeldes en frequenties antwoorden subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Familiale managers +	-,903	44	,372	-,133	-,43	,16
>50% familiale managers +	-5,185	44	,000	-,711	-,99	-,43
Niet-familiale managers +	6,791	44	,000	,911	,64	1,18
>50% niet-familiale managers +	3,727	44	,001	,511	,23	,79
Eigenbelang familiale managers -	15,491	44	,000	1,644	1,43	1,86
Familieforum +	,321	44	,750	,044	-,23	,32
Familiecharter +	4,640	44	,000	,689	,39	,99

Tabel 16: T-testen subhypotheses "familiness" 1 t.e.m. 7, bron: onderzoeksdata

1) Wanneer **familiale managers actief deelnemen** aan de bedrijfsvoering zal dit de financieringsbeslissing **positief** beïnvloeden

Betrokkenheid van de familieleden in een familieonderneming is van belang. Wij testen aan de hand van deze subhypothese of deze betrokkenheid ook van belang is voor bankiers en investeerders. 2 investeerders zijn er niet mee akkoord dat de actieve deelname de financieringsbeslissing positief beïnvloed, 16 zijn er eerder niet mee akkoord, 16 zijn enigszins akkoord. Slechts 8 investeerders zijn eerder akkoord en 3 zijn akkoord. Dit levert een samenvattende waarde van 2,87 op. Er is een t-test nodig om uitsluitel te kunnen geven over de bevestiging van deze hypothese. De significantiewaarde bedraagt 0,372, onze hypothese wordt bijgevolg **niet bevestigd**. De gemiddelde waarde van de respons is dus niet significant verschillend van neutrale waarde 3. We kunnen concluderen dat het voor bankiers en investeerders niet van belang is dat familiale managers actief deelnemen aan de bedrijfsvoering van de familieonderneming.

2) Wanneer meer dan **50%** van het managementteam bestaat uit **familiale managers** zal dit de financieringsbeslissing **positief** beïnvloeden

Een tweede subhypothese omtrent "familiness" stelt dat er een positieve invloed op de financieringsbeslissing wordt uitgeoefend wanneer meer dan 50% van het managementteam uit familiale managers bestaat. 7 investeerders waren er niet mee akkoord, 23 eerder niet akkoord en 12 enigszins akkoord. Hier tegenover waren er slechts 1 eerder akkoord en 2 akkoord. De gemiddelde waarde van de respons bedraagt 2,29. Uit dit gemiddelde kunnen we reeds concluderen dat wanneer de meerderheid van het managementteam uit familiale managers bestaat, dit geen positief effect zal hebben. De t-test bevestigt dit. Deze test stelt zelfs dat de hypothese significant is in de omgekeerde richting door de negatieve waarde van de t-statistiek (-5,185). Deze negatieve waarde is significant op het 1% significantieniveau. Hieruit kunnen we dus concluderen dat onze subhypothese **niet** wordt **bevestigd**, op significante wijze. We kunnen aan de hand van de dataset echter niet concluderen dat wanneer meer dan 50% van het managementteam familiale managers zijn, dit een negatieve invloed heeft op de beslissing van investeerders of bankiers om een onderneming al dan niet te financieren.

3) De **aanwezigheid van niet-familiale managers** in het managementteam heeft een **positieve** invloed op de financieringsbeslissing

Om meer inzicht te krijgen voor welke samenstelling van het managementteam bankiers en investeerders een voorkeur hebben, stelden we subhypothese op. Deze subhypothese stelt dat de aanwezigheid van niet-familieleden in het managementteam als positief ervaren wordt door investeerders en bankiers. 4 investeerders waren er eerder niet mee akkoord dat niet-familiale managers een meerwaarde zijn wanneer ze beslissen wel of niet geld uit te lenen of te investeren. 8 investeerders waren enigszins akkoord, 21 eerder akkoord en 12 akkoord met de positieve invloed van niet-familiale managers op de financieringsbeslissing. Deze antwoorden geven een

gemiddelde responswaarde van 3,91. Op basis van de t-test, met t-statistiek 6,791, concluderen we dat de antwoorden significant hoger zijn dan de neutrale waarde 3. De aanwezigheid van niet-familiale managers wordt dus door investeerders en bankiers gezien als een positief punt bij de afweging om al dan niet te investeren in een onderneming, hetgeen deze subhypothese **bevestigt**.

- 4) *Wanneer meer dan 50% van het managementteam bestaat uit **niet-familiale managers** wordt de financieringsbeslissing **positief** beïnvloed.*

Deze subhypothese staat recht tegenover de niet bevestigde subhypothese 2 van "familiness". Daar in subhypothese 2 werd uitgegaan van een voornamelijk familiaal managementteam, gaat deze subhypothese uit van managementteam dat meer dan 50% niet-familiale managers bevat. Met deze subhypothese wordt gesteld dat wanneer de meerderheid van het managementteam bestaat uit niet-familiale managers, dit de financieringsbeslissing positief zal beïnvloeden. 1 investeerder was hier niet mee akkoord, 4 investeerders waren eerder niet akkoord. 17 investeerders waren enigszins akkoord, 17 eerder akkoord en 6 akkoord. De gemiddelde waarde bedraagt 3,51. De significantiewaarde van de t-test is 0,001, dit is kleiner dan 0,01 dus onze hypothese wordt **bevestigd**. In tegenstelling tot een meerderheid aan familiale managers, heeft een meerderheid aan niet-familiale managers in het managementteam wel een positieve invloed op de beslissing van bankiers en investeerders. Hieruit wordt geconcludeerd dat de aanwezigheid van niet-familiale managers voor bankiers en investeerders een bepalende factor is voor de financieringsbeslissing.

- 5) *Wanneer familiale managers voornamelijk hun **eigenbelang** nastreven, zal dit een **negatief** effect hebben op de financieringsbeslissing*

Een gevaar dat kan ontstaan in familieondernemingen is dat de familiale managers niet meer handelen in het belang van de onderneming, maar dat ze enkel nog bezig zijn met hun eigen belangen na te streven. Dit zal volgens ons een negatief effect hebben. Slechts 1 investeerder was hier eerder niet mee akkoord en 3 investeerders waren enigszins akkoord. 7 investeerders waren eerder akkoord en 34 akkoord. Dit geeft een hoge waarde van gemiddelde respons, 4,64. Hieruit volgt al dat onze hypothese wordt **bevestigd**. De t-test, met een zeer hoge t-statistiek van 15,419, is bijgevolg significant. De nulhypothese dat de antwoorden niet verschillen van het neutrale antwoord kan worden verworpen. Familiale managers die hun eigenbelang nastreven, zijn nefast voor de onderneming.

- 6) *De aanwezigheid van een **familieforum** heeft een **positief** effect op de financieringsbeslissing*

Een familieforum kan worden opgesteld als communicatiemiddel voor familieleden onderling, met als doel het vermijden van conflicten en het bevorderen van open communicatie in het familiebedrijf. 4 investeerders zijn er niet mee akkoord en 4 eerder niet akkoord dat een familieforum een positieve invloed uitoefent op de financieringsbeslissing van investeerders of bankiers. 25 respondenten zijn er enigszins mee akkoord, 10 eerder akkoord en 2 akkoord. De

gemiddelde waarde van de antwoorden is 3,04. Een t -test zal dus uitsluitend moeten geven over de bevestiging van deze subhypothese. Met een significantiewaarde van 0,750 kan de nulhypothese niet verworpen worden, de antwoorden liggen dus niet significant boven de neutrale waarde 3. Onze subhypothese kan **niet bevestigd** worden, de aanwezigheid van een familieforum heeft geen positieve invloed op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders.

7) *De aanwezigheid van een **familiecharter** heeft een **positief** effect op de financieringsbeslissing.*

Het familiecharter is een juridisch bindend document en het bevat regels waaraan de familieleden zich moeten houden. Deze regels gaan onder andere over financiële doelstellingen, conflictregelingen, ... Ook deze hypothese stelt dat de aanwezigheid van een familiecharter een positief effect zal uitoefenen op de beslissing van investeerders en bankiers. 3 ondervraagde personen zijn hier niet mee akkoord, 13 zijn enigszins akkoord. 21 van de 45 zijn eerder akkoord en 8 akkoord. De gemiddelde waarde van de respons bedraagt 3,69. Uit de uitgevoerde t -test leiden we een significantiewaarde af van 0,00 en kunnen we dus concluderen dat onze subhypothese wordt **bevestigd**. De aanwezigheid van een familiecharter heeft een positieve invloed op de beslissing van bankiers of investeerders om al dan niet een onderneming te financieren.

Vier van de zeven subhypothesen omtrent "familiness" worden bevestigd. De aanwezigheid van een familiecharter en de aanwezigheid van niet-familiale managers in het managementteam van een familiebedrijf hebben een significante positieve invloed op de financieringsbeslissing. Dit is ook het geval wanneer meer dan 50% van het managementteam bestaat uit niet-familiale managers. Wanneer familiale managers in de onderneming hun eigenbelang nastreven zal dit een significant negatief effect hebben op de beslissing van investeerders of bankiers. Een actieve deelname van familiale managers, meer dan 50% familiale managers in het managementteam en de aanwezigheid van een familieforum blijken geen significante invloed op de financieringsbeslissing uit te oefenen. Er zijn bijgevolg verschillende aspecten van "familiness" die een invloed hebben op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. De eigenschappen vervat in familiale managers zijn echter niet zo belangrijk. Het is belangrijker voor investeerders dat er niet-familiale managers zijn die nieuwe alternatieven of ideeën naar voren kunnen brengen.

Om na te gaan of we subhypothese 4g, betreffende "familiness", kunnen bevestigen, werd een gemiddelde responswaarde berekend van de 7 stellingen die de aspecten van "familiness" omschrijven. De gemiddelde waarde bedraagt 3,422, dit wordt weergegeven in tabel 17. Om te kunnen besluiten of subhypothese 4g significant bevestigd wordt, moet een t -test uitgevoerd worden. Deze test gaat na of de aspecten van "familiness" gezamenlijk een significante invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing. Subhypothese 4g stelt immers dat een hoge "familiness" een positieve invloed heeft op de financieringsbeslissing van investeerders en bankiers.

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Familiness	45	3,4222	,46686	,06959

Tabel 17: Gemiddelde subhypothese "familiness", bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Familiness	6,067	44	,000	,42222	,2820	,5625

Tabel 18: T-test subhypothese "familiness", bron: onderzoeksdata

We kunnen concluderen dat op basis van een significantiewaarde van 0,00 de **subhypothese betreffende "familiness" bevestigd kan worden**. Deze significantiewaarde verwerpt de nulhypothese van de t -test die stelt dat de gemiddelde waarde van de respons gelijk is aan het neutrale antwoord. De alternatieve hypothese dat de responswaarde significant hoger is als 3 wordt aanvaard. Familiebedrijven hebben dus een voordeel ten opzichte van niet-familiebedrijven door hun mix aan familiale en niet-familiale managers, of hun "familiness" genoemd. "Human capital" vanuit verschillende bronnen kan worden samengevoegd met als doel het welslagen van de onderneming.

Samengevat worden 6 van 7 subhypothesen betreffende de eigenschappen van de onderneming (hypothese 4) bevestigd. We vermoeden bijgevolg dat de eigenschappen van de onderneming een significante invloed zullen hebben op de financieringsbeslissing. Om dit met zekerheid te kunnen bevestigen, berekenden we een gemiddelde van alle zeven subhypothesen (4a t.e.m. 4g) omtrent de eigenschappen van de onderneming. De gemiddelde waarde bedraagt 3,6051. Ook voor hier voerden we een t -test uit om na te gaan of de gemiddelde waarde significant hoger is dan de neutrale waarde 3.

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Hypothese4	45	3,6051	,41928	,06250

Tabel 19: Gemiddelde hypothese 4, bron: onderzoeksdata

	Test Value = 3					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Hypothese4	9,682	44	,000	,60513	,4792	,7311

Tabel 20: T-test hypothese 4, bron: onderzoeksdata

De vierde en laatste **hypothese kan worden bevestigd** op 1% significantieniveau, aangezien de t -statistiek 9,682 bedraagt, hetgeen gepaard gaat met een significantiewaarde van 0,00. De eigenschappen van de onderneming hebben dus een significante invloed op de financieringsbeslissing van investeerders.

We kunnen concluderen dat alle vier vooropgestelde hypothesen in praktijk bevestigd worden. Zowel de eigenschappen van de markt, de eigenschappen van het product, de financiële karakteristieken van de onderneming als de eigenschappen van de onderneming hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing van investeerders en bankiers. Hoewel de vier hoofdtheses werden bevestigd, werden niet alle subhypothesen bevestigd. In onze masterproef is "familiness" een belangrijk te onderzoeken aspect. De hypothese omtrent deze "familiness" wordt ook bevestigd. Hieruit kunnen we besluiten dat familiebedrijven wel degelijk elementen hebben waarin ze een voordeel hebben ten opzichte van niet-familiebedrijven zodoende een financiering of investering te bekomen. Belangrijk hierbij op te merken is dat de aanwezigheid van niet-familieleden in het managementteam van een familiebedrijf een cruciale factor is.

8 Conclusies

Het vooropgesteld doel van deze masterproef, met bijhorend onderzoek, is een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag: "Welke familiale aspecten hebben een invloed op de beslissing van "venture capitalists" en bankiers voor de financiering van familiebedrijven?". Om dit te kunnen realiseren zijn we gestart met een uitgebreide literatuurstudie. Allereerst hebben we onderzocht welke types investeerders er zijn en wat hun preferenties zijn betreffende investeringen. Vervolgens hebben we meer informatie vergaard over familiebedrijven. We hebben familiebedrijven gedefinieerd en we zijn nagegaan welke de aspecten zijn die dit soort ondernemingen typeren. Hierbij hebben we vooral aandacht besteed aan de vergelijking met niet-familiebedrijven. Een ander belangrijk deel van onze literatuurstudie betrof "familiness", de aspecten die van een onderneming een familieonderneming maken.

Uiteindelijk zijn we gekomen tot vier categorieën die van belang zijn voor investeerders en bankiers wanneer ze een beslissing moeten maken met betrekking tot de financiering van familieondernemingen, nl. de eigenschappen van de markt, de eigenschappen van het product, financiële karakteristieken en de eigenschappen van de onderneming. Op deze categorieën werden ook de gestelde hypotheses en ons onderzoek gebaseerd.

De eigenschappen van de markt (hypothese 1) omvatten de grootte van de markt, marktgroei, de competitie en het eventuele gebruik van prestatiebenchmarks. De gestelde hypotheses hieromtrent worden niet allemaal bevestigd. De grootte van de markt blijkt geen beïnvloedende factor te zijn. Potentieel voor marktgroei daarentegen is wel een belangrijke factor. Het maakt voor investeerders bijgevolg niet veel uit hoe groot de markt initieel is, zolang er maar ontwikkeling en groei mogelijk zijn. Een intensieve competitie heeft een negatief effect op de financieringsbeslissing. Met een intensieve competitie worden de gevaren bedoeld die ontstaan wanneer concurrenten producten nabootsen en mogelijk verbeteren. Er kunnen aanbiedingen of voordelen gegeven worden die niet kunnen worden gevolgd door de onderneming. Het gaat om de reactie die verschillende ondernemingen hebben op elkaars aanbod. Hoe intensiever de competitie, hoe nadeliger voor de onderneming in kwestie. Als laatste is er het gebruik van prestatiebenchmarks; middelen om kosten, effectiviteit en prestaties van bedrijven te meten, vergelijken en verbeteren. Wanneer er een mogelijkheid bestaat om hiervan gebruik te maken zal dit een positieve invloed hebben op de beslissing van investeerders en bankiers. In ons onderzoek kon geconcludeerd worden dat hypothese 1 wordt bevestigd. De eigenschappen van de markt hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

Een tweede categorie en bijgevolg ook de tweede hypothese omvat de eigenschappen van het product of de dienst die de onderneming wenst te verkopen. Hierbij doelen we op de kennis die de investeerder heeft over het product, de concurrentie en het verschil tussen bestaande of nieuwe producten. In deze categorie werden 2 van de 3 subhypotheses bevestigd. De hypotheses omtrent de kennis over het product en de concurrentie werden bevestigd. Hoe meer kennis de investeerder

heeft, hoe meer kans op een beslissing ten gunste van de familieonderneming. Concurrentie echter heeft een negatieve invloed. Met concurrentie worden de ondernemingen bedoeld die een gelijkaardig aanbod hebben. Moeilijke concurrentie betekent bijgevolg dat er ondernemingen zijn die een gelijkaardig of zelfs beter product aanbieden, klanten worden verdeeld over verschillende bedrijven in de markt, het opbouwen van een loyaal klantenbestand is moeilijk. Met betrekking tot het product werd verwacht dat investeerders en bankiers een voorkeur hebben voor een bestaand, hernieuwd product. Deze subhypothese werd echter niet bevestigd. De gestelde samenvattende hypothese 2 werd wel bevestigd, de eigenschappen van het product hebben een significante invloed op de financieringsbeslissing.

De volgende categorie betrof de financiële karakteristieken (hypothese 3). Deze hypothese kon bevestigd worden op het 1% significantieniveau. Een eerste belangrijk element bleek de mogelijkheid om in stappen te financieren. De investeerder kan het project dan beter opvolgen en de investering eventueel stopzetten wanneer de onderneming niet slaagt in zijn opzet. Ook winstgevendheid is van belang voor investeerders en bankiers. Ze prefereren winstgevende bedrijven. Vervolgens werd de subhypothese rond de relatie met de ondernemer bevestigd, ook dit is een element dat een positieve invloed uitoefent op de financieringsbeslissing. Voor investeerders kan de mogelijkheid bestaan om deel te nemen in het eigen vermogen, dit is niet het geval voor bankiers. De vraag omtrent deze subhypothese werd enkel door investeerders beantwoord. Ook dit blijkt van belang te zijn. We kunnen dus concluderen dat alle subhypotheses onder hypothese 3 worden bevestigd.

Een laatste, en tevens de grootste categorie zijn de eigenschappen van de onderneming met in het bijzonder "familiness" (hypothese 4). Naast "familiness" hebben we subhypotheses omtrent resultaatgebonden compensatie van de ondernemer, een goed businessplan, een heterogeen managementteam, kennis over de ondernemer, "first round" ten opzichte van "second round investment" en de aanwezigheid van een aandeelhoudersovereenkomst. Vijf van de zes subhypotheses werden bevestigd. Een goed opgesteld businessplan, een heterogeen managementteam, de aanwezigheid van een aandeelhoudersovereenkomst met duidelijke afspraken omtrent macht en controle en resultaatgebonden compensatie van de ondernemer hebben een positieve invloed op de beslissing van investeerders en bankiers. Wanneer de investeerder meer kennis heeft over de capaciteiten van de ondernemer en het managementteam in zijn geheel zal dit ook een positieve invloed hebben. De subhypothese met betrekking tot het "First round investment" kon niet worden bevestigd. Investeerders hebben geen voorkeur voor investeringen waarin zij de eerste investeerder zijn.

"Familiness" is een belangrijk onderdeel van onze masterproef. Alle voorgaande hypothesen hadden betrekking tot familiebedrijven maar kunnen ook van toepassing zijn op niet-familiebedrijven. Het laatste deel van ons onderzoek is bijgevolg toegespitst op eigenschappen die enkel voor familiebedrijven gelden. We hebben getracht te onderzoeken of een familiebedrijf een voordeel heeft ten opzichte van een niet-familiebedrijf omwille van zijn "familiness". Een eerste bevinding had betrekking op familiale managers. Wanneer zij actief deelnemen aan de

bedrijfsvoering zal dit geen invloed hebben op de financieringsbeslissing. Ook een meerderheid aan familiale managers in het managementteam heeft geen significante invloed. De aanwezigheid van niet-familiale managers daarentegen heeft wel een positieve invloed. Niet-familiale managers brengen nieuwe ideeën in de onderneming, ze zijn niet emotioneel betrokken bij de onderneming en zijn kritischer. Dit blijkt van belang te zijn voor investeerders en bankiers. Een meerderheid aan niet-familiale managers werd bijgevolg ook positief bevonden. Het spreekt voor zich dat wanneer familiale managers hun eigenbelang nastreven en minder aandacht besteden aan het belang van de onderneming dat dit de financieringsbeslissing negatief zal beïnvloeden. Deze subhypothese werd bevestigd. Als laatste keken we naar de invloed van een familieforum en een familiecharter. Enkel een familiecharter blijkt van belang te zijn voor investeerders en bankiers bij het maken van een financieringsbeslissing. Het familiecharter bevat duidelijke regels waaraan de familieleden zich moeten houden. Wanneer al de subhypotheses omtrent "familiness" samen genomen worden, blijken deze gezamenlijk een significante invloed te hebben op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. We kunnen besluiten dat familiebedrijven, door hun "familiness", een voordeel hebben in vergelijking met niet-familiebedrijven aangezien "familiness" een significante invloed uitoefent op de financieringsbeslissing van bankiers en investeerders. Het is wel belangrijk op te merken dat een goed evenwicht aan familiale – niet-familiale managers belangrijk is, met een meerderheid aan niet-familiale managers. In zijn geheel wordt ook hypothese 4 bevestigd, de eigenschappen van de onderneming hebben een significante invloed.

Alle vier de vooropgestelde hypothesen werden bevestigd. Eigenschappen van het product, eigenschappen van de markt, financiële karakteristieken en eigenschappen van de onderneming zijn allemaal van belang voor investeerders en bankiers in hun financieringsbeslissing.

We sluiten onze conclusies af met een antwoord te formuleren op onze centrale onderzoeksvraag: "Welke familiale aspecten hebben een invloed op de beslissing van VC's en bankiers voor de financiering van familiebedrijven?" Ten eerste heeft "familiness" in het algemeen een positieve invloed op de financieringsbeslissing van "venture capitalists" en bankiers. Meer specifiek hebben volgende familiale aspecten een positieve invloed: een familiecharter, de aanwezigheid van niet-familiale managers in het managementteam van een familiebedrijf, maar ook wanneer meer dan 50% van het managementteam bestaat uit niet-familiale managers. Daarnaast heeft het voornamelijk nastreven van eigenbelang door familiemanagers een negatief effect op de financieringsbeslissing.

9 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Een eerste aanbeveling voor verder onderzoek is een gelijkaardig onderzoek uit te voeren, maar met een uitgebreidere dataset. De gebruikte dataset is eerder beperkt. Na het contacteren van circa 180 personen, waren er slechts 45 personen bereid de vragenlijst te vervullen. Daarnaast halen we ook aan dat er sprake is van een scheve verdeling tussen de respondenten. Onder de 45 respondenten bevonden zich slechts 3 bankiers ten opzichte van 42 investeerders. Na een vergelijking van de analyseresultaten, inclusief en exclusief bankiers, werd besloten om de antwoorden van de bankiers toch te behouden in de analyse aangezien de analyseresultaten in beide scenario's hetzelfde waren. Het zou dus interessant zijn om na te gaan of ook met een uitgebreidere dataset, dezelfde resultaten bevonden worden. Met een uitgebreidere dataset bedoelen we een dataset met meer respondenten, maar ook een dataset met een gelijke verdeling tussen bankiers en investeerders.

Ten tweede willen we aanbevelen om in verder onderzoek niet enkel te kijken naar "venture capitalists" en bankiers, maar ook naar andere types van investeerders. In onze literatuurstudie werden deze verschillende types uitgebreid besproken. De aspecten waarmee institutionele investeerders zoals banken en "venture capital funds" rekening houden bij het maken van een financieringsbeslissing hebben we reeds in dit onderzoek onder de loep genomen. In volgend onderzoek zou er gekeken kunnen worden naar de aspecten die "business angels" of informele investeerders (vrienden, collega's, ...) belangrijk achten.

Als laatste aanbeveling voor verder onderzoek, raden we aan om niet enkel de significantie van de aspecten die een financieringsbeslissing beïnvloeden na te gaan, maar ook de mate waarin het aspect een invloed uit oefent te onderzoeken. In het gevoerde onderzoek werd enkel getoetst of de bepaalde aspecten een significante invloed uitoefenden op de financieringsbeslissing, er kon echter niet geconcludeerd worden in hoeverre deze aspecten een invloed hierop uitoefenden. We raden dan ook aan om hierin een stapje verder te gaan bij volgend onderzoek, zodoende een uitspraak te kunnen doen of de aspecten een hele grote invloed uitoefenen of slechts in geringe mate de financieringsbeslissing beïnvloeden. Dit zou bijvoorbeeld gerealiseerd kunnen worden door bankiers en "venture capitalists" te vragen een rangschikking op te stellen van de aspecten volgens de impact die ze uitoefenen op het beslissingsproces.

Lijst van geraadpleegde werken

Agarwal R. & Elston J.A. (2001) "Bank-firm relationships, financing and firm performance in Germany", *Economics Letters*, 72(2), 225-232

Blanco-Mazagatos V., Quevedo-Puente E. & Castrillo L.A. (2007) "The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study", *Family Business Review*, 20(3), 199-213

Carney M. (2005) "Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249-265

Ceysens P. (2008) "Witboek familiebedrijven", Internetbron, Opgevraagd op 14 maart 2013 via <http://publicaties.vlaanderen.be/docfolder/10584/Witboek%20Familiebedrijven%20Definitieve%20versie%2007%202008.pdf>

Chrisman J., Chua J., Pearson A. & Barnett T. (2010) "Family Involvement, Family influence and family-centered non-economic goals in small firms", *Entrepreneurship: Theory and practice*, 36(2), 267-293

Chrisman J., Sharma P. & Taggar S. (2007) "Family influences on firms: An introduction", *Journal of Business Research*, 60(10), 1005-1011

Chua J., Chrisman J. & Sharma P. (1999) "Defining the family business by behavior", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 19-39

Chua J., Chrisman J., Kellermanns F. & We Z. (2011) "Family involvement and new venture debt financing", *Journal of business venturing*, 26(4), 472-488

Couzy M. (2010) "Familiebedrijf beter in crisistijd", Internetbron, Opgevraagd op 15 maart 2013 via <http://www.managementsite.nl/11414/ondernemerschap/familiebedrijf-beter-crisistijd.html>

Danes S., Stafford K. & Loy J. (2007) "Family business performance: The effects of gender and management", *Journal of Business Research*, 60(10), 1058-1069

Dawson A. (2011) "Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs", *Journal of Business Venturing*, 26(2), 189-199

De Bettignies J. & Brander J. (2006) "Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital", *Journal of Business Venturing*, 22(6), 808-832

- Fairchild R. (2011) "An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: a behavioural game-theoretic approach", *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359-374
- Franke N., Gruber M., Harhoff D. & Henkel J. (2008) "Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience", *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32(3), 459-483
- Gallo M.A. & Vilaseca A. (1998) "A financial perspective on structure, conduct, and performance in the family firm: An empirical study", *Family Business Review*, 11(1), 35-47
- Gallo M.A., Tapies J. & Cappuyens K. (2004) "Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences", *Family Business Review*, 17(4), 303-318
- Gomez-Mejia L., Haynes K., Nunez-Nickel M., Jacobson K. & Moyano-Fuentes J. (2007) "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills", *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137
- Gompers P. & Lerner J. (2001) "The Venture Capital Revolution", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168
- Kaplan S.N. & Stromberg P. (2004) "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses", *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210
- Kollmann T. & Kuckertz A. (2010) "Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria", *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747
- Lambrecht J. & Molly V. (2011) "Het economische belang van familiebedrijven in België", Internetbron, Opgevraagd op 18 maart 2013 via http://www.fbnet.be/sites/default/files/ecobelangfamiliebedrijven_nl.pdf
- Lopez-Garcia J. & Sanchez-Andujar S. (2007) "Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms", *Family Business Review*, 20(4), 269-287
- Martí J., Menéndez-Requejo S. & Rottke O. (2012) "The impact of venture capital on family businesses: Evidence from Spain", *Journal of World Business*
- Metrick A. & Yasuda A. (2011) "Venture capital & the finance of innovation (Second edition)", New York: John Wiley & Sons, Inc.

Miller D. & Le Breton-Miller I. (2006) "Family governance and firm performance: Agency, Stewardship and Capabilities", *Family Business Review*, 19(1), 73-87

Mishra C. & McConaughy D. (1999) "Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship: Theory and practice*, 23(4), 53-65

Nofsinger J. & Wang W. (2011) "Determinants of start-up firm external financing worldwide", *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2282-2294

Prowse S. (1998) "Angel investors and the market for angel investments", *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 785-792

Scheepers W. (2013) "Als de ondernemer sterft, sterft de onderneming", Internetbron, Opgevraagd op 17 maart 2013 via <http://www.managementsite.nl/35649/ondernemerschap/ondernemer-opvolging-familiebedrijf.html>

Sirmon D.G. & Hitt M.A. (2003) "Managing Resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms", *Entrepreneurship: Theory and practice*, 27(4), 339-358

Sonfield M. & Lussier R. (2004) "First-, second-, and third generation family firms: a comparison", *Family Business Review*, 17(3), 189-201

Steijvers T., Voordeckers W. & Vanhoof K. (2010) "Collateral, relationship lending and family firms", *Small Business Economics*, 34(3), 243-259

Tagiuri R. & Davis J.A. (1996) "Bivalent Attributes of the Family Firm", *Family Business Review*, 9(2), 199-208

Torfs M. (2012) "Syllabus Corporate governance (incl. ethische aspecten) – Codes en wetteksten (2012-2013)", Diepenbeek: Universiteit Hasselt

Winton A. & Yerramilli V. (2008) "Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital", *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51-79

Wong A., Bhatia M. & Freeman Z. (2009) "Angel finance: the other venture capital", *Strategic Change*, 18(6-7), 221-230

Wu Z., Chua J. & Chrisman J. (2006) "Effects of family ownership and management on small business equity financing", *Journal of Business Venturing*, 22(6), 875-895

Xuan T. (2011) "The causes and consequences of venture capital stage financing", *Journal of Financial Economics*, 101(1), 132-159

Zahra S.A. & Sharma P. (2004) "Family business research: A strategic reflection", *Family Business Review*, 17(4), 331-346

Zellweger T., Eddleston K. & Kellermanns F. (2010) "Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity", *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), 54-63

Zellweger T., Nason R., Nordqvist M. & Brush C. (2011) "Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(2), 229-248

Bijlagen

Bijlage 1: Vragenlijst

Beste,

In het kader van onze masterproef voor de opleiding Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt onderzoeken we de aspecten van familiebedrijven die een invloed uitoefenen op de financieringsbeslissing van investeerders, bankiers of venture capitalists. We zouden enorm geholpen zijn indien u bereid bent om onderstaande vragenlijst in te vullen. De vragenlijst bestaat uit verschillende stellingen waar u al dan niet akkoord mee dient te gaan. Het invullen neemt slechts 5 minuten van uw tijd in beslag en verloopt volledig anoniem.

Wij bedanken u alvast voor uw medewerking,

Sarah Coun & Ancy Mangelschots

Vraag 1: Bent u een bankier of investeerder?

- Bankier
- Investeerder

Vraag 2: In welke mate gaat u akkoord met onderstaande stellingen?

	Niet akkoord (1)	Eerder niet akkoord (2)	Enigszins akkoord (3)	Eerder akkoord (4)	Akkoord (5)
Hoe groter de markt waarin de onderneming fungeert, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hoe meer potentieel voor marktgroei, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hoe intensiever de competitie, hoe lager de kans op een positieve financieringsbeslissing (Gevaren doordat een product kan nagebootst/verbeterd worden of de prijsmarge omlaag gedrukt kan worden, het gaat om de reactie die bedrijven hebben op elkaars aanbod).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hoe meer kennis de investeerder heeft van het product, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer de mogelijkheid bestaat om gebruik te maken van prestatiebenchmarks (Een benchmark is een middel om kosten, effectiviteit en prestaties van andere bedrijven te meten, vergelijken en verbeteren), heeft dit een positieve invloed op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Een innovatief product heeft minder kans op een positieve financieringsbeslissing dan een bestaand, hernieuwd product.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hoe intensiever de concurrentie, hoe lager de kans op een positieve financieringsbeslissing (Gevaar doordat een evenwaardig/beter product aangeboden kan worden, het gaat om het aanbod van de concurrent.)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Indien geïnvesteerd kan worden met gebruik van mijlpalen (investeren in stappen) is de kans op een positieve financieringsbeslissing hoger dan wanneer er geen gebruik gemaakt kan worden van mijlpalen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hoe winstgevender de onderneming, hoe hoger de kans op een positieve financieringsbeslissing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Mogelijkheden om deel te nemen in het eigen vermogen van de onderneming verhogen de kans op een positieve financieringsbeslissing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Een duurzame relatie tussen de investeerder of bankier enerzijds en de onderneming anderzijds verhoogt de kans op een positieve financieringsbeslissing	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Indien een groot deel van de verloning van de ondernemer variabel is, verhoogt de kans op een positieve financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer u veel kennis heeft over de capaciteiten van de ondernemer zal dit een gunstige invloed hebben op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Een businessplan met een duidelijke strategische formulering heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer er sprake is van 'first round investment / financing' (de eerste keer dat er geïnvesteerd wordt in die onderneming of de eerste keer dat de onderneming gefinancierd wordt) is de kans op een positieve financieringsbeslissing groter dan wanneer er sprake is van 'second' of 'third round investment / financing'.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
De aanwezigheid van een aandeelhoudersovereenkomst, waarin duidelijk afspraken omtrent controle en beslissingsmacht gemaakt zijn, beïnvloedt de financieringsbeslissing positief.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Een heterogeen managementteam (personen met diverse capaciteiten aanwezig) heeft meer kans op een positieve financieringsbeslissing dan een homogeen managementteam.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Vraag 3: In welke mate gaat u akkoord met onderstaande stellingen?

	Niet akkoord (1)	Eerder niet akkoord (2)	Enigszins akkoord (3)	Eerder akkoord (4)	Akkoord (5)
Wanneer familiale managers actief deelnemen aan de bedrijfsvoering zal dit de financieringsbeslissing positief beïnvloeden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer meer dan 50% van het managementteam in een familiebedrijf bestaat uit familiale managers zal dit de financieringsbeslissing positief beïnvloeden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
De aanwezigheid van niet-familiale managers in het managementteam van een familiebedrijf heeft een positieve invloed op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer meer dan 50% van het managementteam in een familiebedrijf bestaat uit niet-familiale managers, wordt de financieringsbeslissing positief beïnvloed.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Wanneer de familiale managers voornamelijk eigenbelang nastreven, waardoor de aanwezige niet-familiale managers niet betrokken worden bij de bedrijfsvoering, zal dit een negatief effect hebben op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
De aanwezigheid van een familieforum (platform voor communicatie en informatie uit te wisselen tussen familieleden) heeft een positief effect op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
De aanwezigheid van een familiecharter (een juridisch bindend document waarin regels zijn vastgelegd waaraan familieleden zich dienen te houden, bv in verband met vergoedingen, conflictregelingen,...) in een familiebedrijf zal een gunstig effect hebben op de financieringsbeslissing.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De relatie tussen familiale aspecten en financiering van familiale KMO's

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

Jaar: **2013**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

Mangelschots, Ancy

Coun, Sarah

Datum: **31/05/2013**