



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur

Masterthesis

Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy

Eline Duchateau

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

prof. dr. Anneleen MICHELS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2017
2018



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen: handelsingenieur

Masterthesis

Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy

Eline Duchateau

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

prof. dr. Anneleen MICHIELS

Woord vooraf

Deze masterproef vormt de afsluiter van mijn opleiding Handelsingenieur aan de UHasselt, afstudeerrichting accountancy & financiering. Deze thesis heeft mij enorm weten te verrijken, via een combinatie van wetenschappelijke inzichten tezamen met de visies van ervaren praktici. Vooraleer de pagina om te slaan naar het eigenlijke onderzoek, zijn enkele woorden van dank op zijn plaats. Eerst en vooral bedank ik mijn promotor, Prof. Dr. Anneleen Michiels, voor de aangename samenwerking, haar vertrouwen en verhelderende inzichten die mij steeds terug op het juiste pad wisten te zetten. Verder bedank ik al de geïnterviewden, die tijd voor mij vrij maakten en hun kennis graag met mij wouden delen. Tot slot bedank ik mijn vriend, familie en schoonfamilie, zij hebben onvoorwaardelijk begrip voor mij getoond.

Eline Duchateau, Mei 2018

Samenvatting

De studie, geschreven in artikelvorm, onderzoekt de impact van niet-financiële aspecten op de financiering van familiebedrijven. Deze onderzoeksvraag bestudeert verschillende financieringsbeslissingen, zoals het gebruik van intern gegenereerde middelen, schuldfinanciering waaronder de *debt maturity structure* die de afweging tussen langlopende en kortlopende schulden in acht neemt, extern kapitaal (*private equity*), *leasing* en dividenden. Niet alleen worden de financieringsbeslissingen onderzocht in het familiebedrijf zelf (vraagzijde), maar ook wordt er via banken gepeild naar de beschikbaarheid van externe bankfinanciering voor familiebedrijven (aanbodzijde). Het verband wordt onderzocht op basis van de familiale eigendom, het management, *corporate governance* (Raad van bestuur en raad van advies) en familiale *governance* (familiecharter en familieforum). Hierbij bekijkt de studie zowel de invalshoek van familiale betrokkenheid, via de *socioemotional wealth* (SEW) benadering, alsook van professionalisering (o.a. niet-familiale betrokkenheid). Op voorgestelde manier kunnen traditionele financieringstheorieën uitgebreid worden door economische logica aan te vullen met niet-economische argumenten, zodanig dat de invloed van niet-financiële aspecten op financiering binnen de groep van familiebedrijven beter begrepen kan worden.

Het onderzoek wordt gestaafd aan de hand van een verkennende kwalitatieve *multiple casestudy*. Hierbij wordt een inductief proces aangewend dat via *theory building* de bestaande theorie omtrent de financiering van familiebedrijven zal verbreden, verhelderen en verfijnen. Concreet zijn het semigestructureerde diepte-interviews bij 4 familiebedrijven en 4 financiële instellingen, voor een totaal van 10 respondenten, die kennis vergaren over de onderliggende redenen van de financieringsstructuur in familiebedrijven. Er wordt gekozen voor private middelgrote tot grote familiebedrijven aangezien dit type bedrijf normaliter te maken had/heeft met een sterke groei, waardoor financieringsdilemma's en professionalisering hoogstwaarschijnlijk zijn.

Na een inleiding op het onderzoek waarin de probleemstelling, bijdrage aan academisch onderzoek en aan de praktijk, centrale onderzoeksvraag en deelvragen, en de onderzoeksopzet verwerkt worden, volgt er een bondige literatuurstudie waarin de deelvragen vertaald worden in wetenschappelijke theorie. In het 3^e deel van de studie wordt de onderzoeksmethode geïllustreerd, worden de cases omschreven, kan er een beeld bekomen worden van de steekproef van het onderzoek en de data-verzameling en als laatste wordt de methode van de data-analyse toegelicht aan de hand van het conceptueel model en de codeerbomen. Vervolgens worden de empirische resultaten besproken tezamen met een discussie aan de hand van een terugkoppeling naar de wetenschappelijke theorie. Op basis van de literatuurstudie en de bevindingen uit de interviews worden er proposities geformuleerd die de basis vormen voor toekomstig onderzoek. In het 5^e deel volgen de conclusies, de theoretische implicaties, limitaties van de studie en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek. Niet alleen de proposities van deze studie zelf, maar ook de extra voorgestelde richtingen en toekomstige onderzoeksvragen kunnen academici op ideeën brengen. Tot slot worden praktische implicaties gegeven voor practici waaronder consultants, bankiers en vanzelfsprekend de familiebedrijven zelf.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	I
Samenvatting	III
Lijst van tabellen	IX
Lijst van figuren	IX
Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy	1
Abstract	1
Sleutelwoorden	1
I. Inleiding	1
II. Literatuurstudie	5
2 De impact van eigendom, management en <i>governance</i> op financiering	5
2.1 De impact van familiale eigendom op financiering.....	6
2.1.1 Familiale eigendom en financiering (aanbodzijde).....	6
2.1.2 Familiale eigendom en financiering (vraagzijde)	7
2.1.3 <i>Debt maturity structure</i> : langlopende vs. kortlopende schulden (aanbod- en vraagzijde)	9
2.2 De impact van de managementstructuur op financiering	9
2.2.1 Managementstructuur en financiering (aanbodzijde)	9
2.2.2 Managementstructuur en financiering (vraagzijde)	10
2.3 De impact van <i>corporate governance</i> mechanismen op financiering	10
2.3.1 De impact van de RvB op financiering (aanbodzijde).....	10
2.3.2 De impact van de RvB op financiering (vraagzijde)	11
2.3.3 De impact van de raad van advies op financiering (aanbodzijde).....	12
2.3.4 De impact van de raad van advies op financiering (vraagzijde).....	12
2.4 De impact van familiale <i>governance</i> mechanismen op financiering.....	13
2.4.1 De impact van het familieforum op financiering (aanbodzijde).....	13
2.4.2 De impact van het familieforum op financiering (vraagzijde)	13
2.4.3 De impact van het familiecharter op financiering (aanbodzijde)	13
2.4.4 De impact van het familiecharter op financiering (vraagzijde).....	14
III. Methodologie	17
3.1 Onderzoeksmethode.....	17
3.2 Beschrijving onderzochte <i>cases</i>	17
3.3 Selectie van de steekproef en data verzameling	19
3.4 Methode data-analyse	20

IV. Resultaten en discussie	23
4.1 De impact van familiale eigendom op financiering.....	23
4.1.1 Familiale eigendom en financiering (aanbodzijde).....	23
4.1.2 Familiale eigendom en financiering (vraagzijde).....	24
4.1.2.1 Risico-appetijt.....	24
4.1.2.2 Familiale eigendom en groei.....	25
4.1.2.3 Familiale eigendom en toepassing financieringstheorieën	26
4.1.2.4 <i>Leasing</i> als alternatief voor schuldfinanciering	27
4.1.2.5 Dividendpolitiek	28
4.1.3 <i>Debt maturity structure</i> : langlopende vs. kortlopende schulden (aanbodzijde)	28
4.1.4 <i>Debt maturity structure</i> : langlopende vs. kortlopende schulden (vraagzijde).....	29
4.2 Management en <i>governance</i>	29
4.3 De impact van de managementstructuur op financiering	30
4.3.1 Managementstructuur en financiering (aanbodzijde).....	30
4.3.2 Managementstructuur en financiering (vraagzijde)	30
4.4 De impact van <i>corporate governance</i> mechanismen op financiering	32
4.4.1 De impact van de RvB op financiering (aanbodzijde).....	32
4.4.2 De impact van de RvB op financiering (vraagzijde).....	33
4.4.3 De impact van de raad van advies op financiering (aanbodzijde).....	34
4.4.4 De impact van de raad van advies op financiering (vraagzijde).....	34
4.5 De impact van familiale <i>governance</i> mechanismen op financiering.....	34
4.5.1 De impact van het familieforum op financiering (aanbodzijde).....	34
4.5.2 De impact van het familieforum op financiering (vraagzijde)	35
4.5.3 De impact van het familiecharter op financiering (aanbodzijde)	36
4.5.4 De impact van het familiecharter op financiering (vraagzijde).....	36
4.5.4.1 Risico-appetijt.....	36
4.5.4.2 Dividendpolitiek	37
4.5.4.3 Openheid naar externe managers, bestuurders en adviseurs.....	37
4.5.4.4 Verwatering familiaal eigendom	38
4.5.4.5 Opvolging: Vereisten familieleden	38
4.5.5 Interactie familiale <i>governance</i> en RvB.....	39
V. Conclusie.....	41
5.1 Conclusie vraagzijde.....	41
5.2 Conclusie aanbodzijde	44

5.3 Limitaties onderzoek en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek	45
5.3.1 Theoretische implicaties, limitaties en aanbevelingen	45
5.3.2 Concrete aanbevelingen	46
5.3.2.1 Familiale eigendom, risico-appetijt en financieringsbeslissingen (vraagzijde)	46
5.3.2.2 Familiale eigendom en toegang tot bankfinanciering (aanbodzijde)	46
5.3.2.3 Familiale eigendom en toegang tot extern kapitaal (aanbodzijde)	46
5.3.2.4 Professionalisering en financiering	47
5.3.2.5 Familiale <i>governance</i> en financiering	47
5.3.2.6 Opvolging, financiering en familiale <i>governance</i>	47
5.4 Praktische implicaties	48
5.4.1 Praktische implicaties voor familiebedrijven	48
5.4.2 Praktische implicaties voor familiebedrijven en consultancybedrijven	49
5.4.3 Praktische implicaties voor consultancybedrijven en financiële instellingen	49
Lijst van de geraadpleegde werken	i
Bijlagen	xi
Bijlage 1: Overzicht van de steekproef	xi

Lijst van tabellen

Tabel 1: Beschrijving middelgroot productiebedrijf	17
Tabel 2: Beschrijving middelgroot bouwbedrijf	18
Tabel 3: Beschrijving groot productiebedrijf	18
Tabel 4: Beschrijving groot bouwbedrijf	19
Tabel 5: Mogelijke toekomstige onderzoeksvragen omtrent de financiering van familiebedrijven	48
Tabel 6: Overzicht van de steekproef	xi

Lijst van figuren

Figuur 1: conceptueel model	21
Figuur 2: Codeerbomen	21

Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy

Abstract

De financiering van familiebedrijven is complex omwille van de kluwen aan financiële en familiale (sociaal-emotionele) belangen. De niet-financiële aspecten van het familiebedrijf kunnen de specificiteit van hun financiering verhelderen. Nochtans wordt deze thematiek vaak over het hoofd gezien in academisch onderzoek. Een diepgaande kwalitatieve *multiple casestudy* met 4 private middelgrote tot grote familiebedrijven (vraagzijde) en 4 banken (aanbodzijde) onderzoekt de invloed van niet-financiële aspecten op de financiering van het familiebedrijf tijdens een groeifase. De impact van de heterogeniteit van familiebedrijven op financiering wordt bestudeerd op basis van de familiale eigendom, het management, *corporate governance* en familiale *governance*. Hierbij zal zowel het perspectief van familiale betrokkenheid alsook van professionalisering belicht worden. Risico-aversie en familiale controle zullen de rode draad vormen doorheen de studie. Aanbevelingen voor toekomstig onderzoek en praktische implicaties volgen.

Sleutelwoorden

Familiebedrijven, financiering, risico-aversie, familiale controle, vraag- en aanbodzijde, *multiple casestudy*

I. Inleiding

Het kunnen aantrekken van voldoende en gepaste financieringsbronnen om de continuïteit van de organisatie te verzekeren en de bedrijfsgroei te stimuleren blijft een vitale uitdaging voor familiebedrijven (European Commission, 2015; Koropp, Kellermanns, Grichnik, & Stanley, 2014). Aangezien familiebedrijven als onontbeerlijke schakel in de economie van ons land naar voren worden gebracht (Lambrecht & Molly, 2011; Lambrecht & Naudts, z.j.), is het belangrijk dat het bestaan en de groei van deze bedrijven gegarandeerd wordt. Het merendeel van onze bedrijven zijn familiebedrijven (77%) (PwC, 2014) die daarenboven steeds belangrijker worden voor het bruto binnenlands en nationaal product van België (Lambrecht & Molly, 2011). Gezien de stuwende rol van het familiebedrijf in het creëren van welvaart, is onderzoek genoodzaakt om deze bedrijven te begeleiden. Hoewel steeds meer aandacht uitgaat naar de *corporate finance* literatuur over familiebedrijven, bestaan er nog veel onduidelijkheden omtrent hun financiering (Ampenberger, Schmid, Achleitner, & Kaserer, 2013).

Onderzoek toont aan dat financieringsbeslissingen in familiebedrijven anders verlopen dan in niet-familiebedrijven, aangezien familiebedrijven een financiële logica volgen die zowel gebaseerd is op economische als op niet-economische argumenten (Anderson et al., 2003; Andres, 2008; Gallo, Tapiés, & Cappuyns, 2004; Koropp, Grichnik, & Kellermanns, 2013; Steijvers & Voordeckers, 2009; Wu, Chua, & Chrisman, 2007). Familiebedrijven zijn vaak afhankelijk van enkele dominerende beslissingsmakers, typisch de eigenaar-managers (Feltham, Feltham, & Barnett, 2005; Kelly, Athanassiou, & Crittenden, 2000), waardoor het financieringsgedrag van familiebedrijven overwegend het resultaat zal zijn van persoonlijke houdingen ten aanzien van risico (zgn. risico-appetijt), groei en eigendomscontrole (Gallo et al., 2004). Het belang van deze niet-traditionele gedragsaspecten illustreert de complexiteit van de financieringsbeslissingen in familiebedrijven (Michiels & Molly, 2017). Binnen familiebedrijven zullen beslissingen dan ook niet louter en alleen gebaseerd worden op de financiële *return* van een investering, maar wordt er tevens rekening gehouden met de typische niet-financiële aspecten, ook wel omschreven als *socioemotional wealth* (SEW) (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007; Kets de Vries, 1993).

SEW omvat typische noden waaraan de familie tegemoet wilt komen: de wens om de familiale controle te behouden, de intergenerationele overdracht, tewerkstelling van de familie, familieharmonie, emotionele gebondenheid, het streven naar financiële autonomie, risico-aversie, langetermijndenken, oog voor de sociale reputatie en het sociaal kapitaal (Arregle, Hitt, Sirmon, & Very, 2005;

Gómez-Mejía et al., 2007; Handler, 1990; Kepner, 1983; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b). Verschillende bedrijfsbeslissingen in het familiebedrijf worden ogenschijnlijk beïnvloed door het doel van de familie om de SEW staande te houden. Gezien het feit dat het SEW perspectief suggereert dat familiebedrijven beslissingen maken die niet altijd een economische logica volgen, volgt hieruit dat SEW weldegelijk relevantie vertoont voor financieringsbeslissingen (Landry et al., 2013; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2001; Gomez-Mejia, Cruz, Berrone, & De Castro, 2011).

Traditionele kapitaalstructuur theorieën, zoals de Modigliani & Miller (1958) en de *pecking order* theorie van Myers (1984), slagen er niet in om rekening te houden met het belang van bepaalde SEW voorkeuren waardoor zij geen volledige verklaring kunnen bieden voor het werkelijke financieringsgedrag van familiebedrijven (Pearson, Carr, & Shaw, 2008; Romano et al., 2001). Deze studie beoogt om financiële beslissingsmodellen uit te breiden door economische logica aan te vullen met niet-economische argumenten, zodanig dat de invloed van niet-financiële aspecten op de financiering binnen de groep van familiebedrijven beter begrepen kan worden.

De **centrale onderzoeksvraag** van deze studie luidt dan ook als volgt: **“Welke invloed hebben niet-financiële aspecten op de financiering van familiebedrijven?”** Deze onderzoeksvraag be-
komt een veelomvattend perspectief aangezien verschillende financieringsbeslissingen bestudeerd worden, waaronder het gebruik van intern gegenereerde middelen, schuldfinanciering onder meer de *debt maturity structure* die de afweging tussen langlopende en kortlopende schulden in ogenschouw neemt, extern kapitaal (*private equity*), *leasing* en dividenden. Verder is de vraagstelling tweeledig; de focus van de studie vernauwt zich niet tot enkel financieringsbeslissingen genomen door het familiebedrijf (vraagzijde) maar trekt bijkomend via financiële instellingen de reikwijdte open naar de beschikbaarheid van externe bankfinanciering voor familiebedrijven (aanbodzijde). Deze tweevoudige aanpak pikt in op het onderzoek van Michiels & Molly (2017) waarin geduïd werd dat een gering gebruik van externe financieringsbronnen in familiebedrijven niet altijd het gevolg is van hun lagere bereidheid om externe bankfinanciering aan te trekken, maar ook veroorzaakt kan worden door een beperkte toegang tot dit financieringsmiddel.

In onderzoek naar de typisch zachte invloedsfactoren, is het logisch om eerst de relatie te onderzoeken tussen familiale eigendom en de financiering van het familiebedrijf. Daarnaast worden de management en *governance* structuren in link gebracht met de financiering. Deze *governance* structuren beslaan de *corporate governance* mechanismen, waaronder de raad van bestuur (RvB) en de raad van advies, en de familiale *governance* mechanismen, waaronder het familiecharter en het familieforum.

Teneinde meer richting te geven aan de impact van niet-financiële aspecten op de financiering van familiebedrijven, zal het onderzoek dusdanig geleid worden door volgende **deelvragen**:

- 1) Hoe beïnvloedt familiale eigendom de financiering van familiebedrijven?
- 2) Hoe beïnvloedt de managementstructuur de financiering van familiebedrijven?
- 3) Hoe beïnvloeden *governance* structuren de financiering van familiebedrijven?
 - Hoe beïnvloeden *corporate governance* mechanismen de financiering van familiebedrijven?
 - Hoe beïnvloeden familiale *governance* mechanismen de financiering van familiebedrijven?

Op de voorgestelde manier wordt de impact van de heterogeniteit van familiebedrijven op financiering bestudeerd op basis van de eigendom, het management en de *governance*. Hierbij zal zowel rekening gehouden worden met de invloed van familiale betrokkenheid alsook van professionalisering (o.a. niet-familiale betrokkenheid) op de financiering van familiebedrijven. De familiale betrokkenheid zal in kaart gebracht worden via gedachtengoed uit de SEW theorie waardoor wordt ingespeeld op de onderbelichte, unieke familiale gedragsaspecten die weldegelijk aanbelangen voor de financiering van familiebedrijven. SEW factoren hebben vermoedelijk invloed op de bereidheid van familiebedrijven om te opteren voor een bepaalde vorm van financiering. Daarnaast kunnen kredietverschaffers ook rekening houden met SEW aspecten bij het nemen van hun financierings-/

investeringsbeslissingen (Michiels & Molly, 2017). Het idee om in te spelen op de professionalisering van het management en de *governance* volgt uit de aanbeveling van Michiels, Uhlener en Dekker (2017) waarbij geduid werd op de toegevoegde waarde wanneer er in onderzoek naar financiering ook rekening wordt gehouden met de dimensies van professionalisering.

Verscheidene wetenschappelijke onderzoekers (e.g. De Massis & Kotlar, 2014; Hiebl, 2012; Lardon, Deloof, & Jorissen, 2017) duiden op de opening die er nog ligt voor kwalitatief onderzoek in *family business research*, waardoor deze studie zal gestaafd worden aan de hand van een verkennende *multiple casestudy*. Hierbij zal een inductief proces aangewend worden dat via *theory building* de bestaande theorie omtrent de financiering van familiebedrijven zal verbreden, verhelderen en verfijnen (Kotlar & De Massis, 2013). Concreet zullen diepgaande, semigestructureerde interviews kennis vergaren over de achterliggende redenen van de financieringsstructuur in familiebedrijven (Koropp et al., 2014). In kwantitatief onderzoek is het vaak niet mogelijk om antwoorden te krijgen op 'waarom' vragen aangezien er wegens een gebrek aan data gesteund moet worden op eigen veronderstellingen (Reay, 2014). Wanneer men de onderliggende drijfveren van de onduidelijkheden in financieringsprocessen beter wilt begrijpen, is kwalitatief onderzoek meer geplaatst aangezien verbanden expliciet worden blootgelegd tijdens de interviews (Langley & Abdallah, 2011; Lardon et al., 2017; Pratt, 2009).

Om de financiering van een bedrijf te kunnen onderzoeken, is het uiterst waardevol om te kiezen voor *cases* waar financieringsvraagstukken weldegelijk aanbelangen. Familiebedrijven die te maken hadden met een sterke groei zullen de uiteenlopende financieringsdilemma's beter in kaart kunnen brengen, aangezien groei een belangrijke bepalende factor is voor de financieringsstructuur van familiebedrijven (Fama & French, 2002). Verder, aangezien deze studie professionalisering in link wenst te brengen met financiering, worden *cases* bestudeerd waar professionalisering hoogstwaarschijnlijk genoodzaakt is omwille van de gevorderde levenscyclus en groei (e.g. Dekker, Lybaert, Steijvers, Depaire, & Mercken, 2013; Fang, Memili, Chrisman, & Welsh, 2012; Kammerlander, Sieger, Voordeckers, & Zellweger, 2015). Bijgevolg zal gedurende dit onderzoek de focus gelegd worden op private middelgrote tot grote familiebedrijven, waarbij de volgende definitie van Chua, Chrisman en Sharma (1999) wordt gehanteerd:

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 or families (p. 25).

Na een bondig overzicht van de wetenschappelijke literatuur, zal het methodologisch geïllustreerde kwalitatief *multiple casestudy* onderzoek de weg wijzen naar de empirische resultaten tezamen met een discussie aan de hand van een terugkoppeling naar de theorie en de formulering van proposities, de conclusies, de theoretische implicaties, limitaties van de studie en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek, en tot slot naar de praktische implicaties voor practici waaronder consultants, bankiers en vanzelfsprekend de familiebedrijven zelf.

Zodoende draagt dit onderzoek niet alleen bij tot de academische literatuur, maar geeft het ook bruikbare inzichten voor de praktijk. In eerste instantie zijn familiebedrijven er zelf bij gebaat om in kaart te kunnen brengen wat precies hun financieringsbeslissingen beïnvloedt. Verder kunnen de familiale eigenaars verrijkt worden via de bevindingen van deze studie omtrent de perceptie die een bank heeft ten aanzien van de verschillende aspecten binnen een familiebedrijf. De resultaten van dit onderzoek zullen aan het licht brengen welke componenten binnen het familiebedrijf een bank belangrijk acht tijdens de overweging om al dan niet financiering te verschaffen aan het familiebedrijf. Aanbevelingen naar de familiebedrijven toe zullen dan ook een belangrijk eindproduct zijn van deze studie. Ook consultancybedrijven zijn erbij gebaat om inzicht te hebben in de interacties tussen familiale dynamieken en financiering. Zo kunnen zij praten met de familiale eigenaars over hun familiale voorkeuren tijdens financieringsbeslissingen en kunnen zij tevens aangeven welke aspecten van het familiebedrijf mogelijk van belang zijn in het kwalitatieve kredietdossier van een kredietverstrekker. Niet alleen de familie- en consultancybedrijven zijn gebaat bij de inzichten van deze studie, maar ook de financiële instelling zelf. Het onderzoek van Lambrecht en Molly (2011) wijst uit dat bedrijfsleiders van familiebedrijven veel belang hechten aan de rol van een financiële instelling als

adviseur tijdens moeilijke fasen. Maar niet alleen in moeilijke fasen, ook tijdens routine financieringsbeslissingen wensen familiebedrijven in eerste instantie puur advies van hun huisbankier. Een vertrouwensband tussen het familiebedrijf en de kredietverstrekker is dan ook cruciaal. Wanneer beter begrepen wordt welke familiale drijfveren ervoor zorgen dat een familiebedrijf doorgaans terughoudender is naar externe bankfinanciering toe, kan een financiële instelling meer rekening houden met deze specifieke familiale noden, waardoor een belangrijke klantengroep van de bank zich beter begrepen zal voelen.

II. Literatuurstudie

2 De impact van eigendom, management en *governance* op financiering

Recente literatuur (e.g., Bertrand & Schoar, 2006; Villalonga & Amit, 2006) onderzoekt hoe dat familiale betrokkenheid in de eigendom, het management en de *governance* haar invloed uitoefent op de kapitaalstructuur van het familiebedrijf. Aan de basis van de kapitaalstructuur van familiebedrijven liggen twee van elkaar te onderscheiden motiveringen waartussen het familiebedrijf een afweging maakt: risico-aversie en de bekommernis om familiale controle te verliezen (González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2013).

Risico-aversie leidt tot lagere schuldniveaus, wat impliceert dat een familiebedrijf bezorgd is om stijgende kosten wanneer financiële moeilijkheden zich voordoen (Mishra & McConaughy, 1999). Familiebedrijven kunnen tevens minder schulden aangaan omdat schulden positief gecorreleerd zijn met het financiële risico van een faillissement. Vanuit deze redenering kunnen meer schulden dus een verlies van de familiale controle betekenen, ingeval dat financiële moeilijkheden uitmonden in een faillissement (Ampenberger et al., 2013; Gallo et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007).

Daartegenover prefereert een familiebedrijf schulden boven een uitgifte van aandelen als extern financieringsmiddel tijdens groei, aangezien schulden, in vergelijking met de intrede van een externe investeerder in het eigendom, er niet voor zorgen dat een familiebedrijf haar controle verliest. Een externe kapitaalverschaffer zou er immers voor zorgen dat de familiale macht, met name de familiale eigendom, verwatert (Acedo-Ramirez, Ayala-Calvo, & Navarrete-Martinez, 2017; González et al., 2013; Matthews, Vasudevan, Barton, & Apana, 1994).

Toch kan het ook zijn dat een familiebedrijf net minder schulden aangaat aangezien schulden ervoor zorgen dat schuldeisers actief het bedrijf *monitoren*, wat ook een verlies aan controle impliceert (Mishra & McConaughy, 1999). De *monitorende* bank neemt immers deels het gevoel van financiële onafhankelijkheid af van de familie (Ampenberger et al., 2013).

Hoewel familiebedrijven minder zouden lenen, gedreven door risico-aversie of een controle argument, worden er, ingeval van groeiopportuniteiten, meer schulden aangegaan. Zodoende hoeft de familiale controle niet verloren te gaan aan een externe kapitaalverschaffer (Acedo-Ramirez et al., 2017; González et al., 2013; Matthews et al., 1994). Financieringskeuzes in familiebedrijven zullen in die zin altijd een afweging zijn tussen enerzijds hun terughoudendheid ten aanzien van schulden en anderzijds het willen groeien zonder de familiale controle te moeten afstaan (González et al., 2013).

Na eerst de invloed van familiale betrokkenheid binnen de eigendom op financiering theoretisch te belichten, komen er na zowel familiale betrokkenheid alsook professionalisering aan bod binnen de management en *governance* structuren. Professionalisering kan o.a. betekenen dat de niet-familiale betrokkenheid in het management en in de *governance* verhoogd wordt. Naast de aanwezigheid van externe managers of zelfs een niet-familiale CEO is het tevens van belang om formele *governance* mechanismen op te zetten waarbij externe bestuurders of adviseurs een cruciale rol vertegenwoordigen (Dekker et al., 2013; Dekker, Lybaert, Steijvers, & Depaire, 2015; Gulbrandsen, 2005; Songini, 2006; Stewart & Hitt, 2012).

Verder is het niet alleen van belang om te weten te komen welke aspecten binnen het familiebedrijf een invloed hebben op de financieringsbeslissingen binnen dit desbetreffende bedrijf (vraagzijde), maar dringt zich bijkomend het vraagstuk welke aspecten binnen het familiebedrijf een rol spelen voor een bank wanneer deze bank een beslissing maakt om al dan niet in te gaan op de financieringsaanvraag van het familiebedrijf (aanbodzijde). Een onderzoek dat zich enkel richt op de vraagzijde kan een vertekend beeld bekomen aangezien een lager vastgesteld schuldniveau in een familiebedrijf misschien niet de keuze is van het familiebedrijf zelf, maar wel het gevolg is van de bank die niet bereid was om schuldfinanciering te verschaffen (Michiels & Molly, 2017).

Het opwaartse potentieel van een bank beperkt zich tot de terugbetaling van de interesten, wat

maakt dat een bank opzoek gaat naar zoveel mogelijk informatie, anders dan de financiële, harde informatie, om zijn risico's en onzekerheden betreffende de terugbetaling van de kredieten beter in te kunnen schatten (Bruns, Holland, Shepherd, & Wiklund, 2008). Zodoende maakt een relatiebeheerder/kredietverschaffer op basis van de bekomen zachte informatie een subjectieve evaluatie van de kredietwaardigheid van een organisatie (Berger & Udell, 2002; D'Aurizio, Oliviero, & Romano, 2015; Petersen, 2004). De kredietverschaffer kan tevens aan de hand van zijn eigen verzamelde *up-to-date* zachte informatie beslissen om betere leningsvoorwaarden te verschaffen (Chen, Huang, Tsai, & Tzeng, 2015).

Hoewel de financiële cijfers van het familiebedrijf zeer belangrijk zijn voor een bank, om al niet te zeggen het belangrijkste, focust deze studie zich op zachte factoren binnen het familiebedrijf waarmee een bank rekening kan of zelfs moet houden.

2.1 De impact van familiale eigendom op financiering

2.1.1 Familiale eigendom en financiering (aanbodzijde)

Theoretische argumenten worden naar voren geschoven waarmee een bank rekening kan houden tijdens haar afweging in hoeverre mate zij wenst mee te gaan in de financieringsaanvraag van een familiale eigenaar.

Wiwattanakantang (1999) stelt dat er een goede *agency* relatie is tussen een familiale eigenaar en de bank. Schuldeisers verwachten met name minder belangenconflicten aangezien familiale eigenaars zich berusten op de lange termijn met de nodige aandacht voor hun reputatie, hetgeen maakt dat een bank bereid is om tegen een lagere kost te lenen aan familiale eigenaars (Anderson et al., 2003; González et al., 2013; Steijvers & Voordeckers, 2009). Het wordt ook wel eens zo verwoord dat familiebedrijven, voornamelijk in tijde van onzekerheid, aanschouwd worden als meer kredietwaardig; zij werken immers ook voor hun familienaam en voor de volgende generatie (Anderson et al., 2003; Brick & Palia, 2007; Stacchini & Degasperi, 2015). Verder stipuleren Du, Guariglia en Newman (2015) dat ook het oog van de familie voor (relationeel) sociaal kapitaal en voor wederzijds vertrouwen bijdragen aan een betere toegang tot schuldfinanciering. Keasey, Martinez en Pindado (2015) beargumenteren bijkomend dat familiale eigendom gepaard gaat met betere leningsvoorwaarden aangezien de bank meer vertrouwen heeft omwille van de emotionele betrokkenheid van een familiale eigenaar.

Een typische familiale ondernemer heeft een groot deel van zijn vermogen in het familiebedrijf geïnvesteerd, wat impliceert dat zijn risico-aversie hoger zal zijn in vergelijking met verspreide eigendom. Deze risico-aversie uit zich in een grotere gevoeligheid voor onzekerheden bij investeringen (Bianco, Bontempi, Golinelli, & Parigi, 2013), waardoor risicovolle projecten eerder vermeden worden (Naldi, Nordqvist, Sjöberg, & Wiklund, 2007). Aangezien de hoofdactiviteit van een bank eruit bestaat om haar risico's in te dekken, kan vanuit dit gegeven de risico-aversie van een familiale eigenaar naar voren worden geschoven als voordeel voor een bankier (Keasey et al., 2015).

Hoewel familiale eigendom op basis van bovenstaande argumenten ervoor zou zorgen dat familiebedrijven gemakkelijker hoge schuldniveaus bekomen (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007), kunnen familiebedrijven evenzeer vanuit een negatieve invalshoek belicht worden. Zo zal het niet onbekend in de oren klinken dat familiaal aandeelhouderschap geassocieerd kan worden met een conservatief beleid, hetgeen de economische bedrijfsontwikkeling mogelijk beperkt (Bertrand & Schoar, 2006; Bertrand, Johnson, Samphantharok, & Schoar, 2008). Typische familiale ideologieën kunnen hun omslagpunt bereiken waarna ze overhellen naar hun donkere kant (Basly, 2007).

Voorts, wanneer het familiaal vermogen ter beschikking wordt gesteld aan de volgende generatie, zonder dat hier objectieve criteria, zoals een financiële rendementsvereiste of een economisch evenwichtige uitbouw van het familiebedrijf, tegenover worden gesteld, kan een gevaarlijk fenomeen als *nepotisme* de bovenhand nemen (Chrisman, Chua, & Sharma, 2005; Campopiano, Cassia, Massis, & Kotlar, 2011; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2001, 2002, 2003b; Sciascia, & Mazzola, 2008). *Nepotisme* is de ongefundeerde voorkeurspolitiek voor de eigen familieleden, hetgeen zeer belemmerend is voor het economisch welbevinden van het familiebedrijf (Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001;

Ahrens, Landmann, & Woywode, 2015). Dergelijk altruïstisch gedrag verslechtert de relatie tussen de familiale eigenaar en de kredietverstrekker (Voordeckers & Steijvers, 2006).

Afgezien van de mogelijke nadelen van familiale eigendom die een financiële instelling kunnen belemmeren om een (voordelig) krediet te verschaffen, verwacht dit onderzoek eerder dat familiale eigendom aanschouwd wordt als voordeel door de bank, in lijn met een studie uitgevoerd door ING FOCUS *Family Business* in 2016 waarin familiebedrijven naar voren werden geschoven als de ondernemingen die het minste problemen ervaren met toegang tot schuldfinanciering.

2.1.2 Familiale eigendom en financiering (vraagzijde)

Met de risico-appetijt van familiale eigenaars als rode draad, kan in kaart gebracht worden hoe familiale eigendom een rol speelt tijdens financieringsbeslissingen, waaronder de interne middelen, schulden, extern kapitaal (*private equity*), *leasing* en de dividendpolitiek.

In tegenstelling tot gediversifieerde aandeelhouders die investeren in verschillende bedrijven, zijn voor een familiale eigenaar de risico's en rendementen gebonden aan één enkel actief, het familiebedrijf. Het welzijn van de familie zou dan ook sterk negatief beïnvloed worden wanneer risicovolle keuzes slecht uitdraaien, wat maakt dat er voor een familiale eigenaar meer meespeelt dan enkel monetaire standpunten (Lyagoubi, 2006). Gegeven deze kwetsbaarheid worden familiale eigenaars eerder risico-avers aangezien de kosten van negatieve uitkomsten zwaarder doorwegen dan eventuele voordelen die kunnen voortvloeien uit een *high-risk/high-return* strategie (Gomez-Mejia et al., 2011; Nagar, Petroni, & Wolfenzon, 2000). Vanuit de redenering dat veelvuldig schuldgebruik het faillissementsrisico vergroot, zullen familiale eigenaars minder schulden aangaan om zo hun familiale rijkdom te beschermen (Lyagoubi, 2006).

Ook andere niet-financiële redenen kunnen aan de basis liggen van de risico-aversie van familiale oprichters. Specifieke voordelen van het familiebedrijf, zoals een goede sociale reputatie, kunnen verloren gaan in geval van financiële moeilijkheden. Deze moeilijkheden leiden immers tot een vertrouwensbreuk tussen het familiebedrijf en haar *stakeholders* (Gillespie & Dietz, 2009), hetgeen een familiale eigenaar associeert met een verlies van familiale SEW (Martin & Gomez-Mejia, 2016). Bijgevolg zullen familiale eigenaars minder financieren met schulden om zo de situatie te omzeilen waarin niet voldaan kan worden aan de terugbetaling van de schulden (Ampenberger et al., 2013; Hiebl, 2014).

Familiale eigenaars die het bedrijf wensen na te laten aan de volgende generatie kunnen zich bijkomend zorgen maken over het verlies van hun familiale controle (Chami, 2001; Le Breton-Miller & Miller, 2006). Dit kan een reden zijn waarom schulden verkozen worden boven extern kapitaal om zo de verwatering van de machtspositie in het eigendom tegen te gaan (Acedo-Ramirez et al., 2017), dan wel kan het een argument zijn waarom schulden vermeden worden zodanig dat er geen *monitorende* bank aanlandt (Ampenberger et al., 2013). Het verlies aan familiale controle kan ook op een andere wijze geïnterpreteerd worden; familiale eigenaars verminderen schulden aangezien schulden de kans op een faillissement verhogen en een faillissement er bijgevolg toe leidt dat de familie controle verliest over haar bedrijf (Ampenberger et al., 2013; Gallo et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007).

Familiale eigenaars zijn zich er wel van bewust dat het laten passeren van groeimogelijkheden omwille van die risico-aversie of het benoemde controle argument het lange termijn bestaan van het familiebedrijf in gevaar brengt. Zo beargumenteren Welsh en Zellweger (2010) en Zahra (2005) dat familiale eigenaren tevens zeer ondernemend zijn en inspelen op groeiopportuniteiten om het familiebedrijf te beschermen tegen concurrenten, hetgeen met het nodige risico en schuldfinanciering gepaard zal gaan. Risico en ondernemerschap hoeven dus helemaal niet te betekenen dat de rijkdom van de familie nefast wordt beïnvloed, integendeel.

Daarnaast zullen snelgroeiende middelgrote en grote familiebedrijven hoogstwaarschijnlijk onvoldoende intern gegenereerde middelen hebben om hun groeiopportuniteiten intern gefinancierd te krijgen, waardoor zij schulden zullen aangaan (Acedo-Ramirez et al., 2017, Ampenberger et al., 2013; Hamilton & Fox, 1998; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Michaelas, Chittenden, &

Poutziouris, 1999). Familiebedrijven verkiezen met name schulden om de groei te financieren aangezien zij weigerachtig zijn om hun familiaal kapitaal open te stellen aan externe investeerders (Acedo-Ramirez et al., 2017; Croci, Doukas, & Gonenc, 2011; Matthews et al., 1994; Romano et al., 2001). Wanneer de taille van de groeiopportuniteiten zodanig groot wordt dat bankfinanciering niet meer volstaat, kan het zijn dat familiebedrijven eerder die groeiopportunity laten passeren dan samen te werken met een externe kapitaalverschaffer (Acedo-Ramirez et al., 2017; Koropp et al., 2014; Wu et al., 2007). Familiebedrijven staan typisch voor een 'groei versus controle' dilemma (Poutziouris, 2001). Toch benadrukken Keasey et al. (2015) en Lambrecht, Arijs, Molly en Broekaert (2013) dat familiale eigenaars met groeiambities steeds meer beroep doen op een *private equity* (PE) speler.

Een alternatieve financieringsvorm omvat *leasing* waarbij de *lease* van een actief aanschouwd wordt als alternatief voor schuldfinanciering. Deze beslissing betreft de keuze om enerzijds het actief te kopen, waar schuldfinanciering bij zal komen kijken, of anderzijds het actief te *leasen* waarbij de leasinggever eigenaar blijft van het actief (Landry, Fortin, & Callimaci, 2013). Callimaci, Fortin en Landry (2011) geven aan dat, rekening houdende met de financieringsmogelijkheid in familiebedrijven om te *leasen*, de *pecking order* theorie van Myers (1984) er als volgt zou uitzien: intern gegegenerateerde middelen, gevolgd door schuldfinanciering, dan *leasing* en als laatste extern kapitaal.

Hoewel *leasing* in economische termen zeer efficiënt kan zijn, wensen veel familiale eigenaars met hun investeringen niet alleen het bedrijf maar ook hun SEW te versterken. Met andere woorden, ze hebben de neiging om hun activa aan te kopen, omdat eigendom van activa een manier is om hun rijkdom te accumuleren (Landry et al., 2013). SEW kan dus een impact hebben op de beslissing om al dan niet te opteren voor een *lease* (Landry et al., 2013).

Verscheidene studies hebben reeds bevonden dat er een positieve associatie bestaat tussen groei en *lease financing* (Callimaci et al., 2011; Krishnan & Moyer, 1994; Lasfer & Levis, 1998; Mehran, Taggart, & Yermack, 1999). Familiebedrijven zien *leasing* als een handig alternatief voor schuldfinanciering wanneer tijdens een groeifase investeringen gefinancierd moeten worden. Deze overweging kan verklaard worden via gedachtegoed uit de SEW theorie. Het kopen van activa vereist substantiële financiering; naast interne middelen zal de bank tussenbeide moeten komen voor de nodige hoeveelheid vreemde middelen. Om het financiële risico van schuldfinanciering te vermijden en om te voorkomen dat een bank actief het bedrijf *monitort*, kan een familiebedrijf eerder de voorkeur hebben om het actief te *leasen* dan om het te kopen met een banklening (Landry et al., 2013).

Daarnaast vereist *leasing* geen of alleszins zeer weinig cash, waardoor de liquiditeiten behouden kunnen blijven in het familiebedrijf en bijgevolg op een later moment aangewend kunnen worden voor een andere investering waardoor het nodige percentage vreemde middelen kan afnemen (Landry et al., 2013). Familiebedrijven die een groeistrategie volgen en tegelijkertijd hun SEW wensen te beschermen, zullen opteren voor een financieringswijze die het mogelijk maakt om cash binnen de organisatie op te sparen zodanig dat meer eigen middelen beschikbaar zijn voor een toekomstig project (Miller, Le Breton-Miller, & Lester, 2011), vandaar hun voorkeur voor *leasing* (Landry et al., 2013).

Geconcludeerd kan gesteld worden dat familiebedrijven minder *leasen* dan niet-familiebedrijven, tenzij het gaat om familiebedrijven die liquiditeiten binnen de organisatie wensen te behouden zodanig dat zij kunnen inspelen op groeiopportuniteiten zonder hun balans overdadig te moeten verzwaren met schulden.

Buitenom de kapitaalstructuur van het familiebedrijf, is de dividendpolitiek eveneens een cruciale financieringsbeslissing. Wanneer het familiebedrijf besluit om haar behoeften intern te financieren zal dit 'ten koste' gaan van de uitkering van dividenden. Familiebedrijven opteren met name voor een lage dividendpolitiek om op die manier meer cash in de organisatie te kunnen houden. Dit zorgt er bijgevolg voor dat familiebedrijven minder nood hebben aan externe financiering (Carney & Gadjlovic, 2002; Poutziouris, 2001). Hetgeen impliceert dat ze niet blootgesteld worden aan het mogelijk financieel risico gepaard gaande met een krediet, niet hun financiële onafhankelijkheid kwijtspele en niet hun controle moeten laten verwateren door een vorm van extern kapitaal (Vandemaele & Vancauteran, 2015). Dit scenario zal zich voornamelijk voordoen in familiebedrijven waar er nood

is aan cash omwille van passerende investeringsopportuniteiten die gegrepen moeten worden om de groei van de organisatie te kunnen verzekeren (Michiels et al., 2017). Luce, Bistрова en Kozlovskis (2013) voegen hieraan toe dat het gekozen dividendbeleid in familiebedrijven begrepen moet worden vanuit hun langetermijnvisie. Familiale eigenaars kiezen met name voor lage dividenden aangezien zij liever investeren in lange termijn projecten die op een later moment een hoog rendement zullen opleveren, dan zich te vernauwen tot kortetermijnwinsten.

2.1.3 *Debt maturity structure*: langlopende vs. kortlopende schulden (aanbod- en vraagzijde)

Verder stelt zich het vraagstuk omtrent de keuze tussen langlopende en kortlopende schulden, zowel langs de aanbod- en vraagzijde, ook wel benoemd als de *debt maturity structure*. Langs de aanbodzijde tracht deze studie te weten te komen hoe familiale eigendom invloed heeft op de bereidheid van een bank om langlopende schulden te verstrekken. Voorts langs de vraagzijde ambieert dit onderzoek te achterhalen hoe familiale eigendom van invloed is op de keuze betreffende de looptijd van de schulden.

Benaderd langs de aanbodzijde, verkiezen kredietverschaffers kortlopende schulden om op die manier de leningsvoorwaarden vaker te kunnen *monitoren* (Lyagoubi, 2006). Concreet naar de familiale eigendom toe, zou dit betekenen dat familiale eigenaars gemakkelijker toegang krijgen tot langlopende schulden aangezien zij door kredietmarkten gepercipieerd worden als minder risicovol (Crocchi et al., 2011; Díaz-Díaz, García-Teruel, & Martínez-Solano, 2016).

Het perspectief van de vraagzijde staft dat familiebedrijven langlopende schulden verkiezen omdat dit hen meer autonomie geeft (Lyagoubi, 2006), zij zich zekerder voelen wanneer interest betalingen lopen over een langere periode (Crocchi et al., 2011; Díaz-Díaz et al., 2016; Mishra & McConaughy, 1999) en omdat dit hen minder *monitoring* door de schuldeisers bezorgt (Datta, Iskandar-Datta, & Raman, 2005).

Kortom, de looptijd van de schulden in familiebedrijven zal afhangen van de perceptie die de schuldeiser heeft op de familiale eigenaar en van de onderhandelingsmacht van de familiale eigenaar (Lyagoubi, 2006).

2.2 De impact van de managementstructuur op financiering

2.2.1 Managementstructuur en financiering (aanbodzijde)

Deze studie wenst te weten hoe de managementstructuur een rol speelt wanneer een bank de terugbetalingscapaciteit van het familiebedrijf inschat.

Banken zouden de voorkeur geven aan behoudsgezinde (risico-schuwendende) bedrijven, aangezien banken geen voordeel halen uit het opwaartse potentieel van risico, maar wel de negatieve gevolgen voelen van de neerwaartse kant van risico (Goergen, 2012; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). Zo verkiest een bank familiale betrokkenheid in het management omdat dit typisch minder risico introduceert, en vooral het langetermijnperspectief de belangen van de bank en de ontlener op één lijn brengt (Chua, Chrisman, Kellermanns, & Wu, 2011). Lardon et al. (2017) beargumenteren verder dat een externe CEO meer risico durft te nemen dan een familiale CEO. Dit hogere ondernemingsrisico kan het verkrijgen van een banklening bemoeilijken, waardoor schuld niveaus lager komen te liggen in familiebedrijven met een externe CEO.

Volgens de argumenten van Steijvers en Niskanen (2013) kunnen banken de aanwezigheid van een externe CEO, omwille van zijn uiteenlopende ervaring, ook aanschouwen als teken van professionalisering met een positief effect voor de kwaliteit van de bedrijfsbeslissingen tot gevolg. Een cruciaal onderdeel van deze professionalisering bestaat eruit om de beslissingsautoriteit van de voormalige familiale CEO te decentraliseren zodanig dat het volledige managementteam (MT) op een meer actieve wijze verantwoordelijkheid neemt (Bakalis, Joiner, & Zie, 2007; Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009; Flamholtz & Randle, 2007; Raes, Heijltjes, Glunk, & Roe, 2011; Stewart & Hitt, 2012). Omwille van dit gepercipieerde meer professionele karakter van een externe CEO kan de bank mogelijk toch

meer geneigd zijn om gemakkelijker leningen te verschaffen aan een dergelijk familiebedrijf (Steijvers & Niskanen, 2013).

2.2.2 Managementstructuur en financiering (vraagzijde)

In deze sectie beoogt het onderzoek vast te stellen hoe de managementstructuur invloed uitoefent op de financieringsbeslissingen in een familiebedrijf.

Een familiale CEO laat zich, meer dan een externe CEO, leiden door SEW overwegingen hetgeen een voorkeur doet ontstaan voor financiering met de ingehouden winsten. Wanneer de familie betrokken is binnen het management zal hun aversie voor het financiële risico of hun aversie om de controle te verliezen de schuldniveaus laten dalen (González et al., 2013; Vandemaele & Vancauteran, 2015).

Onafhankelijk in hun denken en toegewijd aan het voortbestaan van hun bedrijf, kunnen familiale eigenaar-managers het ondernemerschap belemmeren uit angst voor een financieel verlies (Naldi et al., 2007; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997; Zahra, 2005), hetgeen voorkomen kan worden door professionele experts in het management. Toch ontmoedigen eigenaar-managers doorgaans het delegeren van verantwoordelijken aan externen (Gomez-Mejia et al., 2011; Kets de Vries, 1993), aangezien zij het minder voorspelbare gedrag van de externe managers moeilijk kunnen relativiseren (Cruz, Gómez-Mejia, & Becerra, 2010).

Alleszins, familiebedrijven waarin externe managers te werk gesteld worden houden er niet hetzelfde financieel gedrag op na als familiebedrijven met familiale managers (Lyagoubi, 2006). Verder wordt gestipuleerd dat niet-familiale managers omwille van hun externe kennis de familie kunnen confronteren met andere invalshoeken waardoor risico-aversie deels vervangen kan worden door een gezonde vorm van risico's nemen (Casillas, Moreno, & Barbero, 2011; González et al., 2013). Vandaar dat Amore, Minichilli en Corbetta (2011) beargumenteren dat niet-familiale CEO's het gebruik van schulden stimuleren.

Uit bovenstaande volgt dat de intentie van de eigenaar-manager om het familiebedrijf al dan niet open te stellen voor externen in het MT van invloed is op de financieringskeuzes, die genomen of uitgewerkt worden binnen het MT. Een sterk betrokken (dominante) eigenaar-manager zal zelf de financieringsbeslissingen nemen, zonder de vernieuwende ideeën van externen, waardoor groeiopportunities mogelijk mislopen worden (Martin & Gomez-Mejia, 2016; Vandekerckhof, Steijvers, Hendriks, & Voordeckers, 2014). Daartegenover, zal een open eigenaar-manager zich laten bijstaan door externe deskundigen waardoor financieringsbeslissingen vanuit een andere zienswijze worden gemaakt.

2.3 De impact van *corporate governance* mechanismen op financiering

2.3.1 De impact van de RvB op financiering (aanbodzijde)

Deze studie wenst weer te geven hoe de RvB een rol speelt wanneer een bank de terugbetalingscapaciteit van het familiebedrijf inschat.

Over het algemeen wordt gezegd dat het traditionele familiebedrijf een RvB heeft waarvan de leden, geselecteerd op basis van hun status en invloed binnen de familie en niet volgens hun kennis van de activiteiten of industrie, hun posities voor lange tijd bezitten en over onvoldoende professionele competenties beschikken (Basly, 2007). De eigendomsconcentratie kan de familie onbeperkte macht geven om een bestuursraad op te zetten die de voorkeuren van de familie/familiale CEO actief ondersteunt of in ieder geval niet interfereert (Gomez-Mejia et al., 2011; Kammerlander & Ganter, 2015). Om het tegendeel te bewijzen, kunnen familiale bestuurders net beter in staat zijn om risico's in de organisatie te evalueren en om strategische investeringsbeslissingen te maken, omwille van hun langetermijnperspectief, gecombineerd met hun levenslange betrokkenheid (Kang, 1999; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a).

Een financiële instelling hecht belang aan een goedwerkende en actieve RvB aangezien dit het risico op wanbetaling vermindert, waardoor de kosten van een lening en/of de convenant vereisten mogelijk verminderen (Bhojraj & Sengupta, 2003; Fields, Fraser, & Subrahmanyam, 2010; Lorca, Ballesta, & Meca, 2011).

In Li, Dong, Liu, Huang en Wang (2016) zijn het de externe bestuurders die een doorslaggevende rol spelen wanneer de bank twijfelt aan de terugbetalingscapaciteit. Abor (2007) benadrukt bijkomend dat externe bestuurders zorgen voor een hogere status waardoor een bank meer vertrouwen krijgt met een betere toegang tot schuldfinanciering als gevolg. De bevindingen van voorgenoemde onderzoekers zouden niet verassend mogen klinken, wetende dat externe bestuurders gekend staan voor hun professionele expertise en objectiviteit, hun breed extern netwerk en voor het bekomen van een goede balans tussen de familie en het bedrijf. Het is niet voor niets dat gesteld wordt dat externen in de RvB noodzakelijk zijn om op onafhankelijke wijze de controlerende en adviserende taken uit te voeren (Arosa, Itturralde, & Maseda, 2010; Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2010; Huse, 2005).

Wetenschappelijk onderzoeker Voordeckers wijst tijdens een interview in Familielaan16 (VKW Limburg, 2017a) ook op het belang van een actieve RvB met externen. Als familiebedrijf wordt er op deze manier automatisch meer professionalisering in huis gehaald, zeker als het op financiële rapportering aankomt (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Bhojraj & Sengupta, 2003). Familiebedrijven met een goedwerkende RvB, die voor een belangrijk investeringsproject staan, zullen bij de bank sneller groen licht krijgen.

2.3.2 De impact van de RvB op financiering (vraagzijde)

In dit onderdeel tracht het onderzoek vast te stellen hoe de RvB invloed uitoefent op de financieringsbeslissingen in een familiebedrijf.

Het schuldniveau ligt lager wanneer de families sterk betrokken zijn in de RvB (González et al., 2013). Anderson en Reeb (2004) geven hiervoor als verklaring dat een RvB, gedomineerd door de familie, beslissingen vermijdt die de SEW van de familie bedreigen, met als gevolg dat er een voorkeur ontstaat voor een laag niveau van een schulden en bijgevolg een lage dividendpolitiek zal worden gevoerd. González et al. (2013) geven bijkomend aan dat financieringsbeslissingen minder efficiënt genomen worden wanneer de familiale bestuurders risico-avers zijn.

Daarnaast kan ook de redenering gevolgd worden dat een RvB een cruciaal *monitoring* instrument is wanneer het MT geleid wordt door managers die geen aandelen bezitten (Fama & Jensen, 1983). Familiale eigenaren kunnen de RvB zien als controle versterkend orgaan om het risicogedrag van een externe CEO op te volgen zodat de SEW van de familie beschermd wordt (Gomez-Mejia et al., 2011; Lardon et al., 2017; Sundaramurthy & Lewis, 2013). Familiale bestuurders zijn vanuit de RvB nog zodanig betrokken bij het management, dat er geen schulden nodig zijn om mogelijk opportunistische managers te disciplineren (lees: dat er geen intrestlasten nodig zijn om het vaarwater van de betrokkenen te beperken). Deze redenering wordt ook wel het substitutie effect tussen directe familiale controle en indirecte controle van de schuldeisers genoemd (González et al., 2013).

Familiale eigenaars kunnen tevens richtlijnen uitéénzetten vanuit de RvB voor het niet-familiale management met als doel om de familiale controle te vrijwaren. Deze richtlijnen vertalen zich in grenzen waarbinnen het extern management zich kan bewegen; tot een bepaald bedrag mogen zij beslissen om externe financiering (schulden) aan te gaan, maar eens de financieringsbedragen groter worden zal instemming van de familie nodig zijn om te mogen financieren met extra schulden (Kammerlander et al., 2015).

De gevorderde levenscyclus tezamen met groei kunnen de familie laten beslissen om samen te werken met externe bestuurders. Naast het gegeven dat onafhankelijke bestuurders goede *monitoring* uitvoeren op het management (Gunasekarage & Reed, 2008), kunnen zij de familiale RvB aansporen om te kiezen voor hogere schuld niveaus en bijgevolg een hogere dividendpolitiek (Setia-Atmaja, 2010). Niet-familiale bestuurders kunnen met name nieuwe perspectieven introduceren bij de familie waardoor de risico-aversie in gezonde mate afneemt (Casillas et al., 2011; González et al., 2013).

2.3.3 De impact van de raad van advies op financiering (aanbodzijde)

Eerst en vooral, streeft deze studie het na om te weten te komen hoe een bank bij het inschatten van de terugbetalingscapaciteit van een krediet het bestaan van een raad van advies als voordeel aanschouwt voor het familiebedrijf.

Adviseurs vertegenwoordigen een cruciale rol in het waarborgen van het lange termijn succes van familiebedrijven (Reay, Pearson, & Dyer, 2013). Een raad van advies kan dienen als klankbord voor strategisch denken, als kritische noot, als cijferanalist, om de groei te structureren en om de opvolging te regelen (Instituut voor het Familiebedrijf [IFB], 2017). Ondanks deze voordelen, kunnen familiebedrijven toch weigerachtig zijn om advies aan te nemen van externen, voornamelijk omwille van hun voorkeur om advies te verkrijgen vanuit de eigen kring (Chua, Chrisman, & Sharma, 2003; Rue & Ibrahim, 1996). Familiebedrijven kunnen adviseurs ook aanvoelen als drukzetters om veranderingen door te voeren (Vago, 2004). Nochtans, wanneer het een vertrouwde adviesraad is, voelen familiebedrijven het toch aan als veilig om antwoorden te zoeken bij hun adviseurs (Lambrecht & Lievens, 2008; Michel & Kammerlander, 2015).

Adendorff, Boshoff, Court en Radloff (2005) wijzen erop dat familieleden objectiviteit kunnen missen bij bepaalde zakelijke beslissingen omwille van hun emotionele betrokkenheid. Adviseurs bouwen een vertrouwensrelatie uit zodanig dat zij deze complexe dynamieken binnen de familie beter begrijpen. Bijgevolg kunnen zij helpen om persoonlijke en bedrijfsdoelstellingen te scheiden zodat emotioneel beladen kwesties vermeden worden (Strike, 2012). Het objectieve advies en de diverse kennis van de adviseurs verminderen als het ware de afhankelijkheid van het bedrijf aan de eigenaar (Mustakallio, Autio, & Zahra, 2002). Daarnaast kunnen adviseurs het familiebedrijf tillen naar een hoger niveau van professionalisering (Strike, 2012), waardoor Reay et al. (2013) hen benoemen als vertalers van academische kennis naar implementeerbare praktijken.

Geresumeerd, kunnen adviseurs van familiebedrijven een positieve impact hebben op de bedrijfsprestaties en dynamieken binnen het familiebedrijf (Reay et al., 2013). Het is dan ook interessant om na te gaan of deze positieve invloed ertoe leidt dat financiële instellingen meer vertrouwen hebben in de terugbetalingscapaciteit van een familiebedrijf met een adviesraad.

2.3.4 De impact van de raad van advies op financiering (vraagzijde)

Als tweede, ambieert dit onderzoek om uit te stippelen in welke mate een raad van advies invloed heeft op de financieringsbeslissingen in het familiebedrijf.

De rol van adviseurs tijdens het nemen van financieringsbeslissingen in een familiebedrijf is een niet-onderzochte tak in wetenschappelijke literatuur. Indien de adviseurs een rol zouden spelen tijdens financieringsbeslissingen, is het belangrijk om te ontrafelen of deze adviseurs omwille van hun expertise en onafhankelijke aard andere financieringsvoorkeuren hebben dan de familie. Bijgevolg zou het dan ook kunnen dat de aanbevelingen van de adviseurs ertoe leiden dat de familiale leiders andere financieringsbeslissingen nemen aangezien zij gestuwd worden in een richting van ander financieringsgedachtegoed. Zou de familie bijgevolg andere financieringsbeslissingen nemen dan wanneer er geen raad van advies aanwezig zou zijn geweest?

Indien de taken van de adviseurs momenteel nog eerder strategisch naar de visie van het bedrijf toe zijn, kan het interessant zijn om te bevragen aan zowel het familiebedrijf alsook aan de banken of het naar de toekomst toe waardevol zou zijn dat de adviseurs ook helpen op vlak van financieringsbeslissingen. Theoretisch gezien is het zeker mogelijk dat adviseurs het familiebedrijf bijstaan op vlak van financieringskeuzen, maar de vraag blijft in welke mate dit ook echt doorgesijpeld is in de praktijk.

2.4 De impact van familiale *governance* mechanismen op financiering

Een familiebedrijf heeft niet enkel behoefte aan een goede *governance* van de onderneming, maar ook van de familie (Voordeckers & Van Gils, 2003). Het bestuur van de familiezaken speelt een bijzonder belangrijke rol, aangezien het succes van het familiebedrijf grotendeels afhangt van de familie, haar structuren en hoe de familie omgaat met conflicten (Olson et al., 2003).

Vanaf de tweede generatie, wanneer de familietakken beginnen uitwaaieren, is er nood aan overleg en discussie omtrent de visie van de familie, hetgeen kan plaatsvinden op een familieforum onder aanwezigheid van de verschillende familietakken. Belangrijke familie- en bedrijfsaangelegenheden kunnen vervolgens formeel neergeschreven worden in een familiecharter wat kan fungeren als gids voor de familie (Lambrechts & Voordeckers, 2010). Deze *governance* mechanismes zorgen tevens voor een brug tussen het dagelijks management en de familie (Suess, 2014).

De implementatie van een geavanceerd familiaal *governance* systeem duidt op een hogere mate van professionalisering wat bijgevolg tot uiting kan komen in betere bedrijfsprestaties (Berent-Braun & Uhlaner, 2012; Fahed-Sreih, 2008; Suess, 2014; Tower, Gudmundson, Schierstedt, & Hartmann, 2007). Uitgaande dat familiale *governance* mechanismen een handige manier zijn om het ondernemerschap binnen familiebedrijven te verhogen (Berent-Braun & Uhlaner, 2012), wordt onderzocht hoe het bestaan ervan ertoe kan leiden dat financiële instellingen meer vertrouwen hebben in de terugbetalingscapaciteit van familiebedrijven (Aanbodzijde). Daarnaast wordt ook langs de vraagzijde uitgepluisd hoe familiale *governance* in link staat met financieringsbeslissingen van het familiebedrijf.

2.4.1 De impact van het familieforum op financiering (aanbodzijde)

Langs de aanbodzijde tracht dit onderzoek te ontdekken hoe het bestaan van een familieforum ervoor kan zorgen dat een bank meer vertrouwen heeft in de terugbetalingscapaciteit van een familiebedrijf.

Een familieforum zorgt ervoor dat de rollen en verantwoordelijkheden van familieleden verhelderd en gecommuniceerd worden. Mening en attitudes ten opzichte van de onderneming worden besproken en voorgesteld aan het MT en de RvB (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Tevens tracht het de cohesie tussen aandeelhouders te verbeteren door de informatiedoorstroming en communicatie naar de minder actieve familiale aandeelhouders centraal te zetten (Davis & Herrera, 1998).

In het familieforum zetelt ook de volgende generatie, zodanig dat de langetermijnbelangen van de familie en het bedrijf gewaarborgd worden (Berent-Braun & Uhlaner, 2012). Volgens experts is het vooral belangrijk dat een familiebedrijf geen vergiftigd geschenk mag worden voor de opvolgers (VKW, 2017b). De volgende generatie zou toch betrokken mogen geraken bij het familiebedrijf: wat zijn de kernwaarden, de langetermijnvisie, de strategie, kerncijfers, de risico perceptie, de financieringsideologie, ...

2.4.2 De impact van het familieforum op financiering (vraagzijde)

Langs de vraagzijde probeert deze studie te achterhalen in welke mate een familieforum van invloed kan zijn op de financieringsbeslissingen in een familiebedrijf.

Wanneer tijdens de samenkomsten van het familieforum de opvolgers betrokken worden bij de risicoappetijt en financieringsideologie van de huidige familiale eigenaars, stelt zich de vraag of zij in hun toekomstige beleid ook tewerk zullen gaan volgens deze 'ingelepelde' voorkeuren van de ouders.

2.4.3 De impact van het familiecharter op financiering (aanbodzijde)

In deze sectie wenst het onderzoek aan het licht te brengen hoe het bestaan van een familiecharter ervoor kan zorgen dat een bank meer vertrouwen heeft in de terugbetalingscapaciteit van een familiebedrijf.

Het familiecharter definieert de regels betreffende de interactie tussen de familie en het bedrijf in een soort van familie grondwet (Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012). Gevoelige thema's komen erin aan bod zoals de tewerkstelling en verloning van de echtgenoot, kinderen en andere familieleden, de verwachtingen/eisen die het bedrijf wilt stellen aan de familieleden, opvolging (Gersick & Feliu, 2014; Kammerlander et al., 2015) en de eigendomsoverdracht samen met de rechten en plichten van de aandeelhouders (Kammerlander et al., 2015). Verder kunnen de selectie van bestuursleden, strategie en visie, de houding van de familie ten aanzien van een IPO/verkoop/*private equity*, of de dividendpolitiek aangekaart worden (Gallo & Kenyon-Rouvinez, 2005; Kammerlander et al., 2015; Siebels & zu Knyphausen-Aufseß, 2012; Ward, 2004).

Familieleden die tewerkgesteld worden onafgezien van hun vaardigheden, opleiding of ervaring geeft conflicten aangezien o.a. niet-familiale werknemers zich tekortgedaan zullen voelen (De Carvalho Zinga, Augusto, & Ramos, 2013). Dergelijke conflicten kunnen bedrijfsvernietigende gevolgen hebben (Kidwell, Eddleston, Cater, & Kellermanns, 2012) waarbij Voordeckers en Steijvers (2006) reeds aangaven dat een dergelijke situatie de onderhandelingsmacht van het familiebedrijf met de bank sterk laat afnemen. Het familiecharter kan in deze situatie grote meerwaarde leveren door voorwaarden en normen op te stellen waaraan familieleden moeten voldoen vooraleer ze tewerkgesteld worden in het familiebedrijf.

2.4.4 De impact van het familiecharter op financiering (vraagzijde)

Langs de vraagzijde streeft deze studie het na om uit te pluizen op welke wijzen een familiecharter van invloed kan zijn op financieringsbeslissingen in een familiebedrijf.

Tijdens de totstandkoming van een familiecharter wordt er weinig of niet gesproken over de wijze van financiering van het familiebedrijf aangezien dit onderwerp te operationeel is en het domein van de familiale *governance* zou overstijgen. Hierdoor zal het dan ook niet mogelijk zijn om een directe link tussen familiale *governance* en financieringsbeslissingen van het familiebedrijf aan te tonen. Wel wordt er op financieel vlak in het familiecharter gesproken over winstgevendheid, het dividendbeleid en de risico-appetijt. Hetgeen in het charter wordt opgenomen over deze drie elementen kan vanzelfsprekend een belangrijke invloed hebben op de financieringskeuzes van het familiebedrijf (J. Lievens, persoonlijke communicatie, 10/12/'17). Het bespreken van de houding van de familie ten aanzien van financieel risico kent belangrijke gevolgen voor de daaruit voortvloeiende financieringsbeslissingen; families zouden immers kunnen beslissen om risico-avers te financieren met slechts een beperkt gebruik van externe financiering.

Het familiecharter kan er verder voor zorgen dat er een dividendpolitiek wordt uitgewerkt die in lijn ligt met de groeiopportuniteiten van de organisatie en rekening houdt met de noden van de verschillende partijen van de familie. Vaak ontstaan er conflicten tussen actieve en passieve aandeelhouders waarbij de actieve aandeelhouders het geld binnen de organisatie wensen te houden om te herinvesteren, terwijl de passieve aandeelhouders liever dividend zouden uitgekeerd zien. Het familiecharter kan ervoor zorgen dat er consensus wordt bereikt in die zin dat ook passieve aandeelhouders begrijpen wanneer het beter is om de cash te herinvesteren of kan het familiecharter overéénkomen om meer dividenden uit te keren zodanig dat de verlangens van de passieve aandeelhouders ook in ogenschouw worden genomen (Michiels, Voordeckers, Lybaert, & Steijvers, 2015).

Het familiecharter beoogt om familiale aspecten gehoor te geven wat tot gevolg kan hebben dat familiale betrokkenheid een sterkere rol gaat spelen tijdens financieringsbeslissingen. Zo kunnen emotionele scharnierpunten besproken worden, waaronder de openheid van de familie t.o.v. het in zee gaan met een externe kapitaalverschaffer. Tevens kunnen meningen uitgewisseld worden over het al dan niet willen samenwerken met externe managers, bestuurders of adviseurs. Het binnenhalen van externen zal op zijn beurt andere visies op financieringskeuzes introduceren. Daarnaast kan besproken worden welke vereisten gesteld worden betreffende verplichte externe ervaring van familieleden. Externe ervaring kan er bijgevolg toe leiden dat deze familieleden een andere houding aannemen t.o.v. financieel risico wat dus van invloed is op hun financieringsvoorkeuren.

Acedo-Ramirez et al. (2017), Kaye en Hamilton (2004), Molly, Laveren en Deloof (2010) en Schulze et al. (2003a) gaven reeds aan dat de volgende generatie, ingeval deze kinderen simpelweg het familiebedrijf in de schoot geworpen krijgen, getypeerd wordt door een weigerachtige houding ten aanzien van risico en schuldgebruik. Zelfs in gunstige marktomstandigheden wensen zij geen investeringsrisico te lopen aangezien zij gevangen worden door hun tunnelvisie waarin ze enkel trachten mogelijke verliezen te omzeilen, ook wel *loss aversion* genoemd. Hiebl (2013) geeft daarentegen aan dat familiale opvolgers de risico-aversie ook zouden kunnen verminderen aangezien zij behendiger zijn met de laatste markttrends (Casillas et al., 2011). Deze pro-risicohouding doet zich wel alleen maar voor wanneer zij een opleiding hebben gevolgd en reeds werkervaring hebben opgedaan in een ander bedrijf in dezelfde industrie (Hiebl, 2013).

III. Methodologie

3.1 Onderzoeksmethode

Deze studie onderzoekt als 'eenheid van analyse' de link tussen niet-financiële aspecten en de financiering van familiebedrijven.

De centrale onderzoeksvraag en deelvragen leggen de nadruk op 'welke' en 'hoe', en niet op 'hoeveel', waardoor kwalitatief onderzoek het meest geschikt is (Pratt, 2009). Het kwalitatief onderzoek verloopt aan de hand van semigestructureerde diepte-interviews, *i.e.* een diepgaande conversationele en zachte manier van interviewen. Hoewel de interviewer vooraf bepaalde vragen hanteert, is er toch nog ruimte om flexibel in te pikken op aspecten die belangrijk blijken te zijn tijdens het gesprek. Deze manier van interviewen heeft tot doel om op een open manier informatie en opinies te verkrijgen, eerder dan een 'ja of nee' type communicatie, zodanig dat er een zo volledig mogelijk beeld geschetst kan worden (Longhurst, 2003).

Open vragen werden gesteld via de *tunneling techniek* waarbij de interviewer begint met algemene vragen en vervolgens gedetailleerder ingaat op de thematiek. Deze techniek geeft niet alleen details over specifieke topics, maar laat de respondent ook merken dat er interesse is in hetgeen hij vertelt aangezien er dieper wordt gegraven op basis van de gegeven informatie (Sekaran & Bougie, 2016).

Het kwalitatief onderzoek gebeurt aan de hand van een verkennende *multiple casestudy analyse*, op basis van *theory building* aangezien het doel erin bestaat om meer inzichten te verkrijgen in de onduidelijkheden van het financieringsgedrag in familiebedrijven. De methode die daarvoor zal worden aangewend, wordt in de vakliteratuur 'inductie' genoemd, *i.e.* het uitbreiden, verfijnen of verhelderen van de reeds bestaande theoretische kennis aan de hand van praktijkervaring (*casestudies*) (Kotlar & De Massis, 2014).

3.2 Beschrijving onderzochte cases

Het empirisch deel van deze studie wordt opgebouwd aan de hand van vier familiebedrijven (afgekort als **FB**) en vier financiële instellingen (afgekort als **FI**), allen gelegen in éénzelfde regio. De interviews zullen op anonieme wijze verwerkt worden. In tabellen 1, 2, 3 en 4 wordt een beknopt overzicht bekomen van de bedrijfsinformatie van de familiebedrijven.

FB1 is een middelgroot productiebedrijf dat doorheen de jaren uitgroeide tot een familiale organisatie wanneer de vier kinderen de touwtjes in handen kregen. Deze kinderen verkochten het bedrijf aan vier nieuwe eigenaars via een management *buy-in* en *buy-out*. Zo kwamen vier nieuwe families aan het hoofd te staan (*founder stadium*) waarbij nog maar zeer recent opnieuw opvolgingskwesaties aanbelangen. Momenteel heeft een familiale CEO de leiding, wordt de familiale RvB versterkt met twee externe adviseurs en zijn er nog geen kinderen actief in het bedrijf. Met haar *buy & build* (overname) strategie kent het bedrijf een sterke groei, ook op internationaal niveau.

Tabel 1: Beschrijving middelgroot productiebedrijf

FB1	
Eigendom	-4 verschillende families - <i>Founder stadium</i>
Management	2 eigenaar-managers (waaronder eigenaar-CEO) + XXX
<i>Corporate governance</i>	-RvB: 4 eigenaars (de 4 families) -Raad van advies: 2 externe adviseurs (ook aanwezig tijdens RvB) <ul style="list-style-type: none">▪ M&A expert en bedrijfsrevisor
<i>Familiale governance</i>	-Opstartfase -Opvolging? Niet actief

FB2 is een middelgroot bouwbedrijf (2^e generatie) dat reeds 85 jaar gespecialiseerd is in projecten voor de overheid en professionele bouwheren, met een zusterbedrijf dat internationaal actief is. De twee kinderen (3^e generatie) van de huidige eigenaar zijn reeds jarenlang actief binnen de organisatie, ook als bestuurders, maar wensen voorlopig de fakkel nog niet over te nemen. Om de toekomst van het bedrijf te verzekeren koos de familie voor een *management buy-in* door een externe minderheidsaandeelhouder die nu samen met de eigenaar het bedrijf leidt. Verder laat de familiale eigenaar zich bijstaan door twee externe bestuurders en een externe algemeen directeur.

Tabel 2: Beschrijving middelgroot bouwbedrijf

FB2	
Eigendom	- 1 familie + externe minderheidsaandeelhouder (=externe CEO) -2 ^e generatie
Management	2 eigenaar-CEO's (familiale CEO + externe CEO) + externe algemeen directeur + XXX
<i>Corporate governance</i>	RvB: Familie + XXX + 2 externe bestuurders (notaris en bedrijfsrevisor)
<i>Familiale governance</i>	-Opstartfase -Opvolging? 3 ^e generatie actief (Twee kinderen van huidige eigenaar)

FB3 is een groot productiebedrijf waarbij de eigendom momenteel in handen zit van 8 familiale eigenaars als 3^e generatie van één familie. Twee schoonzonen van de toenmalige eigenaar nemen de leiding van het bedrijf op zich, als CEO en financieel directeur. Ook in de RvB zijn de aangetrouwden van de eigenaars-familie actief, bijgestaan door twee externe bestuurders. Er wordt stillaan uitgekeken naar de 4^e generatie waarvan sommigen reeds actief in het bedrijf. Ook dit familiebedrijf versterkt haar marktpositie via overnames doorheen Europa. Als afsluiter, werden zij genomineerd als *Ambassadeur Excellent Familiebedrijf*, o.a. omwille van hun langetermijnbeleid, professionele familiale structuren en een evenwichtige balans tussen familie en externen.

Tabel 3: Beschrijving groot productiebedrijf

FB3	
Eigendom	-8 kinderen van toenmalige familiale eigenaar -3 ^e generatie
Management	2 schoonzonen toenmalige eigenaar (=echtgenoten huidige eigenaars): CEO en financieel directeur + XXX
<i>Corporate governance</i>	-RvB: 6 familiale bestuurders* + 2 externe bestuurders <ul style="list-style-type: none"> ▪ 4 niet-operationeel betrokken familiale bestuurders ▪ 2 operationeel betrokken familiale bestuurders (CEO en financieel directeur) <i>*Echtgenoten van de dochters van de toenmalige familiale eigenaar</i>
<i>Familiale governance</i>	-Geïnstalleerd: Familiecharter, familieforum en familieraad -Opvolging? Sommige actief (4 ^e generatie)

FB4 is een groot bouwbedrijf dat werd opgericht door drie families waarvan twee families overbleven in de 2^e generatie. De groep kende afgelopen jaren een sterke groei en bestaat inmiddels uit acht verschillende entiteiten met verschillende regionale vestigingen (ook internationaal). Het bedrijf wordt geleid door vier broers, waarvan twee uit elke familie, die allen operationeel betrokken en actief vanuit de RvB zijn. Voorts is de 3^e generatie (3 kinderen) vanuit één familietak werkzaam op het projectleidersniveau. De familie werkt samen met verscheidene algemeen directeurs en met een externe CEO die de verantwoordelijkheid heeft over de gehele groep. Vandaag de dag is de familie zelf meer overkoepelend over alle entiteiten van de groep. De sterke groei, de meer professionele *governance* structuren met externen en het oog voor familiale *governance*, maken ook dit bedrijf een geschikte gesprekspartner.

Tabel 4: Beschrijving groot bouwbedrijf

FB4	
Eigendom	-2 verschillende families -2 ^e generatie
Management	Familie + externe CEO's + externe managers
<i>Corporate governance</i>	RvB: 2 families + externe CEO van de groep + 2 externe bestuurders
<i>Familiale governance</i>	-Opstartfase <ul style="list-style-type: none"> ▪ Familiecharter opgesteld maar nog niet ondertekend ▪ Familieforum in opstart -Opvolging? 3 ^e generatie één familietak werkzaam

3.3 Selectie van de steekproef en data verzameling

In bijlage 1 kan er in tabel 6 een beeld verkregen worden van de steekproef van dit onderzoek. Bij de bespreking van de resultaten wordt er naar de respondenten verwezen via afkortingen, die tevens terug te vinden zijn in tabel 6.

Naar aanleiding van de communicatie met de CFO van FB1, werden de twee huisbankiers van FB1 geïnterviewd om meer inzicht te krijgen in welke aspecten van een familiebedrijf een rol spelen tijdens het beslissingsproces van een kredietverschaffer. Deze interviews gingen naast FB1, ook over familiebedrijven in het algemeen. Vervolgens werden een adviseur en *wealth manager* van familiebedrijven geïnterviewd, beiden gespecialiseerd in overnamefinancieringen in familiebedrijven. Alle vier de diepte-interviews, met de relatiebeheerders van FB1 (FI1 en FI2), de adviseur (FI3) en *wealth manager* (FI4) van familiebedrijven, hadden tot doel om langs de aanbodzijde van de bankensector meer kennis te vergaren over de financiering van familiebedrijven.

In een onderzoek naar financiering is het uiterst waardevol om cases te analyseren waarin financieringsvraagstukken weldegelijk aanbelangen. De vier familiebedrijven bevinden/bevonden zich namelijk in een groeifase waardoor de afweging tussen verschillende vormen van financiering hoog op de agenda staat/stond bij de familiale eigenaars. Eisenhardt (1989) benoemt een dergelijke context als 'extreme case' waardoor het onderliggende financieringsproces meer zichtbaar wordt.

Met een nationaal economisch landschap dat voor meer dan drie vierde bestaat uit familiebedrijven, is het aannemelijk dat de groep van familiebedrijven niet homogeen kan zijn. Als gevolg van een wijdverspreid aanbod aan definities zijn familiebedrijven met name heterogeen (Chua et al., 1999; Chua, Chrisman, Steier, & Rau, 2012). Om rekening te houden met die heterogeniteit, werden vier familiebedrijven met elk hun specifieke eigenheid bevraagd. FB1 bevindt zich in het familiaal *founder* stadium waarbij opvolgingskwesties nog heel pril zijn. Verder is FB2 een familiebedrijf 2^e generatie met een kleine familieboom waarbij de familiale eigenaars, waaronder ook de 3^e generatie, allen actief zijn. Ook FB4 bevindt zich in de 2^e generatie, maar dit familiebedrijf is 45 jaar jonger dan FB2 waardoor nog niet de hele 3^e generatie actief is. Daarenboven wordt FB4 geleid door twee verschillende families, hetgeen de eigendomsstructuur meer uitgewaaid maakt. Daarnaast is FB3 een 3^e generatie familiebedrijf met een opvallend grote familieboom, hetgeen andere dynamieken en uitdagingen met zich meebrengt. Zo zijn de familiale eigenaars (kinderen van de toenmalige eigenaar) niet actief betrokken bij het operationele van het bedrijf, maar zijn het de echtgenoten die de leiding op zich nemen of een positie innemen in de RvB. De uitdaging bestaat eruit om een stevige brug te bouwen tussen het operationele gebeuren en alle leden van de familie.

Ook via de banken kan de heterogeniteit van familiebedrijven in kaart worden gebracht. In eerste instantie gaven de financiële instellingen aan welke kwalitatieve aspecten van een familiebedrijf in acht worden genomen tijdens de inschatting van het kwalitatieve kredietdossier. Bijkomend, kan er deels via deze banken ook een algemeen beeld geschetst worden over het financieringsgedrag van familiebedrijven, aangezien kredietverschaffers en adviseurs inzichten hebben in de aspecten die mee kunnen spelen tijdens financieringsbeslissingen in het familiebedrijf langs de vraagzijde.

Verder is het belangrijk dat interviews worden afgenomen bij uitéénlopende respondenten zodanig dat er inzichten bekomen worden vanuit verschillende invalshoeken (Kotlar & De Massis, 2014),

hetgeen ook mee de heterogeniteit in kaart brengt. Zodoende werden er ten eerste niet alleen familiebedrijven bevestigd, maar ook deskundigen vanuit de bankensector. Verder werden er binnen FB1 interviews afgenomen bij zowel een familielid (eigenaar en CEO) alsook bij niet-familieleden (CHRO en CFO), en dat wel op verschillende hiërarchische niveaus. Daarnaast werd een familiale eigenaar bevestigd die op een verdere afstand staat van zijn bedrijf en eerder globaal zicht houdt over alle bedrijven van de groep. Tot slot was de keuze voor een schoonzoon (financieel directeur) van de toenmalige eigenaar niet toevallig. Via hem kan een beeld verkregen worden van de afweging tussen enerzijds zuivere familiale voorkeuren van de eigenaarsfamilie en anderzijds de meer rationele financiële denkwijzen.

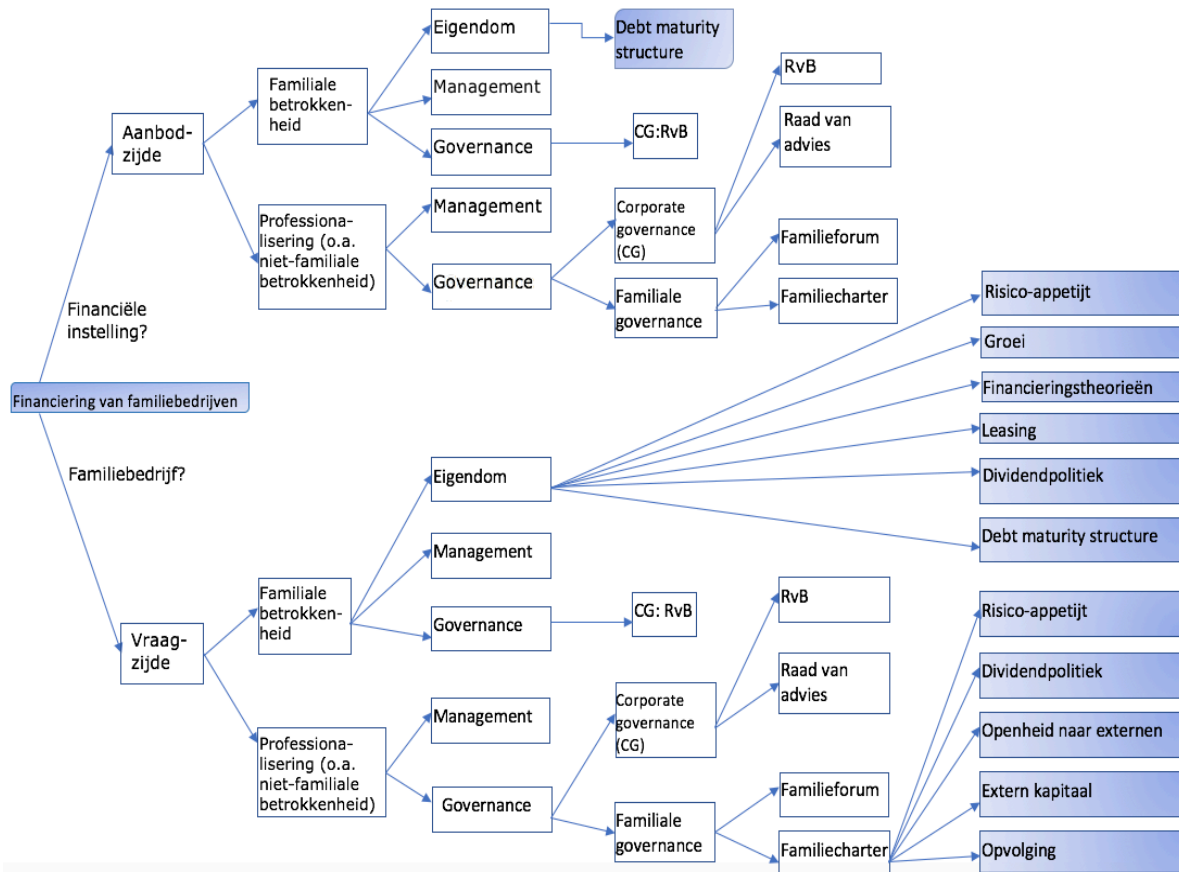
Met een creatieve beschrijving kan dit empirisch onderzoek benoemd worden als bescheiden *multiple casestudy* met alle aanwezige voordelen die gepaard zouden gaan met een *single casestudy*. Een *single casestudy* heeft ongewoonlijke toegang tot het onderzochte bedrijf of tot de onderzochte financiële instelling (De Massis & Kotlar, 2014). Hierdoor kan een bepaald fenomeen rijkelijk beschreven worden (Siggelkow, 2007) waardoor diepgaande en kwaliteitsvolle theorie ontwikkeld kan worden (Dyer & Wilkins, 1991). Gezien de interviewduurtijden en de diepgang tijdens de interviews mag gezegd worden dat dit onderzoek de kwaliteit evenaart van een *single casestudy* onderzoek. Daarenboven overstijgt de kwaliteit van dit onderzoek een *single casestudy* aangezien meer robuuste resultaten voortvloeien uit meer gevarieerd empirisch bewijs (De Massis & Kotlar, 2014). Deze bescheiden *multiple casestudy* kan verschillen en overeenkomsten ontdekken tussen de verschillende cases (Baxter & Jack, 2008; Gustafsson, 2017), aangezien inzichten niet alleen bekomen worden binnen één case maar ook tussen verschillende cases. Zodoende wordt er een sterkere en meer consistente basis gevormd voor theorie opbouw of theorie verklaring (De Massis & Kotlar, 2014). Een bescheiden *multiple casestudy* kan uiteraard niet uitmonden in een generalisatie van de bevindingen, maar de verwerkte karakteristiek van een *single casestudy* zorgt voor gedetailleerd uitgewerkte voorbeelden met een sterke overtuigingskracht (Siggelkow, 2007; Stake, 2000).

3.4 Methode data-analyse

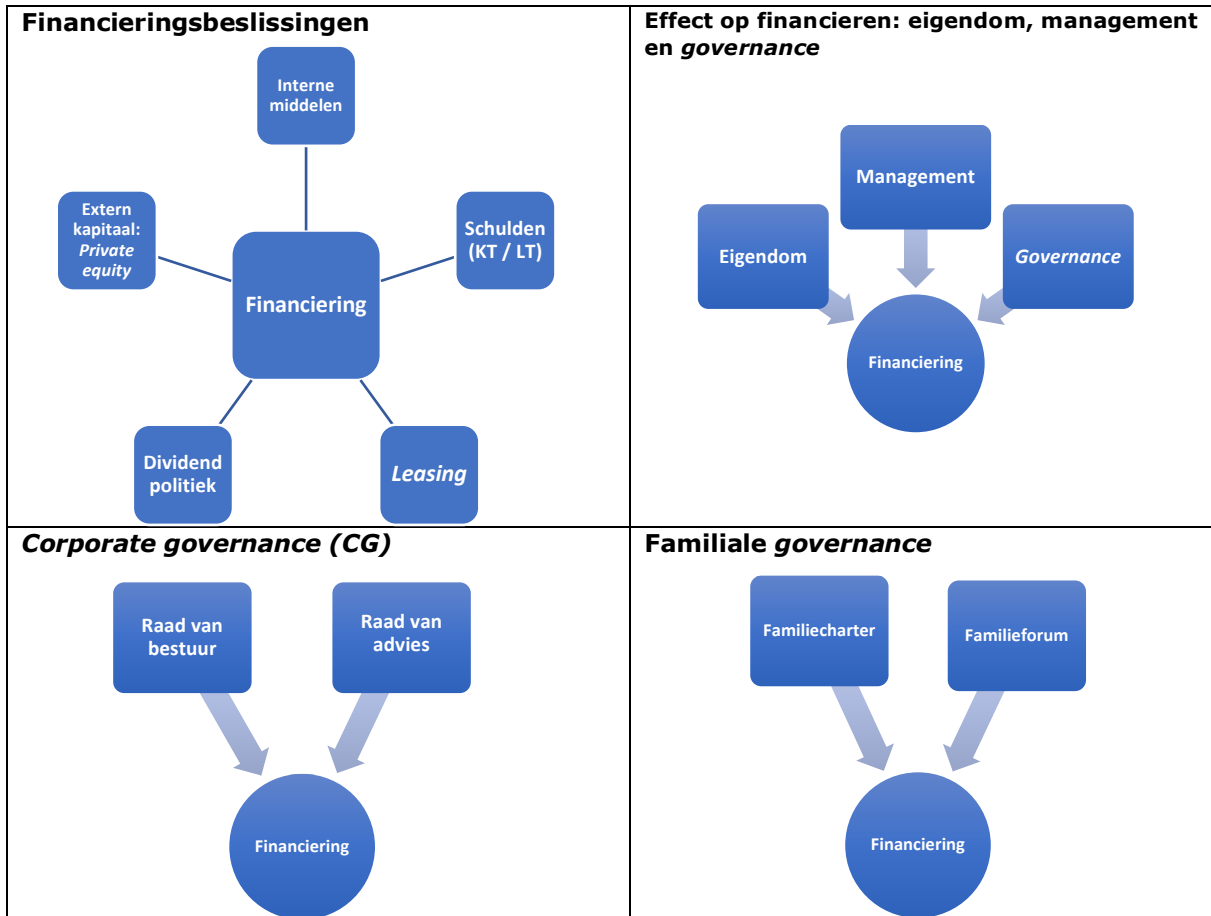
De verzamelde en volledig uitgeschreven kwalitatieve data worden gereduceerd en vervolgens gecategoriseerd via axiale en selectieve codering. Onderstaande codebomen (figuur 1 en figuur 2), met als centraal thema financiering, werden gebruikt om de data te contextualiseren wat betekent dat een overzicht bekomen wordt van de onderlinge linken tussen de verschillende concepten (Calliope, 2015; De Massis, & Kotlar, 2014; Sekaran & Bougie, 2016).

Eerst en vooral vermindert, zoals hierboven besproken, de integratie van verschillende databronnen, ook wel triangulaire data genoemd, persoonlijke interview *bias* en garandeert het *construct* validiteit. Verder worden de data niet alleen *within-case* geanalyseerd, maar ook *cross-case*. Samen met de codeerbomen, die de causale relaties kunnen ontdekken, leidt dit ertoe dat de interne validiteit van het onderzoek gegarandeerd is (Kotlar & De Massis, 2014; Yin, 2003). In totaliteit helpen de gestructureerde onderzoeksprocedures voor de data verzameling en analyse de betrouwbaarheid en validiteit van de aanpak van dit onderzoek te verzekeren (Kotlar & De Massis, 2014).

Figuur 1: conceptueel model



Figuur 2: Codeerbomen



IV. Resultaten en discussie

4.1 De impact van familiale eigendom op financiering

4.1.1 Familiale eigendom en financiering (aanbodzijde)

De hoge betrokkenheid en langetermijnvisie van de familiale eigenaar werden reeds vooropgesteld door bestaande literatuur als belangrijke factoren in bankwezen waarmee een familiebedrijf het vertrouwen kan winnen van de kredietverstrekker (Anderson et al., 2003; González et al., 2013; Keasey et al., 2015; Steijvers & Voordeckers, 2009). Ook andere niet-financiële factoren zoals het oog voor de (sociale) reputatie en het sociaal kapitaal, en de intergenerationele overdracht vallen in de aandacht van de kredietverschaffer. Michiels en Molly (2017) duiden reeds op het belang van SEW factoren tijdens het beslissingsproces van de kredietverstrekkers. De bankiers wijzen erop dat deze typische niet-financiële belangen een voordeel kunnen zijn, zolang ze op een positieve wijze bijdragen aan de werking van het bedrijf en niet enkel in functie staan van de familie zelf. Hierop duidde Basly (2007) reeds; typische familiale doelen kunnen op een bepaald moment overhellen naar hun donkere kant.

"De emotionele betrokkenheid van familiale eigenaars zorgt voor meer zekerheid betreffende de continuïteit, zij zouden nog liever 5 jaar verder zwemmen in troebel water dan dat ze zouden moeten stoppen met het familiebedrijf. Zeker op moeilijke momenten kun je als bankier meer vertrouwen hebben in een familiale eigenaar (FI4)".

"Deze emotionele betrokkenheid van de familiale eigenaar kan ook overhellen in een nadeel, wanneer de eigenaar zo standvastig is dat hij niet openstaat voor verandering en bijgevolg niet meer vooruit geraakt (FI2)".

Observatie_{1a}: Een bank hecht belang aan de betrokkenheid van de familiale eigenaar

De neiging van een familiale eigenaar om niet op te geven vloeit niet enkel voort uit zijn betrokkenheid met het bedrijf, maar ook uit het verlangen om de continuïteit van de organisatie op lange termijn te garanderen (FI4).

Observatie_{1b}: Een bank hecht belang aan de langetermijnvisie van de familiale eigenaar

Dit langetermijndenken impliceert ook vaak dat er oog is voor het sociaal passief. *"Een familiebedrijf zal niet zo snel de stekker uitrekken, ook omdat zij heel bekommerd zijn over de werkgelegenheid die zij bieden voor de vele gezinnen. Een familiebedrijf neemt heel sterk haar verantwoordelijkheid op naar haar mensen toe (FI4)".* Zoals reeds voorspeld door Du et al. (2015) wakkert het oog van de familiale eigenaar voor sociaal kapitaal het vertrouwen van de relatiebeheerders aan. Brick en Palia (2007) verwoordden het zo dat de reputatie van de familiale eigenaar gezien wordt door een bank als bijkomende *intangible* waarborg. *"Een familiale eigenaar hecht typisch belang aan zijn reputatie, als dit op een gezonde wijze bijdraagt aan de werking van het bedrijf, ziet een bankier dit als voordeel waardoor de samenwerking vlotter kan verlopen (FI2)".*

Observatie_{1c}: Een bank vindt het belangrijk dat er oog is voor de (sociale) reputatie en het sociaal kapitaal

Het zal niet onontdekt klinken dat een familiale eigenaar graag een welvarend bedrijf wenst door te geven aan de volgende generatie (Gómez-Mejía et al., 2007). Hoewel dit kan zorgen voor een positieve dynamiek binnen het familiebedrijf (Martin & Gomez-Mejia, 2016), duiden de bankiers erop dat het moment van opvolging een cruciaal kantelpunt kan zijn voor de bank. Op zo een scharniermomenten in familiebedrijven is de bank extra oplettend. Ook wordt er geduid op het probleem van de ongefundeerde voorkeurspolitiek voor eigen kinderen (Ahrens et al., 2015). Voordeckers en Steijvers (2006) voorspelden reeds het negatieve effect van nepotisme op de relatie tussen het familiebedrijf en de kredietverschaffer.

"Een zoon die afstudeert en onmiddellijk een job krijgt in het familiebedrijf, dat wordt helemaal niet als positief ervaren en gaat bovendien ten koste van de sfeer van het familiebedrijf. Vandaar dat ik nu al wil wijzen op het belang van een familiecharter, want vanaf het moment dat een familiale eigenaar subjectief begint te handelen, dan gaan die niet-financiële doelen overhellen in een zeer negatief aspect (FI1)".

Observatie_{1d}: Een bank is alert tijdens een generatiewissel

Hoewel Keasey et al. (2015) stipuleerden dat het risico-averse gegeven van familiebedrijven aanschouwd zou worden als voordeel door de kredietverstrekker, geven de bevroegde banken aan dat dit geen factor is die meespeelt voor hen.

"Op zich hebben wij geen problemen met familiebedrijven die niet risico-avers zijn, want wijzelf als bank zetten toch al sowieso een rem op wat ze mogen (FI1)".

Observatie₂: Risico-aversie speelt niet mee voor een bank

Zwart-wit gesteld is het niet zo dat familiale eigendom als parameter op zich als een voordeel aanschouwd wordt door de kredietverschaffer. Het zijn de verschillende aspecten die voortvloeien uit het zijn van een familiale eigenaar waarvoor een bank oog heeft tijdens gesprekken. Het is zeer *case* specifiek of deze verschillende aspecten positief of negatief bijdragen tot de werking van het familiebedrijf. Het is wel belangrijk om te weten voor het familiebedrijf dat een bank verschillende niet-financiële aspecten (SEW factoren) aftast tijdens vertrouwensgesprekken.

Propositie₁: Een bank hecht belang aan SEW factoren

Propositie₂: Een bank aanschouwt risico-aversie niet als een voordeel

4.1.2 Familiale eigendom en financiering (vraagzijde)

4.1.2.1 Risico-appetijt

Het gegeven dat men niet voluit voor schulden gaat is eerst en vooral het gevolg van de niet-gediversifieerde portefeuille van de eigenaars (Lyagoubi, 2006). FB1, FB2 en FB4 benoemen zichzelf niet als risico-avers, maar ze beredeneren hun risico's wel vanuit een zeer defensief standpunt. Iedere opportuniteit wordt absoluut voorzichtig en weloverwogen bekeken, en eens ze overtuigd zijn van de investering, durven ze ook behoorlijk risico's te nemen. In lijn met de argumenten van Gomez-Mejia et al. (2011) en Lyagoubi (2006) kan ook voor hen gesteld worden dat hun niet-gediversifieerde portefeuille ertoe leidt dat zij zeer bewust omgaan met het gegeven dat veelvuldig schuldgebruik het faillissementsrisico vergroot. Desalniettemin zijn de eigenaars wel zeer ondernemend en proberen zij in te pikken op passerende groeiopportuniteiten, hetgeen met risico en schuldfinanciering gepaard gaat. Zo voorspelden Welsh en Zellweger (2010) en Zahra (2005) reeds dat risico en ondernemerschap niet haaks hoeven te staan op familiale eigendom.

Hoewel er bij FB1, FB2 en FB4 ook familiale drijfveren en sporen van risico-aversie terug te vinden zijn, hebben zij een meer nuchtere houding ten aanzien van financieel risico in vergelijking met FB3: *"Vanuit onze familiecultuur zijn we risico-avers. Wij willen zoveel mogelijk met eigen middelen financieren. Financieel kerngezond zijn is voor ons belangrijk waardoor wij alleen maar investeringen en overnames doen waar we voor de volle 100% achter staan (FB3)".* Voor deze familie speelt er merkbaar meer mee dan enkel en alleen monetaire overwegingen, hetgeen maakt dat zij kwetsbaar zijn voor hoge financiële risico's. Ook al zou een risicovolle strategie kunnen leiden tot meer weelde, dit voordeel weegt voor de familie niet op tegen de mogelijke nadelen gepaarde gaande met financieel risico (Gomez-Mejia et al., 2011; Lyagoubi, 2006; Nagar et al., 2000).

P₃: De niet-gediversifieerde familiale eigendom werkt een voorzichtige houding ten aanzien van financieel risico en schuldfinanciering in de hand

4.1.2.2 Familiale eigendom en groei

Hoewel er voor de vier cases een duidelijke voorkeur voor intern gegenereerde financieringsmiddelen werd bevonden (e.g. Basly, 2007; Poutziouris, 2001), zijn de bevroegde familiebedrijven zich er tevens zeer van bewust dat externe middelen nodig zijn om groei te realiseren.

Een tekort aan interne middelen betekent voor de vier cases dat er in eerste instantie meer schulden worden aangegaan. Dat schulden de voorkeur krijgen als vreemd financieringsmiddel, werd reeds bevonden door Acedo-Ramirez et al. (2017), Ampenberger et al. (2013), Hamilton en Fox (1998), López-Gracia en Sánchez-Andújar (2007) en Michaelas et al. (1999). Dus, hoewel familiebedrijven minder lenen worden tijdens een groeifase de schuld niveaus verhoogd zodanig dat de familiale eigendom niet hoeft te verwateren door extern kapitaal (Acedo-Ramirez et al., 2017; González et al., 2013; Matthews et al., 1994). Wederom gaat het voor de vier cases over een weloverwogen gebruik van schulden. Bijvoorbeeld FB4 verwoordt hun financieringsvisie tijdens een groeifase als volgt:

"Als wij ons zodanig moeten belenen dat het hoge financiële risico's met zich meebrengt, dan zullen wij passen voor de opportuniteit. Wij zijn weldegelijk bereid om extern te financieren met bancaire middelen maar het moet binnen de beheersbare perken blijven (FB4)".

Hoewel de financieringstendensen van de vier cases vloeien in dezelfde stroming, is de voorzichtigheid ten aanzien van schuldfinanciering extremer terug te vinden bij FB3 in vergelijking met de anderen.

P₄: In familiebedrijven is bankfinanciering een populairder extern financieringsmiddel dan extern kapitaal

P₅: Tijdens een groeifase stijgen de schuld niveaus zodat de familiale eigendom niet moet verwateren door een externe kapitaalverschaffer

Niet alleen is FB3 opvallend omzichtig met financieel risico, maar zijn zij ook het meest gevoelig voor de verwatering van de familiale eigendom. Overname opportuniteiten die extern kapitaal zouden vereisen laten zij zonder aarzelen schieten. *"Dat is iets heel psychologisch, het familiaal aandeelhouderschap houdt de band tussen de familie levend (FB3)".* Deze weigerachtige houding ten aanzien van extern kapitaal berust volledig op een emotioneel uitgangspunt (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Vooral deze laatste bevinding staat haaks op de open houding van FB1 en FB2 ten aanzien van extern kapitaal. Hun wens om de familiale controle te behouden is minder uitgesproken en gaat niet ten koste van hun groeistrategie. Wanneer de taille van de groei opportuniteiten zodanig groot wordt dat schuldfinanciering niet meer kan volstaan, kunnen familiale eigenaars die groei nastreven zich openstellen voor een externe kapitaalverschaffer (Henn & Lutz, 2016; Keasey et al., 2015). Bijvoorbeeld FB1 uit het als volgt:

"Wij hebben een buy and build strategie met het oog op expansie. Het kan dus zijn dat wij in de toekomst de keuze moeten maken om een externe kapitaalverschaffer toe te laten, en dan leg je je daarbij neer dat je niet meer 100% van de aandelen kunt bezitten (FB1a)".

In financieringskeuzen zal er een afweging gemaakt worden tussen volgende aspecten: terughoudendheid ten aanzien van schulden, het willen groeien, en indien men ervoor zou openstaan, ook het verlies van controle aan een externe kapitaalverschaffer (González et al., 2013).

Bij FB4 is de wens om de familiale eigendom te beschermen minder uitgesproken dan bij FB3, maar toch geven ook zij aan dat extern kapitaal al echt een hele stap verder is dan bankfinanciering, waardoor de houding van FB4 toch meer gesloten is in vergelijking met FB1 en FB2. Wanneer bancaire middelen niet meer zouden volstaan, zou FB4, in lijn met FB3, eerder geneigd zijn om de groei opportuniteit te laten passeren (Acedo-Ramirez et al., 2017; Koropp et al., 2014; Wu et al., 2007).

P₆: Wanneer bankfinanciering niet meer volstaat, is het afhankelijk van de ingesteldheid van de familiale eigenaars of men openstaat voor extern kapitaal of dat men de opportuniteit laat schieten om de familiale eigendom te beschermen

4.1.2.3 Familiale eigendom en toepassing financieringstheorieën

Hoewel FB2 absoluut geen afkeer heeft voor schulden, gaan zij zeer bewust om met het financieel risico gepaard gaande met schuldgebruik. Zij trachten financiële moeilijkheden te voorkomen en hun familiale controle te behouden: *"Ik wil nooit meer in de situatie komen dat de bank alles in pand heeft, het is echt mijn wens om onze financiële onafhankelijkheid te behouden (FB2)"*. Familiebedrijven zijn zich er zeer van bewust dat financiële moeilijkheden kunnen uitmonden in een faillissement, hetgeen het einde betekent van hun familiale controle (Gallo et al., 2004; López & Sánchez, 2007). Verder neemt een *monitorende* bank het gevoel van financiële zelfstandigheid van de familie deels weg (Ampenberger et al., 2013).

P₇: Familiale eigenaars verlagen de schuldniveaus aangezien schulden ervoor zorgen dat schuldeisers actief het bedrijf *monitoren*, wat een verlies aan controle impliceert

P₈: Familiale eigenaars verlagen de schuldniveaus aangezien schulden het faillissementsrisico verhogen en een faillissement het verlies van de familiale controle betekent

Bij FB3 is het klaarblijkelijk louter de angst voor een faillissement en dus voor het einde van het familiebedrijf, dat aan de grondslag ligt van hun voorzichtige houding ten aanzien van schuldfinanciering (Ampenberger et al., 2013; Gallo et al., 2004; López & Sánchez, 2007). Vooral families die het bedrijf tot in de eeuwigheid willen doorgeven aan de volgende generaties, maken zich overheersend zorgen over het verlies van de familiale controle (Acedo-Ramirez et al., 2017; Chami, 2001; Le Breton-Miller & Miller, 2006). Hoewel González et al. (2013) aangeven dat families een afweging maken tussen twee motiveringen: risico-aversie en de bekommernis om familiale controle te verliezen, geeft FB3 eerder aan dat risico-aversie het logische gevolg is van de angst om het familiebedrijf kwijt te geraken (d.i. het controle argument). Daarom ligt voor FB3 ook risico-aversie aan de basis van hun lagere schuldniveaus: *"Wij zouden veel meer schulden kunnen aangaan om nog sneller te groeien, maar dat zou niet in lijn liggen met de risico-averse voorkeuren van de familiale aandeelhouders, en dat komt echt door hun angst dat er iets zou gebeuren met het bedrijf. Het familiebedrijf moet financieel gezond blijven zodat het kan blijven voortbestaan (FB3)"*.

Ook bij FB4 wordt een combinatie tussen het familiale controle argument en risico-aversie aangetroffen: *"Het gaat over ons eigen familiaal kapitaal, waardoor schulden u kwetsbaar maken. Daarom is het belangrijk om een financieringsbuffer te hebben, wanneer men daarentegen de limieten zit af te tasten wordt het financieel risico veel te groot (FB4)"*.

P₉: De angst voor het verlies van de familiale eigendom (de familiale controle) leidt tot risico-aversie, hetgeen resulteert in lagere schuldniveaus

De financieringsideologie bij FB1 berust zich eerder puur op de aversie voor de kosten van financiële moeilijkheden (Mishra & McConaughy, 1999). Vanuit een defensieve cashflow berekening met de meest conservatieve scenario's bepalen zij een gezonde verhouding tussen free cashflow en hetgeen moet afbetaald worden aan de bank. Zij willen marge: *"Dat is mijn risico-aversie, ik wil voldoende zekerheid dat het krediet terugbetaald kan worden (FB1a)"*. Financieel gezond zijn betekent voor hen dat ze tegenslagen kunnen opvangen en dat bereiken ze door investeringen deels te blijven financieren met eigen middelen en de bankfinanciering dus beperkt te houden (FB1b).

P₁₀: Aversie voor de kosten van financiële moeilijkheden, met name risico-aversie, leidt tot lagere schuldniveaus

Dat familiebedrijven zich berusten op de lange termijn, is absoluut geen nieuwheid. Maar inzichten in de financieringspolitiek van FB1 verhelderen wel de impact van de lange termijn focus van familiebedrijven op financieringsbeslissingen. Zij werken met een matige *leverage* zodanig dat zij op een toekomstig moment zonder problemen schulden kunnen aangaan voor groeiopportuniteiten: *"Wanneer er zich een interessante opportuniteit aanwendt in de toekomst wensen wij ruimte om de nodige stappen te kunnen zetten, dat is niet mogelijk wanneer je alle jaren ervoor al een hoge schuldgraad had (FB1b)."*

Het bovengenoemde effect van de langetermijnvisie op financieringsbeslissingen wordt bevestigd door FI1 voor het merendeel van familiebedrijven. Families wensen opportuniteiten zolang mogelijk te kunnen nemen en dat gaat alleen maar door er risico-avers schulden tegenover te zetten (FI1).

P₁₁: De langetermijnvisie betekent dat familiale eigenaars een buffer willen waardoor zij slechts een beperkte hoeveelheid schulden aangaan

Niettegenstaande het belang van voorgaande redenering, komt de langetermijnvisie bij FB3 op twee andere manieren tot uiting. Eerst en vooral zorgt het doel van de familiale eigenaars om op lange termijn de continuïteit te vrijwaren dat er veel *cash flow* opgespaard wordt in het bedrijf, hetgeen maakt dat er minder schulden nodig zijn ter financiering (Acedo-Ramirez et al., 2017). FB3 bevestigt deze lange termijn redenering waardoor hun behoefte aan financiering al voor een groot stuk kan worden opgevangen door de eigen middelen.

P₁₂: De langetermijnvisie leidt tot opgespaarde eigen middelen waardoor er minder behoefte is aan externe bankfinanciering

Voor de tweede zienswijze moet begrepen worden dat groeien en schulden geen doelen op zich zijn, maar wel het gevolg van een langetermijnbeleid. Er wordt ingespeeld op groeiopportuniteiten, met name overnames die bankfinanciering vereisen, omdat dit de marktpositie versterkt en bijgevolg het voortbestaan van het familiebedrijf op lange termijn kan verzekeren (FB3).

P₁₃: De langetermijnvisie is de *trigger* om schulden aan te gaan ter financiering van groeiopportuniteiten die de continuïteit van het familiebedrijf op lange termijn waarborgen

Verder hechten FB1, FB3 en FB4 veel belang aan hun sociale reputatie en sociaal passief, hetgeen meespeelt wanneer zij bepalen hoeveel financieel risico tolereerbaar is. De families wensen de situatie te omzeilen waarin niet voldaan kan worden aan de terugbetaling van schulden. Financiële problemen kunnen uitmonden in een faillissement, hetgeen het ontslag van trouwe werknemers met zich zal meebrengen (Ampenberger et al., 2013; Hiebl, 2014; Martin & Gomez-Mejia, 2016). Bijvoorbeeld FB1 verwoordt het als volgt: *"Ik zou nooit de groep op het spel zetten om een bepaalde risicovolle, mogelijk zeer winstgevende, investering te doen. Wij hebben een verantwoording naar onze werknemers toe, wat inhoudt dat wij financieel gezond willen zijn zodat al onze mensen hun pensioen in ons bedrijf kunnen vinden. In die zin durf ik mij echt op financieel vlak te beperken (FB1a)."* Gomez-Mejia et al. (2011) gaven in lijn hiermee ook al aan dat negatieve uitkomsten zwaarder doorwegen voor familiale eigenaars dan eventuele voordelen die voortvloeien uit een *high-risk/high-return* strategie.

P₁₄: Het oog voor de sociale reputatie en het sociaal passief leiden tot lagere schuld niveaus

Geresumeerd, spelen SEW drijfveren een rol tijdens financieringsbeslissingen (Landry et al., 2013; Michiels & Molly, 2017). Meer bepaald volgt uit de vier *cases* dat volgende SEW factoren een invloed hebben op de financiering van het familiebedrijf: het behoud van de familiale controle, de familiale overdracht, emotionele gebondenheid, financieel autonoom wensen te zijn, risico-aversie, langetermijndenken, oog voor de sociale reputatie en het sociaal kapitaal. De sterkte van de impact van deze SEW is *case* specifiek; bij FB3 hebben de niet-financiële argumenten een zeer uitgesproken daadkracht tijdens financieringsvraagstukken, terwijl er bij de andere *cases* eerder gesproken kan worden van een gematigde impact.

P₁₅: SEW drijfveren zijn van invloed op financieringsbeslissingen

4.1.2.4 *Leasing* als alternatief voor schuld financiering

Familiale eigenaars hebben de neiging om hun activa aan te kopen, aangezien eigendom hun SEW versterkt. Bijvoorbeeld FB3 citeert het als volgt:

"Wij werken niet met leasing. Alles staat bij ons op de balans, ook de bedrijfswagens. Eigendom is ook rijkdom voor ons (FB3)."

Hoewel FB1, FB2 en FB3 middelgrote en grote familiebedrijven zijn, en het eigendomsmotief bij hen terug te vinden is, geven FI1, FI2 en FI4 aan dat een dergelijk eigendomsmotief alleen voorkomt in de eerder kleine familiale KMO's.

P₁₆: Familiale eigenaars vinden het kopen van activa aantrekkelijker dan *leasing*

Landry et al. (2013) en Miller et al. (2011) geven aan dat familiebedrijven die een groeistrategie volgen en tegelijkertijd hun SEW wensen te beschermen, zullen opteren voor een financieringswijze die het mogelijk maakt om cash binnen de organisatie te houden zodanig dat meer eigen middelen beschikbaar zijn voor een toekomstig project, vandaar hun voorkeur voor *leasing*:

"Door de groei leasen wij af en toe productielijnen. Het is soms gemakkelijker om een leasing te verkrijgen omdat zij niet verlangen dat je daar 50% eigen middelen in steekt. Bij een leasing financiert de leasemaatschappij voor 100%, dat betekent dat ik geen eigen middelen nodig heb voor de lease en die uitgespaarde eigen middelen kan inzetten om de groei te financieren. Wij werken dus soms met leasing omdat ons credit obligo dan niet aangroeit bij de huisbankiers, en als wij dan geld nodig hebben voor een grote overname dan is het gemakkelijker om een lening te verkrijgen (FB1a)".

Het langetermijndenken van een familiale eigenaar kan in bovenstaande *lease* argumenten opnieuw teruggevonden worden. Een familiale eigenaar wilt ruimte voor toekomstige investeringen en die ruimte kan gecreëerd worden door jaar na jaar eigen middelen op te sparen.

P₁₇: Tijdens groei zet de langetermijnvisie familiale eigenaars ertoe aan om via *leasing* hun SEW te beschermen

Ondanks de aangegeven voordelen van *leasing* bij FB1 kunnen hun financieringsvoorkeuren als volgt weergegeven worden: *"Eerst intern gegenereerde middelen, dan leningen bij de huisbankiers, vervolgens leasing, en als laatste extern kapitaal (FB1a)".* Callimaci et al. (2011) bevestigen deze volgorde, rekening houdend met de mogelijkheid tot *leasing* in de *pecking order* theorie.

P₁₈: Voor familiale eigenaars is bankfinanciering een populairder financieringsmiddel dan *leasing*

4.1.2.5 Dividendpolitiek

De vier familiebedrijven volgen een lage dividendpolitiek om de nood aan externe financiering tijdens een groeifase te verminderen (Carney & Gedajlovic, 2002; Poutziouris, 2001; Vandemaele, & Vancauteren, 2015). Verder kon ook de langetermijnvisie teruggevonden worden in de vier *cases*, wat maakt dat de familiale eigenaars wensen te investeren op de lange termijn en zich bijgevolg niet vernauwen tot korte termijn *targets* zoals het uitkeren van dividenden (Lace et al., 2013). Lange termijn investeringen krijgen met name voorrang op dividenden, waarbij enkel dividend wordt uitgekeerd wanneer de lange termijn het toelaat. Bijvoorbeeld FB4 citeert het als volgt:

"In eerste instantie moet het bedrijf veilig gesteld worden, daarom worden de winsten in die mate gereserveerd dat de werking en groei van het bedrijf met zoveel mogelijk eigen middelen kunnen gefinancierd worden. Wanneer de continuïteit van het bedrijf op lange termijn het toelaat, wordt een klein stuk van de winst uitgekeerd (FB4)".

P₁₉: Familiebedrijven voeren een laag dividendbeleid om externe financiering te beperken

P₂₀: Familiebedrijven voeren een laag dividendbeleid omwille van hun langetermijnvisie

4.1.3 *Debt maturity structure*: langlopende vs. kortlopende schulden (aanbodzijde)

Aldus de theorie, zouden kortlopende kredieten informatie-asymmetrie en de daarmee verband houdende *agency* problemen omzeilen (Lyagoubi, 2006). Bijkomend, omwille van het gepercipieerde minder risicovolle karakter van familiebedrijven zouden banken sneller geneigd zijn om langlopende schulden te verstrekken aan familiebedrijven (Crocì et al., 2011).

FI1 geeft aan dat de looptijd van een lening niets te maken heeft met *monitoring*; ook langlopende kredieten worden op korte termijn *gemonitord*. Daarenboven gebeurt de looptijd van de lening volgens het onderliggende actief, aldus de bankiers, waardoor het als bank niet de kwestie is om een voorkeur te hebben voor kortlopende leningen (FI1). Wanneer een bank een langlopend krediet geeft wilt dit zeggen dat er vertrouwen is in de fundamenten van het bedrijf voor lange tijd. Voor een familiebedrijf betekent dit dat familiale *key* momenten sterk in de gaten worden gehouden (FI1).

Geresumeerd, heeft de looptijd van een krediet weinig te maken met *monitoring* en is het bijkomend niet familiebedrijf gerelateerd, maar gewoon het gevolg van bedrijfseconomische logica. Enkel tijdens familiale opvolging verloopt de screeningsprocedure in een familiebedrijf anders dan in een niet-familiebedrijf. Het moment van overdracht is immers een cruciaal omslagpunt voor de bank waardoor getwijfeld kan worden om een langlopend krediet te verstrekken aan het familiebedrijf.

P₂₁: Het verstrekken van een langlopend krediet is niet gerelateerd aan familiale eigendom

P₂₂: Een bank is na de familiale opvolging eerder terughoudend om een langlopend krediet te verstrekken

4.1.4 *Debt maturity structure*: langlopende vs. kortlopende schulden (vraagzijde)

Hoewel vooropgesteld werd in de theorie dat familiebedrijven langlopende schulden zouden verkiezen omdat dit hen meer autonomie (Lyagoubi, 2006), meer controle over mogelijke financiële risico's (Díaz-Díaz et al., 2016) en minder *monitoring* door de bank (Datta et al., 2005) bezorgt, wordt hiervoor geen bevestiging gevonden in de praktijk.

FB1, FB2 en FB4 laten economische logica de looptijd van hun schulden bepalen. Toch gaf FB1 indicatie dat hun leningen kortlopend gefinancierd kunnen worden, zodat de lening zo snel mogelijk terugbetaald is en zij bijgevolg zo snel mogelijk hun financiële onafhankelijkheid terug hebben. Voorts wisten FI1, FI2 en FI4 deze prille bevinding te bevestigen voor een grotere groep van familiebedrijven. FB3 kon dit resultaat verder bekrachtigen:

"Wanneer wij een lening op bv. 7 jaar niet krijgen terugbetaald (en dat is een zeer korte looptijd voor een overname), dan laten wij de overname schieten. Wij kiezen voor het meest voorzichtige rendement, en dat bekomt men door in eerste instantie een beperkte schuldhoeveelheid aan te gaan en die schulden bijkomend ook nog eens zeer snel terug te betalen. Wij willen zo snel mogelijk onze financiële onafhankelijkheid terug hebben en lening vrij zijn (FB3)".

Anders dan bij FB1, waar er ook wel kortlopend gefinancierd kan worden, zijn kortlopende schulden bij FB3 een vereiste opgelegd door de familie. Wanneer het niet haalbaar is om een bepaalde overname te financieren met een kortlopende lening, dan wordt de overname zelfs niet overwogen door de familie. Bij FB3 speelt veeleer de angst voor financieel risico mee; de angst dat financiële moeilijkheden kunnen uitmonden in het verlies van familiale controle (Ampenberger et al., 2013; Gallo et al., 2004; López & Sánchez, 2007;). Dit is een veel dwingender scenario dan bij FB1, waar het eerder gaat over een combinatie tussen langlopende en kortlopende schulden.

P₂₃: Familiale eigenaars hebben geen voorkeur voor langlopende schulden

P₂₄: Familiale eigenaars hebben een voorkeur voor kortlopende schulden

4.2 Management en *governance*

Sinds de banken crisis is men veel sterker gaan focussen op structuren van een organisatie om in te schatten of de continuïteit van de krediet vragende partij gewaarborgd kan blijven. Vanuit bankstandpunt moeten structuren begrepen worden als één van de vele parameters, waarbij momenteel de *financials* parameter nummer één zijn. Maar er is een sterke evolutie naar het kwalitatieve toe, waardoor het allesbehalve een waarheid zou zijn dat een bank louter naar de cijfers zou kijken. Goede structuren zullen voornamelijk meehelpen in geval van twijfel aangezien het vertrouwen geeft aan de kredietverstrekker, aldus de bevroegde bankiers.

4.3 De impact van de managementstructuur op financiering

4.3.1 Managementstructuur en financiering (aanbodzijde)

Aldus de bankiers, is een actief MT dat zich openstelt voor een degelijke mix tussen familie en externen een *must* tijdens de inschatting van het kwalitatief kredietdossier.

FI1, FI2 en FI3 geven aan dat een externe CEO niet meer financieel risico neemt aangezien hij beweegt binnen een keurslijf opgelegd door de familiale bestuurders en tewerk gaat volgens de waarden van de familie. FI4 verklaart daarentegen dat een externe CEO de familiale RvB zal overtuigen om te financieren met meer *leverage*.

- 25a**: Geen consensus over het financieel risicogedrag van een externe CEO
- 25b**: Een externe CEO is doordrongen van dezelfde ideologieën als de familie
- 25c**: De familiale RvB bepaalt het risicobeleid

Er bestaat geen consensus of een externe CEO meer financieel risico zal introduceren, in tegenstelling tot hetgeen Lardon et al. (2017) naar voren brachten. Wat wel duidelijk is, is dat de RvB met familiale aandeelhouders het daadwerkelijke risicobeleid zal bepalen (Lardon et al., 2017; Sundaramurthy & Lewis, 2013), al dan niet overhaald door de ideeën van de externe CEO. Wat nog vaststaat, is dat banken geen voorkeur hebben voor een familiale of externe CEO, hetgeen al zeker niet betekent dat een externe CEO minder toegang zou krijgen tot bankfinanciering, zoals wel vooropgesteld werd door Lardon et al. (2017).

P25: Bij het inschatten van de terugbetalingscapaciteit heeft een bank niet meer of minder vertrouwen in een familiale of externe CEO

In lijn met de argumenten van Steijvers en Niskanen (2013) zijn banken het er wel over eens dat een externe CEO symbool staat voor professionalisering. Niet alleen tilt dit het familiebedrijf naar een hoger niveau van financiële rapportering (Dekker et al., 2013; Dekker et al., 2015; Flamholtz & Randle, 2007; Songini, 2006), maar zorgt het ook voor een meer autonoom MT (Bakalis et al., 2007; Chua et al., 2009; Flamholtz & Randle, 2007; Raes et al., 2011; Stewart & Hitt, 2012). Dit laatste houdt in dat er een *back-up* team voorhanden is, zo niet, gaan er voor een bankier alarmsignalen aan aangezien een eigenaar-CEO die te *key* is aanschouwd wordt als zeer negatief. De voorgenoemde dimensies van professionalisering geven een bank vertrouwen (Wang, 2012), waardoor een externe CEO wel op indirecte wijze zou kunnen zorgen voor een betere verstandhouding tussen het familiebedrijf en de kredietverstrekker, aldus de bevroegde bankiers.

P26: Een externe CEO wordt op indirecte wijze via zijn professionaliseringsvaardigheden als voordeel aanschouwd door een kredietverstrekker

4.3.2 Managementstructuur en financiering (vraagzijde)

In lijn met de theorie van González et al. (2013) die stelt dat schuld niveaus voornamelijk lager komen te liggen wanneer de familie betrokken is binnen het management, geven FB1 en FB3 aan dat familiale eigenaars die ook werkzaam zijn in het directiecomité de groei kunnen beperken omdat zij hun risico-aversie vanuit het eigendom meenemen naar het managementgebeuren. Vooral een familiale CEO laat zich leiden door aversie om de controle te verliezen (ingeval van een faillissement of door een *monitorende* bank) of door aversie voor het financiële risico gepaard gaande met schulden (Vandemaele & Vancauteran, 2015). Omdat het ondernemerschap in familiebedrijven wordt belemmerd wanneer familiale managers risicovolle activiteiten vermijden uit angst voor een financieel verlies (Naldi et al., 2007; Sharma, Chrisman, & Chua, 1997), is het cruciaal dat een familiale CEO zijn autoriteit kan decentraliseren: "*Vaak worden financieringsbeslissingen te veel genomen als aandeelhouder en houden wij te weinig rekening met de inbreng van andere managementleden. Mijn finance cel is momenteel weinig autonoom, omdat ze weten dat de eigenaar-managers toch de beslissingen doordrukken (FB1a)*".

P27: Familiale betrokkenheid in het management leidt tot lagere schuld niveaus

Naar financieringsbeslissingen toe, is het belangrijk om te weten of een meer autonoom MT ertoe leidt dat er andere financieringskeuzen gemaakt worden in vergelijking met hetgeen er besloten zou worden door de eigenaar-managers zonder input van de anderen. Eerst en vooral duiden FB1 en FB3 op het verschil tussen interne niet-familieleden en externe niet-familieleden. Het financieringsgedrag van echte externen is veel moeilijker te voorspellen, in lijn met Cruz et al. (2010), terwijl op internen, ook al zijn dit geen familieleden, heb je veel meer vat. Volgende citering maakt de invloed op het financieringsbeleid duidelijk:

"Mijn finance department zou geen andere financieringsbeslissingen maken dan ikzelf. Wij zijn allemaal aan de voorzichtige kant, zowel ik, mijn financiële man en mijn finance cel. Wij hebben die mensen zo gekneed dat zij behoorlijk behoudsgezind zijn (FB1a)".

O28: Het managementteam is doordrongen van dezelfde financieringsideologie als de familie

Gegeven dat de *finance cel* werkt volgens dezelfde financieringsvisie als de eigenaar-CEO, is het niet zo dat er een verschil ontstaat in financieringskeuzen door het al dan niet autonoom zijn van de *finance cel*.

P28: De impact van familiale managers op financieringsbeslissingen wordt niet gemodereerd door een autonoom managementteam

Lyagoubi (2006) bracht naar voren dat familiebedrijven waarin externe managers te werk gesteld worden er niet hetzelfde financieel gedrag op na houden als familiebedrijven met familiale managers. Amore et al. (2011) vullen hierop aan en beargumenteren dat niet-familiale CEO's het gebruik van schulden stimuleren. Op basis van FB2, FB3 en FB4 kunnen de bevindingen van voorgenoemde onderzoekers niet bevestigd worden.

Deze bedrijven geven aan dat externe managers, waaronder een externe CEO, wel een andere perceptie rondom risico kunnen hebben dan de familie en dat deze managers via hun ervaring en kunde de stimulans geven om steeds verder te evolueren en verder te groeien. Het kan dan ook zijn dat deze managers persoonlijk andere financieringsvoorkeuren hebben dan de familie, maar dat betekent niet automatisch dat de externe managers andere financieringsbeslissingen zouden introduceren dan de familie. Deze bevinding volgt uit het gegeven dat externe managers of externe CEO's zodanig gescreend worden door de familie dat het quasi onmogelijk is dat er een risicovol persoon wordt binnengehaald in het familiebedrijf. Wanneer bijgevolg zou toch blijken dat de externen zich niet kunnen aansluiten bij de eerder risico-averse financieringsideologieën van de familie, dan wordt de samenwerking stopgezet. Bijvoorbeeld FB4 omschrijft het als volgt:

"Familiale eigenaar-managers zijn wel voorzichtiger tijdens financieringsbeslissingen, maar dat betekent helemaal niet dat de financieringsideeën van de familiale managers en de externe CEO niet op één lijn zouden liggen. De externe CEO is doordrongen van de waarden in het bedrijf waardoor zijn beslissingen normaliter niet zullen afwijken van hetgeen de familie zou beslissen (FB4)".

O29a: Externe managers sluiten zich aan bij de familiale waarden

FB1 sluit zich eerder aan bij het standpunt van Lardon et al. (2017) die beargumenteren dat een externe CEO meer risico wenst te nemen. Maar dit betekent niet altijd dat een externe CEO daadwerkelijk zal leiden tot meer schuldgebruik, hetgeen Amore et al. (2011) daarentegen wel verwachtten. Wanneer er gewerkt wordt met een extern management en/of externe CEO, dan heeft de familiale RvB een doorslaggevende rol, hetgeen ook bevestigd wordt door de drie andere cases.

"De externe CEO kan dan wel visies hebben en die verdedigen tijdens de RvB, maar wanneer de board een bepaalde financieringspolitiek heeft en beslist dat het risico te groot is, dan zal die externe CEO zich toch moeten houden aan de beslissing van de board (FB1a)".

Fama & Jensen wisten in 1983 al te vertellen dat een RvB een cruciaal *monitoring* instrument. Familiale eigenaren zetten met name een rem op de risico's van een externe CEO via hun gezag vanuit de RvB (Lardon et al., 2017; Sundaramurthy & Lewis, 2013).

- O_{29b}**: Externe managers (of externe CEO) worden gecontroleerd door de familiale RvB
- O_{29c}**: De familiale RvB bepaalt het risicobeleid

P₂₉: Externe managers (waaronder de externe CEO) leiden niet tot andere financieringsbeslissingen

De vier *cases* vullen het onderzoek van Lardon et al. (2017) aan aangezien dit onderzoek als limitatie aangaf dat zij aan de hand van hun kwantitatief onderzoek niet konden inschatten in welke mate het financieringsbeleid gezet wordt door de externe CEO of door de RvB waarin de familiale aandeelhouders zetelen. Als suggestie voor toekomstig onderzoek gaven zij aan dat *casestudy* onderzoek meer te weten kan komen over de interactie tussen de externe CEO en de familiale RvB. Uit de onderzochte *cases* blijkt duidelijk dat de familiale RvB het financieringsbeleid zal opleggen en dat te hoge financiële risico's, voorgesteld door de externe CEO, tenietgedaan worden.

Natuurlijk kan de familie er evenzeer voor openstaan dat externe managers het bedrijf sneller willen laten groeien, aldus FB1. Experts van buitenaf kunnen de familiale managers bijstaan op vlak van financieringsmogelijkheden. Op deze manier kan de familie geconfronteerd worden met andere invalshoeken op vlak van financiering, waarbij dit zal neigen naar meer bankfinanciering of extern kapitaal (Casillas et al., 2011; González et al., 2013).

P₃₀: Wanneer de familie overtuigd geraakt van alternatieve financieringsideeën, leiden externe managers (waaronder de externe CEO) tot meer schuldfinanciering of extern kapitaal

4.4 De impact van *corporate governance* mechanismen op financiering

4.4.1 De impact van de RvB op financiering (aanbodzijde)

In lijn met Gomez-Mejia et al. (2011) en Kammerlander en Ganter (2015) wordt aangegeven dat een RvB bestaande uit familieleden wel eens kan overkomen als pure formaliteit en passief, hetgeen voorkomen kan worden door externe bestuurders met een kritische invalshoek. Niettegenstaande dat een familiale RvB kritisch zou kunnen zijn, zullen externen een extra dimensie geven wanneer er uit een confrontatie van uiteenlopende voorkeuren iets gefundeerd kan groeien (FI1 en FI4).

O_{31a}: Externe bestuurders zorgen voor een kritische klankbord functie

Externe bestuurders hebben met hun objectieve kijk maar één doel voor ogen; de continuïteit van de vennootschap en niet het welzijn van de aandeelhouders (FI3). Vandaar dat zij de rol op zich nemen om de bank op te hoogte te brengen van problemen in het bedrijf om samen tot een oplossing te komen (FI2).

O_{31b}: Externe bestuurders stellen problemen open naar de buitenwereld

In lijn met Anderson et al. (2004) en Bhojraj en Sengupta (2003), zorgen externe bestuurders voor de *trigger* dat er betere financiële documenten worden afgeleverd aan de bank (FI4).

O_{31c}: Externe bestuurders zorgen voor een hoger niveau van financiële rapportering

Zoals onderzoeker Voordeckers reeds concludeerde in zijn interview in Familielaan16 (VKW Limburg, 2017a), geven de bankiers aan dat een RvB met externe expertise absoluut gezond is voor een familiale ondernemer. "*Wanneer wij geen vertrouwen meer hebben in de familiale aandeelhouders, maar er komt dan wel een externe bestuurder in het spel, dan willen wij als bank toch nog meedoen (FI2)*".

P₃₁: Een bank hecht in het kwalitatief deel van de kredietaanvraag belang aan een gezonde mix tussen familie en externe bestuurders

4.4.2 De impact van de RvB op financiering (vraagzijde)

Zoals reeds aangehaald, is de familiale RvB een controle versterkend orgaan om vat te houden op de gedragingen van een extern management (Lardon et al., 2017; Sundaramurthy & Lewis, 2013). Volledig analoog aan het controle idee van Kammerlander et al. (2015), zouden FB1 en FB3 vanuit de RvB limieten opleggen tot waar de beslissingsbevoegdheid van de externe CEO reikt, zodat hoge financiële risico's of m.a.w. veel bankfinanciering voorkomen worden. De bankiers bevestigen voor een grotere groep van familiebedrijven dat het risico voor de familie sterk wordt ingeperkt via ingestelde limieten voor de externen in het management.

O_{32a}: De familiale RvB stelt financieringslimieten in voor het externe management (of de externe CEO)

De reden waarom familiale controle vanuit de RvB zo belangrijk is volgt uit het idee dat de familiale aandeelhouders een manier zoeken om hun SEW te vrijwaren (Gomez-Mejia et al., 2011). *"Als familiale eigenaar in de RvB, neemt die behoudsgezindheid de bovenhand, wat voor mij een vorm van risico-aversie is. Ik stel mij defensief op binnen de RvB omdat ik het uitermate belangrijk vind dat de schuldlasten draagbaar blijven (FB1a)"*. Deze constatering ligt in lijn met de studies van González et al. (2013) en Anderson en Reeb (2004) die aangaven dat schuld niveaus lager komen te liggen wanneer de families sterk betrokken zijn in de RvB zodanig dat de SEW van de familie beschermd wordt.

O_{32b}: Familiale eigenaars beschermen hun SEW via de RvB

P₃₂: Familiale betrokkenheid in de RvB leidt tot lagere schuld niveaus

Zoals voorspeld door González et al. (2013) is de disciplinerende werking van schulden niet relevant voor de vier onderzochte familiebedrijven. Er worden met name specifieke controlemechanismen ingevoerd vanuit de familiale RvB, ook wel gekend als het substitutie effect tussen directe familiale controle en indirecte controle van de schuldeisers (González et al., 2013).

P₃₃: De disciplinerende werking van schulden is niet relevant voor familiebedrijven

Nog veel opvallender dan bij FB1, stelt FB3 zich risico-avers op tijdens de RvB. De familiale bestuurders schuiven financiële zekerheid naar voren als voornaamste doel, en dat komt met momenten haaks te staan op groeien en externe financiering. Families waarbij SEW een grote rol speelt, kijken op een andere manier naar risico waardoor zij de financiële kosten van schulden als te hoog percipiëren (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2011). Voortbouwend hierop, baseren familiale bestuurders hun financiële beslissingen eerder op hoe deze beslissingen invloed zullen hebben op familiale controle dan op een inschatting van complexe financiële berekeningen (Crocì et al., 2011).

Voor een dergelijke familiale RvB waarin SEW beweegredenen domineren is het gezond om open te staan voor externe bestuurders. Externe bestuurders staan o.a. gekend voor hun professionele expertise en objectiviteit, en voor het bekomen van een goede balans tussen de familie en het bedrijf (Arosa et al., 2010; Bammens et al., 2010; Huse, 2005). Zij kunnen familieleden overtuigen om te gaan voor meer risicovolle investeringen, gepaard gaande met schuld financiering (Casillas et al., 2011; González et al., 2013; Setia-Atmaja, 2010):

"Externe bestuurders worden ingeschakeld om het investeringsdossier bij de familiale aandeelhouders te verdedigen. Het emotionele wordt weggenomen bij de familie wanneer objectieve externen aan hen bevestigen dat het investeringsvoorstel gezond is voor het bedrijf. De externe bestuurders kunnen dus de niet-actieve familiale aandeelhouders overtuigen van bepaalde overnames waarvoor bankfinanciering nodig is (FB3)".

In vergelijking met FB3, zijn bij FB4 bovenstaande SEW argumenten minder uitgesproken, waardoor het veeleer puur de alternatieve zienswijzen van de externe bestuurders zijn die de *trigger* vormen voor meer externe financiering (Casillas et al., 2011; González et al., 2013; Setia-Atmaja, 2010):

"Eén van onze externe bestuurders durft extremer te financieren met schulden in vergelijking met hetgeen de familiale waarden voorstellen. Het opent uw ogen als familiale eigenaar (FB4)".

P34: Externe bestuurders leiden tot een meer gewaagde financieringsdimensie waaronder meer schuldfinanciering

4.4.3 De impact van de raad van advies op financiering (aanbodzijde)

FI1 en FI2 duiden op het belang van een raad van advies in het kwalitatief deel van het kredietdossier. Een familiale eigenaar met adviseurs zal continue *gechallenged* worden door hun inzichten en een kritisch klankbord voorhanden hebben. In lijn met Adendorff et al. (2005) wijst FI3 er bijkomend op dat adviseurs helpen om persoonlijke en zakelijke doelstellingen te scheiden zodat emotioneel beladen kwesties vermeden worden.

P35: Een raad van advies is een positief gegeven tijdens de inschatting van de kredietwaardigheid van een familiebedrijf

Doorgaans is een raad van advies werkzaam op strategisch niveau en ligt het aspect van financieren grotendeels in handen van de RvB of CFO. Die CFO's zijn vaak heel nauw verbonden met de familie waardoor ze op cruciale momenten niet nuchter genoeg zijn. Omwille van die vooringenomenheid van de CFO staat FI3 er heel positief tegenover wanneer de adviseurs ook aansturen op vlak van financieringsmogelijkheden. Ook FI4 geeft aan dat het waardevol is wanneer een onafhankelijke partij advies geeft over financieringsmogelijkheden bij gewichtige strategische beslissingen.

P36: Adviseurs, die belangrijke financieringsbeslissingen bijstaan, vormen een positief gegeven tijdens de inschatting van de kredietwaardigheid

4.4.4 De impact van de raad van advies op financiering (vraagzijde)

Hoewel de adviseurs van FB1 de familiale voorkeuren respecteren (Strike, 2012), durven zij wel alternatieve financieringswijzen bespreekbaar te maken in die zin dat zij de familiale eigenaars financieel *out of the box* laten redeneren om verder te kunnen expanderen.

"Mijn eigen behoudsgezinde financieringsmindset wordt uiteraard beïnvloed door de adviseurs. Ik overweeg om met grotere prooien business te doen omdat de externen mij sterk benadrukken dat dat goed kan lukken met alternatieve financieringsvormen: een combinatie van meer bankfinanciering en extern kapitaal (FB1a)."

P37: Externe adviseurs introduceren meer bankfinanciering of extern kapitaal

4.5 De impact van familiale *governance* mechanismen op financiering

4.5.1 De impact van het familieforum op financiering (aanbodzijde)

Het familieforum beoogt om de niet-actieve familiale aandeelhouders of familieleden te betrekken bij de huidige bedrijfsvoering (Davis & Herrera, 1998). Specifiek, stelt zich de vraag in deze studie of banken meer vertrouwen hebben in familiebedrijven waarbij de volgende generatie vanaf 18-jarige leeftijd al notie kreeg over algehele bedrijfskwesties in het familiebedrijf. Deze betrokkenheid van de opvolgers kan gaan van informatie over de kernwaarden, visie, strategie en kerncijfers tot meer finesse over de risico-appetijt en financieringsideologie van de huidige aandeelhouders.

De bankiers duiden op het belang van de responsabilisering van de volgende generatie via een familieforum. Bijvoorbeeld FI1 verwoordt het als volgt: *"Als bank raden wij een familieforum niet alleen aan, maar vinden wij het uiterst noodzakelijk omdat het de taak van de huidige aandeelhouders is om de volgende generatie actief te betrekken bij de belangrijkste waarden van het bedrijf (FI1)".*

P38: Een bank vindt het belangrijk om de volgende generatie te betrekken bij de kernwaarden via het familieforum

Verder kwam deze studie te weten of bankiers het van belang vinden dat de volgende generatie via het familieforum reeds betrokken geraakt bij de huidige risico-appetijt en financieringsideologie.

Voor FI2 is het een absoluut positief gegeven wanneer de volgende generatie actief betrokken geraakt bij het financiële domein. Ook FI4 vindt het gepast dat de volgende generatie kennis krijgt van de risico-appetijt en financieringsideologie: *"Het belangrijkste aan het familieforum is de financiële opvoeding van de volgende generatie, de financiële ongeletterdheid van de opvolgers kan best zo snel mogelijk weggewerkt worden (FI4)"*.

P39: Een bank vindt het belangrijk om de volgende generatie te betrekken bij de huidige risico-appetijt en financieringsideologie via het familieforum

4.5.2 De impact van het familieforum op financiering (vraagzijde)

Voor FB1 en FB4 is het steekhoudend dat tijdens het familieforum, waarin ook de volgende generatie zetelt (Berent-Braun & Uhlaner, 2012), de risico-appetijt en financieringsideologie van de huidige aandeelhouders gecommuniceerd worden. Verder verduidelijken zij dat de opvolgers doordrongen zullen geraken van het huidige financieringsbeleid waardoor zij in de toekomst ook volgens de uitgelegde ideeën financieringsbeslissingen zullen maken. Zij verwachten de link tussen het familieforum en financieringsbeslissingen te kunnen bevestigen, hoewel FB4 wel duidt op de modererende impact van de opleiding en externe ervaring van de kinderen.

"De bespreking van de financieringspolitiek tijdens het familieforum zorgt ervoor dat de kinderen onze huidige aanpak kennen en bijgevolg volgens deze voorkeuren blijven verder werken in de toekomst. Het lijkt me vrij logisch dat de kinderen de waarden van het familiebedrijf, waarin zij mogen komen werken, respecteren (FB1a)".

Om meer slagkracht te geven, werd ook gepeild naar de visies en ervaringen van de bankiers omtrent de mogelijke link tussen het familieforum en financieringsbeslissingen.

In de beginfase zal de volgende generatie te werk gaan volgens de financieringsstrategie die werd bijgebracht tijdens het familieforum, maar geleidelijk aan zullen zij hun eigen visies introduceren in het bedrijf. Vanuit hun opleiding en contacten met andere ondernemers nemen ze dikwijls minder conservatieve standpunten in dan hun ouders (FI2x),(FI3x). Kinderen met een economische opleiding, zullen dynamischer en ook risicovoller omgaan met de financieringspolitiek uit het verleden. Kinderen zonder deze economische achtergrond volgen meestal de strategie vanuit het verleden, ingegeven door de familiale eigenaars via het familieforum (FI3x).

O40a: De relatie tussen het familieforum en financieringsbeslissingen wordt gemodereerd door de opleiding en externe ervaring van de opvolgers

De volgende generatie houdt er gedeeltelijk een andere financieringsvisie op na omdat het bedrijf moet mee evolueren met de wijzigende realiteit (FI2x),(FI4x). Aangetrokken door groeiopportuniteiten, zullen zij opzoek gaan naar alternatieve financieringswijzen of andere verhoudingen in de financieringswijzen van het verleden (FI3x).

O40b: De relatie tussen het familieforum en financieringsbeslissingen wordt gemodereerd door de levenscyclus

Verder wijst FI1 erop dat het feit of opvolgers de financieringsvoorkeur van hun ouders later volgen of niet eerder afhankelijk is van de bedrijfscultuur die via het familieforum wordt doorgegeven aan de opvolgers (FI1x).

O40c: De relatie tussen het familieforum en financieringsbeslissingen wordt gemedieerd door de cultuur van het familiebedrijf

P40: Opvolgers die via het familieforum betrokken werden bij de risico-appetijt en financieringsideologie zullen in hun toekomstig beleid dezelfde financieringsvoorkeuren hanteren

4.5.3 De impact van het familiecharter op financiering (aanbodzijde)

Wanneer een familiebedrijf voor een generatiewissel staat, kan de bank via het familiecharter meer inzicht krijgen in de familiale situatie met als gevolg dat de bank meer voeling krijgt met de toekomst van het bedrijf. De bank speelt een rol tijdens de intergenerationele overdracht wanneer de kinderen de overname zelf moeten financieren met een banklening. Op zo een scharniermomenten kan een bankier enkel meegaan in het financieringsverhaal wanneer er vertrouwen is in deze volgende generatie, en via het familiecharter kan een bankier meer vertrouwen krijgen in de continuïteit van de toekomstige organisatie in handen van de opvolgers (FI3).

De vraag stelt zich bijgevolg hoe het familiecharter ertoe kan leiden dat een bank meer vertrouwen krijgt in de opvolging. Uit de bevindingen blijkt dat banken het cruciaal vinden dat er voorwaarden en normen werden opgelegd aan de kinderen die de toekomst van het bedrijf vertegenwoordigen. Zo kan de bank er al meer vanuit gaan dat de opvolgers over de nodige competenties beschikken om de continuïteit van het familiebedrijf te vrijwaren. Ook zijn banken zich ervan bewust dat het niet ten goede komt van de sfeer in het bedrijf wanneer de volgende generatie zonder enige vereiste betreffende hun kwaliteiten onmiddellijk hoge functies krijgt, hetgeen reeds aangegeven werd door De Carvalho Zinga et al. (2013), Kidwell et al. (2012) en Voordeckers en Steijvers (2006). Verder kan een familiecharter conflicten en discussies omtrent de gestelde vereisten voor de opvolgers, hun functie en remuneratie vermijden, hetgeen transparantie en vertrouwen creëert.

"Als bank hebben wij schrik voor de volgende generatie, voor ons is dat een echt kantelpunt want het wordt onzeker of we nog vertrouwen kunnen hebben. Het is absoluut nodig dat de kinderen eerst elders hebben gewerkt, waar ze hun horizon hebben opengegoid en waarna ze zelf ook echt kiezen om te werken in het familiebedrijf (FI1)".

O_{41a}: Een bank krijgt via het familiecharter meer vertrouwen in de continuïteit van de toekomstige organisatie geleid door de opvolgers

Verder is het belangrijk dat er aandacht is voor de dividendpolitiek in het familiecharter, aldus de bankiers. FI3 verwoordt het bijvoorbeeld als volgt: *"Als er bankfinanciering wordt gevraagd, tezamen met een zeer royaal dividendbeleid, dan vragen wij als bank eerst aan de eigenaar wat hij zelf bereid is om terug in de vennootschap te steken (FI3)".*

O_{41b}: Een bank vindt het belangrijk dat er via het familiecharter een gezond dividendbeleid wordt uitgestippeld

P₄₁: Een bank hecht belang aan het bestaan van een familiecharter

4.5.4 De impact van het familiecharter op financiering (vraagzijde)

De link tussen het familiecharter en financieringsbeslissingen werd onderzocht aan de hand van de vijf onderstaande thema's die mogelijk aan bod komen in het charter en bijgevolg ook in relatie staan met financieringsbeslissingen. Het familiecharter kan namelijk indirect in link staan met het financieringsbeleid via de thema's die hieronder besproken worden.

4.5.4.1 Risico-appetijt

De risico-appetijt van de familiale eigenaars kan aan bod komen in het familiecharter, zodanig dat een risicobeleid kan uitgewerkt worden dat rekening houdt met de perceptie van de familie omtrent risico. Deze familiale voorkeur zal bijgevolg doorsijpelen in financieringsbeslissingen waarbij het de bedoeling is dat ook kinderen of externen volgens diezelfde risico ideologie financieringskeuzen maken.

FB2 bevestigt dat de familie er een andere risico perceptie op nahoudt dan externen (Gomez-Mejia et al., 2011; Nagar et al., 2000), waardoor het uitermate nuttig is om tijdens de totstandkoming van het familiecharter aandacht te besteden aan de risico perceptie van de familie. Ook voor de andere cases kan de risico-appetijt van de familie neergeschreven worden in het familiecharter. Als familiale

eigenaar heerst er enige vorm van risico-aversie (Nagar et al., 2000), hetgeen wordt neergeschreven in het charter en waardoor de financieringspolitiek bijgevolg in lijn zal liggen met deze familiale eis. Bijvoorbeeld FB3 uit het als volgt:

"Financiële zekerheid en voorzichtigheid zijn voor de familie zeer belangrijk, in ons charter benoemen we onszelf ook als risico-avers. De normen en waarden van de familie leven doorheen het hele bedrijf. Externe managers die meehelpen aan de uitwerking van financieringsplannen weten heel goed dat zij onze normen en waarden moeten respecteren, zij zijn daar dan ook volledig van doordrongen (FB3)".

P₄₂: De neergeschreven risico-appetijt van de familie in het charter leidt tot een financieringspolitiek in lijn met de familiale ideologieën

4.5.4.2 Dividendpolitiek

Michiels et al. (2015) bekwamen reeds dat een familiecharter een gezamenlijke visie kan creëren waarbij zowel de noden van de actieve alsook van de passieve aandeelhouders aan bod komen. Er wordt gezocht naar een evenwichtige balans tussen herinvesteringsbeslissingen en liquiditeitsnoden (Poza, 2009). Zodoende zal de ideaalvisie luiden om enkel dividenden uit te keren in een context waarin zich weinig groeiopportuniteiten aanbieden. FB2, FB3 en FB4 bevestigen dat het familiecharter als *tool* kan dienen om de dividendpolitiek bespreekbaar te maken en eventueel aan te passen naar gelang de noden van het bedrijf en van de familie. Voor FB1 kan dit niet zo gesteld worden omdat zij meer standvastig zijn betreffende hun dividendpolitiek om geen dividenden uit te keren aangezien de groei en uitbouw van hun organisatie volledig prioritair zijn en domineren. Bijvoorbeeld FB2 uit het zo:

"Er moet een dividendpolitiek zijn om de betrokkenheid te verhogen van alle partijen in het aandeelhouderschap. Enerzijds mogen dividenden het bedrijf zeker niet leegzuigen, je moet het bedrijf genoeg slagkracht laten houden. Anderzijds moet ook niet alles opgepot zitten in het bedrijf. Wanneer de organisatie voor een moeilijke periode staat, dan zorgt het charter ervoor dat er consensus kan bereikt worden (FB2)."

P₄₃: Het charter maakt een dividendbeleid bespreekbaar dat rekening houdt met het bedrijf en met de familie

4.5.4.3 Openheid naar externe managers, bestuurders en adviseurs

Families kunnen externe specialisten al eens bezien als bedreiging voor het financiële en sociale welzijn van de toekomstige generatie (Schulze et al., 2002). Hieruit volgt dat het openstellen van het familiebedrijf aan externe managers, bestuurders of adviseurs geen pure rationale beslissing is, maar ook de familie zelf betreft. Hoewel de onwilligheid van families ten aanzien van meer professionelen (Gomez-Mejia et al., 2011) verwoord kan worden in het familiecharter zodanig dat er gehoor is voor deze familiale voorkeuren, bewijzen FB1, FB2 en FB4 net het tegendeel. Zij wensen in het charter neer te schrijven dat de vernieuwde visies van externen gezond zijn voor het bedrijf, zodanig dat de toekomstige generaties ook de stimulans hebben om hun bedrijf te *challengen* met de alternatieve zienswijzen van specialisten. Verder resumeert FB1 hoe deze openheid ten aanzien van externen een impact heeft op financieringskeuzen:

"Vandaag denken we vanuit ons klassiek financieringssysteem, op basis van hetgeen we zelf kennen. Externen brengen ons een 'other way of thinking' bij om projecten gefinancierd te krijgen (FB1a)".

Voor FB3 kan de link tussen het charter en financieringsbeslissingen, via hun visie omtrent externen, niet bevestigd worden aangezien dit thema geen deel uitmaakt van hun charter.

P₄₄: De open houding van de familie ten aanzien van externen, zoals overeengekomen in het charter, leidt tot een bredere kijk op vlak van financieringsmogelijkheden

4.5.4.4 Verwatering familiaal eigendom

Ook de beslissing van de familiale eigenaars om samen te werken met een externe kapitaalverschaffer betreft niet alleen het bedrijf, maar ook de familie zelf. Hoewel financieringsbeslissingen in eerste instantie niet thuishoren binnen een charter, ligt het voor extern kapitaal als financieringsmiddel toch anders. Omdat de verwatering van familiaal aandeelhouderschap een cruciaal, vaak emotioneel, scharnierpunt is (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007), kan het ter sprake komen tijdens de totstandkoming van het familiecharter zodanig dat familiale gevoelens, ook tijdens financieringsbeslissingen, gehoord worden.

Voor FB2 is extern kapitaal geen emotionele beslissing en hoort hun open visie omtrent externe kapitaalverschaffers thuis in het charter. Hoewel FB1 en FB4 ook zouden durven openstaan voor extern kapitaal, hoort voor hen deze beslissing thuis op een RvB met aandeelhouders of in een aandeelhoudersovereenkomst. Zij verduidelijken verder dat het item van extern kapitaal wel moet neergeschreven worden in het charter wanneer de familie echt emotionele moeilijkheden zou hebben met het verlies van familiale controle aan een externe partij. FB1 verwijst hier naar familiebedrijven waarbij de financieringsnorm eruit bestaat dat er niet wordt gewerkt met extern kapitaal (Sirmon & Hitt, 2003). Familiebedrijven, waarin SEW de bovenhand neemt, worden harder getroffen door emoties gepaard gaande met de verwatering van familiale controle (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007).

P₄₅: Voor familiebedrijven die eventueel openstaan voor extern kapitaal, bestaat er geen consensus of deze thematiek thuishoort binnen het charter

FB3 bevestigt hetgeen FB1 hierboven wist te suggereren: *"De visie betreffende de verwatering van familiale eigendom wordt opgenomen in ons charter. Wij zijn een heel gesloten familiebedrijf en wensen niet samen te werken met een externe investeerder (FB3)"*.

P₄₆: SEW drijfveren leiden ertoe dat de familiale nood omtrent het behoud van familiale controle wordt neergeschreven in het charter

4.5.4.5 Opvolging: Vereisten familieleden

In lijn met Acedo-Ramirez et al. (2017), Kaye en Hamilton (2004), Molly et al. (2010) en Schulze et al. (2003a), geeft FB1 aan dat opvolgers die in het familiebedrijf worden binnengeloodst louter en alleen omwille van hun naam, zeer risico schuwend en weinig ondernemend zijn. Zowel voor FB1, alsook voor de andere familiebedrijven is externe ervaring dan ook een *must*.

Verder werd afgetoetst of externe ervaring ertoe leidt dat de opvolgers een andere perceptie krijgen rondom financieel risico en financieringsbeslissingen. Hoewel de veronderstelling was dat externe ervaring zou resulteren in minder risico-aversie (Hiebl, 2013), betekent externe ervaring normaliter voor FB1 dat de kinderen meer bewust en beredeneerd zullen omgaan met financiële risico's, hetgeen eerder neigt naar risico-avers gedrag. Anders dan bij FB1, liggen de argumenten van FB3 en FB4 wel in lijn met Hiebl (2013).

O_{47a}: Er bestaat geen consensus of externe ervaring de opvolgers meer of minder risico-avers maakt

"De ingesteldheid van de kinderen betreffende financiële risico's ligt in eerste instantie aan 'de aard van het beestje'. Maar externe ervaring gaat hen minder risico-avers maken aangezien wij veel voorzichtiger zijn dan een gemiddeld bedrijf, dus de kinderen zullen eerder agressiever wensen te zijn omdat zij gezien hebben hoe elders meer financieel risico werd genomen (FB3)".

O_{47b}: De impact van externe ervaring, opgelegd via het charter, op financieringsbeslissingen wordt gemodereerd door de persoonlijke risico voorkeur

O_{47c}: De impact van externe ervaring, opgelegd via het charter, op financieringsbeslissingen wordt gemodereerd door de risico-appetijt van het familiebedrijf

O47d: De impact van externe ervaring, opgelegd via het charter, op financieringsbeslissingen wordt gemedieerd door de risico-appetijt van de externe werkplaats

"Een opvolger met een finance diploma én externe ervaring zal minder risico-avers zijn aangezien hij de financieringskanalen beter kent en daarin sneller zal durven springen. Externe ervaring geeft een bredere kijk, maar de invloed ervan op de risico-appetijt zal afhangen van de genoten opleiding, de afdeling waar de externe ervaring werd opgedaan en de beslissingsbevoegdheid. Dit laatste argument omdat externe ervaring in het begin van de carrière niet meteen betekent dat de kinderen al in aanraking zijn gekomen met belangrijke financieringsbeslissingen (FB4)".

O47e: De impact van externe ervaring, opgelegd via het charter, op financieringsbeslissingen wordt gemodereerd door de genoten opleiding

O47f: De impact van externe ervaring, opgelegd via het charter, op financieringsbeslissingen wordt gemedieerd door de beslissingsbevoegdheid op de externe werkplaats

P47: Het charter heeft via de opgelegde vereiste omtrent externe ervaring een impact op de risico perceptie van de opvolgers en bijgevolg ook op hun financieringsbeleid

4.5.5 Interactie familiale *governance* en RvB

De familiale *governance* mechanismen hebben geen rechtstreekse input in financieringsbeslissingen, maar via de RvB zal er beslissingskracht worden gegeven aan de familiale voorkeuren omtrent financiering die besproken werden tijdens de familiemomenten (FI4). Verder zorgt de RvB ervoor dat het hele bedrijf doordrongen geraakt van de visies van de familie aangezien dit orgaan de neergeschreven familiale waarden vertaalt in implementeerbare bedrijfspraktijken (FB3).

O48a: De RvB laat familiale zinswijzen omtrent financieel risico, overeengekomen in het charter, doorsijpelen doorheen het hele bedrijf

Voorts duidt FB4 op de toezichtsrol van de RvB; dit orgaan ziet erop toe dat hetgeen werd overeengekomen in het charter weldegelijk wordt nageleefd in het bedrijf.

O48b: De RvB houdt toezicht op de naleving van familiale afspraken

Daarnaast brengt FB1 tot uitdrukking dat de RvB het meest machtige orgaan is in die zin dat er afgeweken kan worden van hetgeen afgesproken werd in het familiecharter, mits goedkeuring van de RvB (FB1a).

O48c: De RvB kan afwijken van familiale overeenkomsten

Tot slot, kunnen externe bestuurders belangrijke pionnen zijn tijdens de familieraad aangezien zij objectief toelichting geven over het bedrijf, hetgeen veel emoties wegneemt bij de familie (FB3).

O48d: Externe bestuurders hebben een hoofdrol tijdens de familieraad

Hoewel Michiels et al. (2015) bevonden dat de familiale *governance* mechanismen en de RvB zich gedragen als substituten van elkaar, schuiven de bevrageden eerder naar voren dat het complementen zijn.

P48: Familiale *governance* mechanismen en de RvB gedragen zich als complementen

V. Conclusie

Gemotiveerd door de toegenomen aandacht voor familiebedrijven in het algemeen, en hun financiering in het bijzonder, brengt deze studie de symbiose van twee zeer relevante onderzoeksgebieden. Huidige kapitaalstructuurtheorieën hebben gedurende lange tijd onterecht de invloed van niet-financiële componenten binnen het familiebedrijf op financiering verwaarloosd. Nochtans kunnen deze niet-financiële aspecten de specificiteit van financiering en de daaruit voortvloeiende financiële structuur in familiebedrijven verhelderen. Dit onderzoek poogt niet-financiële aspecten van een familiebedrijf in link te brengen met hun financiering, zowel langs de vraagzijde (het familiebedrijf) als langs de aanbodzijde (bank). De aandacht voor deze link kan onduidelijkheden en inconsistenties in de financiering van familiebedrijven opvangen en toelichten. Deze studie is dan ook een reactie op de oproep van verscheidene wetenschappelijke onderzoekers om meer te weten te komen over de (niet-financiële) determinanten van financiering in familiebedrijven, waarmee tegelijkertijd inzichten worden bekomen over een zeer belangrijke groep van bedrijven voor onze economie.

De heersende complexiteit binnen familiebedrijven zal alleszins wel duidelijk zijn, gezien het feit dat dit soort bedrijven een kluwen vertegenwoordigen van tegelijkertijd familiale en economische doelen, en van sociaal-emotionele en financiële belangen. Ook in kader van onderzoek naar financiering, is het cruciaal om niet uit het oog te verliezen dat een familiebedrijf een emotioneel erfgoed kan zijn waarvan verwacht wordt dat het levende blijft generatie na generatie. Een familiale eigenaar wilt zich bijgevolg niet schuldig bevinden aan de beëindiging van het familiebedrijf, mogelijk veroorzaakt door te hoge financiële waagstukken. Ondanks dat, kunnen de dynamische marktomstandigheden en passerende groeiopportunities familiale eigenaars ertoe aanzetten om meer financieel risico te nemen dan gewenst zou zijn vanuit de familiecultuur. Met de continuïteit van het familiebedrijf in het achterhoofd, zullen familiale eigenaars een afweging maken tussen hun eerder behoudsgezinde familiale voorkeuren en expansie aangelegenheden om hun marktpositie te versterken. Familiale eigenaars zijn zich er meer dan ooit van bewust dat hun familiale ideologieën niet haaks mogen staan op ondernemerschap. Familie of niet, ondernemen en groeien zullen altijd hand in hand gaan met financiële risico's.

5.1 Conclusie vraagzijde

Traditionele financieringstheorieën zijn slechts beperkt toepasbaar om financieringsbeslissingen van familiebedrijven te verklaren. Dit omdat hun financieringsgedrag niet alleen gedreven wordt door financiële logica, maar ook door niet-economische overwegingen. Niet-financiële aspecten die aanleiding geven tot bepaalde financieringskeuzen vormen bijgevolg een belangrijke verklaringsfactor voor de financiering van familiebedrijven.

Gedreven door risico-aversie en/of door de bekommernis om de familiale controle te verliezen (in geval van een faillissement of door een *monitorende* bank), financiert een familiale eigenaar het liefst met de eigen middelen, gevolgd door schulden en als laatste extern kapitaal. Tijdens een groei-fase zullen in eerste instantie schulden als vreemd financieringsmiddel verkozen worden, aangezien dit geen verwatering van het familiaal aandeelhouderschap impliceert. Als bijgevolg de taille van de investeringsopportunities zodanig groot wordt, dat bankfinanciering niet meer volstaat of te risicovol wordt, zal het afhangen van de ingesteldheid van de familiale eigenaar of de stap verder naar extern kapitaal gezet wordt. Hoewel bankfinanciering dus nog altijd een populairder extern financieringsmiddel is dan extern kapitaal, mag niet gesteld worden dat de wens van familiale autonomie altijd haaks zou moeten staan op groeien en op een open houding ten aanzien van extern kapitaal.

Hoewel financieringstendensen in het algemeen voor familiebedrijven wel hetzelfde zijn, bevindt het grote verschil zich erin in welke mate de familie risico-avers is en in welke mate zij de familiale autonomie wensen te behouden. Standvastige risico-aversie en een intense controlewens zullen met name een meer uitgesproken impact hebben tijdens financieringsvraagstukken.

Sporen van risico-aversie zullen quasi altijd terug te vinden zijn in een familiebedrijf, maar dit betekent niet dat elke familiale eigenaar even risico schuwend is. Het maken van weloverwogen financieringsbeslissingen met een voorzichtige houding ten aanzien van financiële risico's, is een minder extreme manier om hun risicohouding te omschrijven. De risico-appetijt van familiale eigenaars

vatten is dan ook geen zwart-wit kwestie; hoewel zij een zeer risico-averse ingesteldheid kunnen hebben, durven zij toch ook het nodige en gezonde risico te nemen om in te spelen op groeiopportunities hetgeen gepaard zal gaan met vreemde financieringsmiddelen. Hoe dan ook, zal elke familiale eigenaar in zekere mate bewust omgaan met het gegeven dat veelvuldig schuldgebruik het faillissementsrisico vergroot.

Het langetermijnperspectief van de familiale eigenaar zorgt er in eerste instantie voor dat er doorheen de jaren veel eigen middelen opgespaard werden, hetgeen maakt dat er normaliter minder behoefte is aan bankfinanciering. Als tweede, kan de langetermijnvisie inhouden dat familiale eigenaars ruimte willen om te kunnen inspelen op toekomstige investeringsopportunities, en deze ruimte kan alleen maar gecreëerd worden door een voorzichtig financieringsbeleid met een beperkte hoeveelheid vreemde middelen. Als laatste, kan de langetermijnvisie evenzeer ook net de *trigger* zijn om schulden aan te gaan voor bepaalde groeiopportunities zodat de marktpositie van het familiebedrijf op lange termijn verzekerd wordt.

Het langetermijnperspectief is niet alleen toepasbaar op de traditionele financieringsbeslissingen, maar ook op de beslissing om te opteren voor een *lease*. De *lease* als financieringswijze leidt ertoe dat eigen middelen opgespaard kunnen worden in de organisatie en dus beschikbaar zijn voor investeringsopportunities in de toekomst. Een *lease* is dan ook typisch voor familiebedrijven die een groeistrategie volgen en tegelijkertijd hun SEW wensen te beschermen via een financieringswijze die ertoe leidt dat er in de toekomst minder vreemde middelen nodig zijn. Toch vloeit ook uit de bevindingen voort dat het kopen van activa aantrekkelijk is voor familiale eigenaars aangezien bezit voor hen ook rijkdom is. Rekening houdend met de mogelijkheid tot *leasing* ziet de *pecking order* theorie er als volgt uit: interne middelen, bankfinanciering, *leasing* en extern kapitaal.

Naast het langetermijnperspectief, heeft ook de bekommernis van de familiale eigenaar om de sociale reputatie en het sociaal passief een invloed op de schuldniveaus. Niet alleen zorgt een faillissement, veroorzaakt door veelvuldig schuldgebruik, voor het verlies van de familiale controle, maar het zorgt er ook voor dat jarenlange loyale werknemers hun inkomen verliezen. Dit verlies aan familiale SEW tracht de familie te vermijden door een beperkte hoeveelheid schuldfinanciering.

Aangezien groeien met de eigen middelen centraal staat, voeren familiebedrijven een laag dividendbeleid. Een hoge dividendpolitiek zou immers de nood aan externe financiering tijdens een groeifase verhogen. Verder investeren familiale eigenaars liever voor de toekomst hetgeen samengaat met minder kortetermijnwinsten zoals dividenduitkering.

In kader van de *debt maturity structure*, kan er geen bevestiging gevonden worden voor het theoretisch gegeven dat familiebedrijven langlopende schulden zouden verkiezen. Naast het belang van economische logica tijdens de bepaling van de looptijd van schulden, wordt er bijkomend bevonden dat familiale eigendom kan leiden tot een voorkeur voor kortlopende schulden, aangezien schulden die snel terugbetaald zijn ervoor zorgen dat de financiële onafhankelijkheid snel wordt teruggewonnen.

Als conclusie voor financieringsbeslissingen in het algemeen, wordt bevonden dat volgende SEW drijfveren van invloed zijn op de bereidheid van families om te opteren voor een bepaalde vorm van financiering: behoud van de familiale controle, de wens om de familiale eigendom over te dragen aan volgende generaties, emotionele gebondenheid, financiële autonomie, risico-aversie, langetermijndenken, oog voor de sociale reputatie en het sociaal kapitaal.

Omtrent de onderzochte link tussen de managementstructuur en financieringsbeslissingen, werd eerst en vooral bevonden dat familiale eigenaar-managers de schuldniveaus omlaag duwen aangezien zij hun aversie voor financieel risico of voor controleverlies meenemen vanuit het eigendom naar het management. Voorts introduceren autonome managers geen nieuwe financieringsdimensie, aangezien zij doordrongen zijn van dezelfde financieringsvisie als de familie.

Ook externe managers (waaronder de externe CEO) delen de familiale waarden, en worden daarenboven gecontroleerd door de familiale RvB die het risicobeleid blijft bepalen, waardoor ook externe managers niet noodzakelijkerwijs zullen leiden tot andere financieringsbeslissingen. Wel, kunnen

deze managers de familiale bestuurders overtuigen van meer gewaagde financieringskeuzen, zoals meer bankfinanciering of extern kapitaal.

De controlerol van de familie vanuit de RvB werd hierboven reeds aangehaald. De familiale aandeelhouders zoeken via de RvB een manier om hun SEW te beschermen. Daarom komen schuld niveaus lager te liggen wanneer de familie sterk betrokken is in de RvB. Verder is de disciplinerende werking van schulden niet van toepassing in familiebedrijven aangezien indirecte controle van de schuldeisers vervangen wordt door directe controle van de familiale bestuurders.

Wanneer SEW motieven de bovenhand nemen bij familiale bestuurders spelen externe bestuurders een belangrijke rol in die zin dat hun neutraliteit veel emoties kan wegnemen bij de familie. Zodoende kunnen externe bestuurders de familie overhalen om grote strategische overnames goed te keuren, gepaard gaande met externe bankfinanciering. Meer algemeen, kunnen puur de alternatieve zienswijzen van de externe bestuurders al leiden tot meer externe bankfinanciering.

Om verder te gaan met de link tussen de raad van advies en financieringsbeslissingen, wordt geconcludeerd dat adviseurs andere dimensies op vlak van financiering binnenbrengen in het familiebedrijf, met name meer bankfinanciering en eventueel extern kapitaal.

Wat betreft de familiale *governance*, onthult deze studie pril dat verwacht wordt dat de link tussen het familieforum en financieringsbeslissingen bevestigd zou kunnen worden in toekomstig onderzoek. Concreet kan het betekenen dat de opvolgers, die reeds via het familieforum betrokken werden bij de financieringsideologie van de eigenaars, ook in hun toekomstig beleid zullen tewerk gaan volgens de financieringsvoorkeuren van de ouders. Wel is het cruciaal om rekening te houden met de opleiding en ervaring van de opvolgers, de levenscyclus en cultuur van de organisatie.

Als tweede familiaal *governance* mechanisme, werd de link onderzocht tussen het familiecharter en financieringsbeslissingen, via thema's die mogelijk aan bod komen in het charter en in relatie staan met financiering.

Een bespreking omtrent de risico-appetijt van de familie in het charter zorgt ervoor dat financieringskeuzes in lijn zullen liggen met de neergeschreven familiale voorkeuren en ideologieën.

Verder blijkt dat het charter als *tool* kan dienen om het dividendbeleid aan te passen naar gelang de noden van het bedrijf en van de familie. Het charter streeft naar consensus tussen actieve en passieve aandeelhouders. Als voornaamste norm, mogen dividenden niet ten koste gaan van de financiering van groeiopportunities met de eigen middelen. Als tweede in de rang, mag de liquiditeitsnood van de passieve familiale aandeelhouders niet genegeerd worden.

Voorts, vinden families het belangrijk om *gechallenged* te worden door externen, hetgeen mogelijk kan opgenomen worden in het charter zodanig dat ook kinderen in de toekomst weten dat er alternatieve zienswijzen nodig zijn van ervaren specialisten. Wat betreft de link met financiering, zal de besproken open houding van de familie ten aanzien van externen leiden tot een bredere kijk op vlak van financieringsmogelijkheden, geïntroduceerd door de binnengehaalde externen.

Daarnaast kan het item van een mogelijke samenwerking met een externe kapitaalverschaffer ook besproken worden in het charter. Familiebedrijven waarin de SEW sterk van invloed is op financieringsbeslissingen, kunnen de familiale nood van het behoud van familiale controle laten neerschrijven in het charter. Voor familiebedrijven die eventueel wel openstaan voor een externe kapitaalverschaffer, blijft het eerder in het midden of deze thematiek thuishoort in het charter.

Als laatste thema van het charter kwamen de vereisten betreffende de opvolgers aan bod en de daaruit voortvloeiende impact op hun risico perceptie en financieringsbeslissingen. Externe ervaring geeft de kinderen een bepaalde risico perceptie waardoor zij bijgevolg vanuit die meegenomen perceptie financieringsbeslissingen zullen maken in het familiebedrijf. Of externe ervaring ertoe zal leiden dat de opvolgers meer of minder risico-avers worden, bestaat momenteel geen consensus en zal vooral afhankelijk zijn van de risico-appetijt in het familiebedrijf, de risico-appetijt van de externe

werkplaats, de beslissingsbevoegdheid op de externe werkplaats, de genoten opleiding en de persoonlijke risico voorkeur van de opvolgers.

Hoewel dit onderzoek initieel niet de bedoeling had om meer te weten te komen over de interactie tussen familiale *governance* en de RvB, kwam toch aan het licht dat deze twee mechanismen zich gedragen als complementen. Naast het belang van de toezichtsrol van de RvB en de bevinding dat dit orgaan ervoor zorgt dat de familiale waarden, overeengekomen in het charter, doorsijpelen in het hele bedrijf, kan de RvB mogelijk ook de beslissingskracht hebben om afwijkingen door te voeren op hetgeen werd overeengekomen in het charter. Verder werd ook reeds indicatie gegeven dat de RvB en de familieraad complementair zijn aan elkaar aangezien de externe bestuurders mogelijk de belangrijkste pionnen zijn tijdens de familieraad.

5.2 Conclusie aanbodzijde

Waarom er onderzoek nodig is naar het belang van niet-financiële aspecten binnen het familiebedrijf voor een kredietverstrekker, volgt uit het gegeven dat deze niet-financiële dynamieken, waaronder de familiale karakteristieken en management en *governance* structuren, gevoelsmatig meespelen. Voorgaande betekent niet dat kwaliteitsvolle niet-financiële aspecten van het familiebedrijf het belang van de financiële cijfers zouden overstijgen. Wel betekent het dat o.a. management en *governance* structuren geleidelijk aan belang aan het winnen zijn in de bankensector, waarbij er nog een lange weg te gaan is met veel mogelijkheden voor toekomstig onderzoek.

Een financiële instelling heeft oog voor de uitéénlopende niet-financiële, familiale karakteristieken die voortvloeien uit familiale eigendom. Naar de familiebedrijven toe is het belangrijk dat zij ervan op de hoogte zijn dat een bank de SEW factoren aftast tijdens vertrouwensgesprekken. Concreet omvatten deze SEW factoren de langetermijnvisie, betrokkenheid, de intergenerationele overdracht en het oog voor de (sociale) reputatie en sociaal kapitaal. Voorts wordt het mogelijk risico-avers gegeven van familiebedrijven niet per se aanschouwd als voordeel door een bank.

Betreffende de looptijd van een krediet, is het niet zo dat banken sneller geneigd zouden zijn om langlopende schulden te verstrekken aan familiale eigenaars. Bijkomend geven de banken aan dat hun bepaling van de looptijd van het krediet niet gerelateerd is aan het zijn van een familiale eigenaar of niet. De enige uitzondering doet zich voor tijdens familiale opvolging, waarbij een bank terughoudend kan zijn om een langlopend krediet te verschaffen aan de opvolgers.

Betreffende het management, schuiven de bankiers naar voren dat een actief managementteam met een degelijke mix tussen familie en externen, absoluut gezond is voor een familiebedrijf. Verder bestaat er geen consensus of een externe CEO meer financieel risico introduceert dan een familiale CEO. Wat wel duidelijk is, is dat de RvB met familiale aandeelhouders het daadwerkelijke risicobeleid zal bepalen. Bijkomend geven banken aan dat zij niet meer of minder vertrouwen hebben in een familiale of externe CEO. Wel wijzen banken erop dat een externe CEO voor hen symbool staat voor professionalisering, waardoor een externe CEO op indirecte wijze zou kunnen zorgen voor een betere verstandhouding tussen het familiebedrijf en de kredietverstrekker.

Verder hecht een bank belang aan een gezonde mix tussen familie en externe bestuurders. Dit omwille van de kritische klankbordfunctie van de externen, hun probleemoplossend gedrag en hun *incentives* om te professionaliseren.

Naast externe bestuurders, kunnen families ook samenwerken met externe adviseurs. Voor een bank is de aanwezigheid van een raad van advies een absoluut positief gegeven in het kwalitatief deel van de kredietaanvraag. Bijkomend is het zeker een meerwaarde wanneer de adviseurs tezamen met de strategie ook de financieringsmogelijkheden bekijken bij cruciale investeringsbeslissingen, zodanig dat de familiale eigenaars ook eens door een andere bril de situatie kunnen bezien.

Inzake het familieforum, bestaat er unanimitéit onder de banken dat het uiterst belangrijk is om de volgende generatie te betrekken bij de waarden van het familiebedrijf. Sommige banken voegen hieraan toe, dat het bijkomend zeer positief is wanneer de opvolgers geïnformeerd worden via het familieforum over de risico-appetijt en financieringsideologie van de huidige aandeelhouders.

Als tweede familiaal *governance* mechanisme wordt ook het familiecharter bevonden een handige *tool* te zijn voor financiële instellingen. Via het familiecharter kan een bankier meer vertrouwen krijgen in de continuïteit van de toekomstige organisatie in handen van de opvolgers. Banken hebben meer vertrouwen wanneer er via het charter voorwaarden en normen werden opgelegd aan de opvolgers. Verder zorgt een charter voor minder conflicten tijdens en na de overdracht, waardoor de-astreuze gevolgen vermeden worden. Daarnaast is het voor een bank belangrijk dat er een gezonde dividendpolitiek wordt uitgewerkt in het charter.

5.3 Limitaties onderzoek en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek

5.3.1 Theoretische implicaties, limitaties en aanbevelingen

Hoewel de resultaten van deze studie de financiering van familiebedrijven verhelderen en een uitputtende basis vormen voor verder onderzoek, zijn er ook limitaties aan deze studie, hetgeen mogelijkheden biedt voor toekomstig onderzoek.

Deze studie heeft tot doel om de linken tussen uiteenlopende niet-financiële aspecten binnen een familiebedrijf en financiering in vogelvlucht in kaart te brengen. Het is hierbij niet de ambitie om elk deelaspect van het onderzoek tot in details uit te diepen. Bijgevolg zou deze studie uitgebreider kunnen, met meer finesse en meer verhelderend bewijsmateriaal. Desalniettemin geeft deze studie overtuigend bewijs voor het onderzochte verband, bekomen via verscheidene financieringsvormen, rekening houdende met de interactie tussen financiering en groei, en dat zowel langs de vraag- en aanbodzijde.

Voorts komen het veelbelovende SEW gedachtegoed en de actuele thematiek van professionalisering aan bod. Daarenboven wordt de rol van adviseurs en familiale *governance* in kader van financiering onderzocht, twee zeer onderbelichte onderzoeksthema's in de academische literatuur.

Verder, houdt deze *multiple casestudy* naar best vermogen rekening met de heterogeniteit van de groep van familiebedrijven. Wat vaststaat, is dat de bekomen resultaten niet slechts karakteristiek zijn voor één bepaalde bank of voor één bepaald familiebedrijf. Desondanks, blijft het nog steeds moeilijk om algemeenheden over het financieringsgedrag van zoveel verschillende soorten familiebedrijven naar voren te brengen.

Als onderzoeker dien ik te duiden op mijn vertrouwensband met één van de eigenaars van FB1, waardoor het onderzoek lichtjes kan neigen naar een vorm van *insider research*. Hoewel de kritiek kan zijn dat een 'insider' niet op een objectieve manier met de informatie kan omgaan (Brannick & Coghlan, 2007), vergemakkelijkt dit soort onderzoek de data-verzameling waardoor de resultaten zeer gedetailleerd kunnen zijn. De samenwerking met FB1 was een ware opportuniteit om op ongewone wijze toegang te krijgen tot zeer waardevolle data (Brannick & Coghlan, 2007; De Massis & Kotlar, 2014).

Dat diepte-interviews de juiste methodologie vormen om de onderliggende redenen van de financieringsstructuur van familiebedrijven te achterhalen, daar bestaat geen aarzeling over. Dat een meer veralgemeenbaar empirisch onderzoek welgekomen zou zijn, is ook een feit. Hoewel de steekproef van dit onderzoek bestaande uit vier familiebedrijven en vier banken (10 respondenten) als voldoende beschouwd wordt door Eisenhardt (1989), kunnen de resultaten van deze studie niet statistisch veralgemeend worden naar een populatie (Yin, 2003). Wel geeft Eisenhardt (1989) verder aan dat *casestudies* ideaal zijn om nieuwe theoretische inzichten of verduidelijkingen te bekomen. De bevindingen uit *casestudy* onderzoek kunnen analytisch veralgemeend worden door empirische bevindingen te veralgemenen naar theorie, hetgeen onbetwistbaar bewijs levert voor de meerwaarde van kwalitatief onderzoek.

Om naar een sterkere veralgemening van de resultaten te kunnen toewerken zou de gekozen methodologie van interviews verfijnd kunnen worden. In eerste instantie zou het aantal *cases* van familiebedrijven verhoogd kunnen worden. Verder duiden López-Gracia en Sánchez-Andújar (2007) erop dat de financiering van familiebedrijven kan verschillen doorheen de tijd en doorheen verschillende landen. Hoewel familiebedrijven in België wel representatief blijken te zijn voor andere

familiebedrijven in Continentaal Europa (Lardon et al., 2017), zou het toch interessant zijn om interviews gespreid doorheen de tijd en ook in verschillende landen af te nemen met als doel een veralgemening van de bevindingen naar een bredere setting. Hoewel dit alles een waar doel zou vormen, zal te ijverig zijn niet altijd betere resultaten opleveren, aangezien de analyse van meer diverse interviews steeds ingewikkelder wordt.

Voor een veralgemening van de bevindingen naar een grote populatie van familiebedrijven, zou deze studie opnieuw getest moeten worden met kwantitatief onderzoek. Voor dit soort onderzoek geldt evenzeer dat er naast data van België, ook over een meer geografisch uitgestrekt gebied gegevens verzameld kunnen worden, en dat gedurende meerdere jaren.

Deze studie kan dienen als startpunt voor toekomstig onderzoek. Toekomstige kwantitatieve en kwalitatieve studies kunnen verder bouwen op de bevindingen en aangegeven richtingen van deze studie om de complexe financieringsstructuur van familiebedrijven verder te ontrafelen. Hopelijk kunnen de resultaten van deze studie een stimulans zijn voor toekomstige *family business researchers* om te achterhalen of de bevindingen van dit kwalitatief onderzoek ook statistisch veralgemeend kunnen worden met een kwantitatief onderzoek.

5.3.2 Concrete aanbevelingen

Op basis van de literatuurstudie en de bevindingen uit de interviews werden er proposities geformuleerd die de basis vormen voor toekomstig onderzoek. Daarnaast geeft deze sectie een oplistijng van nog extra ideeën. In tabel 5 wordt bijkomend een overzicht gegeven van enkele mogelijke onderzoeksvragen met de toekomst in het vooruitzicht.

5.3.2.1 Familiale eigendom, risico-appetijt en financieringsbeslissingen (vraagzijde)

Het zou bevorderlijk zijn om dieper in te gaan op het niet-financiële karakter van een familiebedrijf, op basis van psychologisch getint onderzoek naar gedragspatronen (zgn. *planned behavior*). Verder zou het meerwaarde leveren om de houding van familiale eigenaars ten aanzien van financieel risico op te volgen doorheen de tijd.

Voorts kan het interessant zijn om de gevonden relatie tussen de typerende langetermijnvisie van een familiale eigenaar (SEW factor) en diverse financieringsvormen te bevestigen met kwantitatief onderzoek.

Wat betreft *leasing* in familiebedrijven is de literatuur nog maar zeer beperkt, hetgeen mogelijkheden biedt voor toekomstig onderzoek. Er kan verder (kwalitatief of kwantitatief) onderzoek verricht worden naar de impact van SEW drijfveren (o.a. eigendomscontrole en langetermijndenken) op de beslissing om te opteren voor *leasing*.

Tot slot zou kwantitatief onderzoek kunnen bevestigen dat kortlopende schulden een manier zijn voor de familiale eigenaar om zijn SEW noden (o.a. familiale autonomie) te beschermen.

5.3.2.2 Familiale eigendom en toegang tot bankfinanciering (aanbodzijde)

Binnen 10 jaar kan dit kwalitatief onderzoek bij banken herhaald worden om de evolutie te zien van het belang van niet-financiële aspecten binnen het familiebedrijf tijdens een kredietaanvraag (zgn. *follow-up studies*). Bijkomend kunnen de bevindingen van deze huidige kwalitatieve studie als startpunt fungeren voor kwantitatief onderzoek.

5.3.2.3 Familiale eigendom en toegang tot extern kapitaal (aanbodzijde)

Dit onderzoek betreft de keuze van het familiebedrijf om al dan niet open te staan voor een externe kapitaalverschaffer (vraagzijde), maar bijkomend kunnen er ook interviews afgenomen worden bij *private equity* spelers om te achterhalen welke niet-financiële aspecten binnen het familiebedrijf van belang zijn tijdens hun afweging om mee te participeren in de eigendom (aanbodzijde).

5.3.2.4 Professionalisering en financiering

Zoals al aangegeven door Michiels et al. (2017), volgt ook uit deze studie dat het belangrijk is om in toekomstig onderzoek verder te blijven inspelen op de link tussen professionalisering en financiering.

Er kunnen interviews afgenomen worden bij de externe managers, externe bestuurders en externe adviseurs van familiebedrijven om meer voeling te krijgen met hun ervaringen betreffende het financieringsgedrag in familiebedrijven. Bijkomend zou het interessant zijn om te weten te komen hoe deze externen de familiale eigenaars overtuigen van alternatieve financieringswijzen.

Wanneer in toekomstig onderzoek gekeken wordt naar de impact van een externe CEO op financiering, is het cruciaal om rekening te houden met de doorslaggevende stem van de familiale RvB tijdens financieringsvraagstukken.

5.3.2.5 Familiale *governance* en financiering

Familiale *governance* is een thema van substantieel praktisch belang dat meer aandacht hoort te verdienen in academisch onderzoek. Deze studie doelt erop om verscheidene wegen te openen voor dit veelbelovende onderzoeksdomein.

In de toekomst kunnen opvolgers in familiebedrijven geïnterviewd worden waarbij er reeds een familiecharter of familieforum aanwezig was voor de intrede van de opvolgers in het bedrijf. Op deze manier kan men uitpluizen of de vereiste externe ervaring, opgelegd aan de opvolgers via het charter, een invloed heeft op de risico-appetijt van de opvolgers en bijgevolg ook op hun financieringsideeën. Daarnaast zouden er opvolgers bevestigd moeten worden die reeds via het familieforum betrokken werden bij de risico-appetijt en financieringsideologie van de ouders. Bijgevolg kan nagegaan worden of het familieforum op voorgestelde wijze van invloed kan zijn op de gehanteerde financieringsaanpak van de opvolgers. Wanneer de voorgestelde verbanden kwantitatief onderzocht worden, moet er rekening gehouden worden met volgende variabelen: opleiding en ervaring van de opvolgers, hun persoonlijke risico voorkeur, aantal jaren dat de opvolgers werkzaam zijn in het familiebedrijf, risico-appetijt van het familiebedrijf, risico-appetijt van de externe werkplaats, de beslissingsbevoegdheid op de externe werkplaats, levenscyclus en cultuur van het familiebedrijf.

Voorgaande onderzoeksaanbeveling zou een steekproef van familiebedrijven moeten selecteren waarbij de ouders niet meer actief betrokken zijn bij de organisatie. Aanhoudende aanwezigheid van de oprichters zou er immers voor zorgen dat te veel invloeden van deze ouders gemengd zitten in het financieringsbeleid van de opvolgers. Dit voorgesteld onderzoek kan best binnen 15 jaar uitgevoerd worden aangezien familiale *governance* nog maar in een prille fase zit en er momenteel in Limburg nog veel familiale overdrachten staan te gebeuren.

Deze studie heeft zich beperkt tot het familiecharter en familieforum, maar in toekomstig onderzoek kan ook gefocust worden op andere familiale *governance* mechanismen o.a. de familieraad. Mogelijk zou een familieraad kunnen leiden tot meer schuldfinanciering aangezien de emotionele terughoudendheid van de familie naar financieel risico toe deels kan worden weggenomen door de objectieve uitleg van een externe tijdens de familieraad.

Wanneer in toekomstig onderzoek de impact van familiale *governance* op financiering verder ontrafeld wordt, is het belangrijk om rekening te houden met de interactie tussen familiale *governance* en de RvB tijdens financieringsvraagstukken.

5.3.2.6 Opvolging, financiering en familiale *governance*

Het kan interessant zijn om familiebedrijven samen met hun huisbankiers enkele jaren voor en na de opvolging op te volgen, zodanig dat de impact van een familiale overdracht op financiering achterhaald wordt. Hierbij kan o.a. onderzocht worden of banken minder geneigd zijn om een langlopend krediet te verstrekken aan een familiebedrijf na de familiale overdracht. Bij dit aanbevolen onderzoek is het cruciaal om de modererende impact van familiale *governance* in ogenschouw te nemen.

Tabel 5: Mogelijke toekomstige onderzoeksvragen omtrent de financiering van familiebedrijven

Vraag-zijde	Aanbod-zijde	Thema	Onderzoeksvraag
✓		<i>Planned behaviour</i>	In hoeverre mate kunnen gedragsargumenten financieringsbeslissingen van familiebedrijven verklaren? Hoe zijn niet-economische overwegingen zoals familiale risico voorkeuren gerelateerd aan financieringsbeslissingen?
✓	✓	SEW	Hoe beïnvloeden SEW drijfveren de financiering van familiebedrijven?
✓		SEW	Kan de mate waarin er belang wordt gehecht aan SEW leiden tot heterogene financieringsbeslissingen in familiebedrijven? Hoe beïnvloeden SEW drijfveren de beslissing om te opteren voor een <i>lease</i> in familiebedrijven? Hoe beïnvloeden SEW drijfveren de looptijd van schulden in familiebedrijven?
✓	✓	Extern kapitaal	Hoe beïnvloeden niet-financiële aspecten het gebruik van extern kapitaal in familiebedrijven?
✓	✓	Professionalisering	Hoe beïnvloeden de verschillende dimensies van professionalisering de financiering van familiebedrijven?
✓		Professionalisering	Hoe beïnvloeden externe managers/bestuurders/adviseurs het financieringsgedrag van familiale eigenaars? Hoe beïnvloedt de wisselwerking tussen een externe CEO en een familiale RvB de financiering van het familiebedrijf?
	✓	Extern kapitaal	Hoe beïnvloedt de aanwezigheid van een <i>private equity</i> speler de toegang tot bankfinanciering?
✓		Familiale <i>governance</i>	Hoe beïnvloedt het familiecharter de risico-appetijt en financieringsideologie van de opvolgers? Hoe beïnvloedt het familieforum de risico-appetijt en financieringsideologie van de opvolgers? Hoe beïnvloedt de wisselwerking tussen familiale <i>governance</i> en de RvB de financiering van familiebedrijven?
✓	✓	Familiale <i>governance</i>	Hoe beïnvloedt de familieraad de financiering van familiebedrijven?
✓	✓	Opvolging	Hoe beïnvloedt de familiale overdracht de financiering van het familiebedrijf? Hoe beïnvloedt de familiale overdracht de looptijd van de schulden?
✓	✓	Opvolging en familiale <i>governance</i>	Hoe beïnvloedt familiale <i>governance</i> de financiering van het familiebedrijf tijdens de familiale overdracht? Hoe beïnvloedt familiale <i>governance</i> de looptijd van de schulden tijdens de familiale overdracht?

5.4 Praktische implicaties

5.4.1 Praktische implicaties voor familiebedrijven

Het is zeker niet zo dat niet-financiële drijfveren misplaatst zijn in een bedrijf, dit zou nogal oneerbaar en tactloos zijn om te stellen aangezien deze specifieke dynamieken net de eigenheid zijn van het familiebedrijf. Toch mag er wel notie gemaakt worden van het idee dat er meer optimale financieringsbeslissingen bestaan zonder dat dit hoeft te betekenen dat het familiebedrijf in gevaar zou worden gebracht.

Daarom is het gezond voor een familiebedrijf om samen te werken met externe managers, externe bestuurders of externe adviseurs. Deze experts hebben een nuchtere kijk en kunnen het emotionele tijdens financieringsbeslissingen op een gezonde wijze wegnemen. Hierdoor kunnen familiale eigenaars tijdens een groeifase het financiële risico van externe financiering relativeren. Dit betekent

niet dat familiale eigenaars gepushed moeten worden naar maximale *leverage* of extern kapitaal, maar het betekent wel dat externen hen op gezonde wijze *out of the box* laten redeneren zodanig dat deze eigenaars zich niet vastroesten aan de gekende financieringsideeën. Veranderende markt-omstandigheden of passerende opportuniteiten vragen nu eenmaal voor alternatieve financieringsstructuren, anders dan de 'veilige' eigen middelen.

Hoewel het besef dat veelvuldig schuldgebruik het faillissementsrisico vergroot, kan leiden tot een heel beredeneerde en bewuste financieringspolitiek, kan het bij bepaalde zeer risico-averse eigenaars ten koste gaan van een evenwichtige uitbouw van het bedrijf. In deze laatste situatie is het allesbehalve misplaatst om externen in dienst te nemen zodanig dat zij erop kunnen duiden dat schulden niet noodzakelijk financieel ongezond hoeven te zijn, integendeel zelfs.

Verder is familiale *governance* heel belangrijk voor een familiebedrijf. Familiale eigenaars kunnen via het familiecharter familiale voorkeuren overeenkomen met de bedoeling dat deze uitgestippelde waarden zullen doorsijpelen in het hele bedrijf. Op die manier leven o.a. de attitudes van de familie ten aanzien van financieel risico doorheen heel de organisatie, zodanig dat de familiale eigenaars zich geen zorgen hoeven te maken over te voluntaristisch gedrag van andere mensen in het bedrijf. Ook is het charter ideaal om andere gevoelige thema's aan bod te laten komen, denk maar aan de dividendpolitiek, de houding van de familie ten aanzien van externen en externe investeerders en regels in kader van de familiale opvolgers.

5.4.2 Praktische implicaties voor familiebedrijven en consultancybedrijven

Daarnaast is het voor familiebedrijven en consultants belangrijk om ervan op de hoogte te zijn dat een kredietverschaffer uiteenlopende niet-financiële aspecten van het familiebedrijf mee in overweging neemt. Eerst en vooral vindt een kredietverstrekker het belangrijk dat de SEW factoren niet alleen ten goede komen van de familie, maar ook in functie staan van de werking van het bedrijf. Verder zijn families best bezig met de professionele uitbouw van hun organisatie, op vlak van het management en *governance*. Als eerste dimensie van professionalisering, vormt het een meerwaarde wanneer de familie streeft naar een actief en autonoom management waarbij de familie openstaat voor de input van externe managers (evt. een externe CEO). Ook wordt de aanwezigheid van een kritisch klankbord met externe bestuurders als vrijwel essentieel aanschouwd. Daarnaast kunnen externe adviseurs, net zoals externe managers of externe bestuurders, vernieuwende dimensies binnenbrengen, onder meer op vlak van financieringsstructuren. Niet alleen heeft een bankier oog voor het management en voor *corporate governance*, maar ook voor familiale *governance* aangezien een deugdelijk bestuur van de familie evenals een groot pluspunt is in het kwalitatief kredietdossier. Familiebedrijven besteden best tijdig aandacht aan de familiale opvolging en dit kan via familiale *governance* mechanismen, zoals het familiecharter en het familieforum.

5.4.3 Praktische implicaties voor consultancybedrijven en financiële instellingen

Voor het merendeel van familiebedrijven gesproken, is een familie niet opzoek naar het hefboomeffect van schulden en zullen zij nooit toewerken naar een maximale schuldgraad om het rendement te kunnen opkrikken. Een familie wilt liever een 'veilig' rendement, zonder het hoge financiële risico gepaard gaande met een hoge schuldgraad. Adviseurs en banken houden dit best in het achterhoofd wanneer zij voorstellen doen aan familiale eigenaars omtrent de financieringsstructuur van hun bedrijf. De familie zou zich misbegrepen voelen moest er een hoge schuldgraad gezet worden op hun bedrijf. Als onafhankelijke partij moet men openstaan voor de niet-rationele argumenten betreffende de financieringsideologie. De vertrouwensband zou immers geschaad geraken wanneer men als buitenstaander blijft hameren op meer efficiënte financieringsstructuren met meer risico.

Net zoals externen, kunnen banken en adviseurs wel objectief duiden op de voordelen van bepaalde financieringsvormen. *Leasing* wordt bijvoorbeeld nog weinig gebruikt door familiebedrijven, hoewel dit een aantrekkelijk alternatief kan zijn voor schuldfinanciering. Verder kunnen banken en adviseurs samen met familiale eigenaars de looptijd van een lening bespreken, zodanig dat deze eigenaars weten dat langlopende schulden efficiënter kunnen zijn dan kortlopende schulden en helemaal niet haaks hoeven te staan op de financiële gezondheid van het familiebedrijf.

Lijst van de geraadpleegde werken

- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *International Journal of Business in Society*, 7(3), 205-215.
- Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. (2017). Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a Uver*, 67(2), 80.
- Adendorff, C., Boshoff, C., Court, P., & Radloff, S. (2005). The impact of planning on good governance practices in South African Greek family businesses. *Management Dynamics*, 14(4), 34-46.
- Ahrens, J., Landmann, A., & Woywode, M. (2015). Gender preferences in the CEO successions of family firms: Family characteristics and human capital of the successor. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 86-103.
- Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2011). How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms?. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1016-1027.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative science quarterly*, 49(2), 209-237.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(4), 315-347.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Arosa, B., Itturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1, 236-245.
- Arregle, J. L., Hitt, M. A., Sirmon, D., & Very, P. (2005). The development of organizational social capital and its performance implications: Insights from family firms. *Unpublished manuscript, Australian Graduate School of Management, University of New South Wales*.
- Bakalis, S., Joiner, T. A., & Zie, Z. (2007). Decision-making delegation: implications for Chinese managers' performance and satisfaction. *International Journal of Human Resources Development and Management*, 7(3-4), 286-299.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2010). Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13, 134-152.
- Basly, S. (2007). Conservatism: an explanation of the financial choices of the small and medium family enterprise. *Corporate ownership and control*, 5(1), 459-469.
- Baxter, P., & Jack, S. (2008). Qualitative case study methodology: Study design and implementation for novice researchers. *The qualitative report*, 13(4), 544-559.
- Berent-Braun, M. M., & Uhlaner, L. M. (2012). Family governance practices and teambuilding: Paradox of the enterprising family. *Small Business Economics*, 38(1), 103-119.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The economic journal*, 112(477).
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.

- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *The Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73–96.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharok, R., & Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics*, 88, 466–498.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76(4), 455-475.
- Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. (2013). Family firms' investments, uncertainty and opacity. *Small Business Economics*, 40(4), 1035-1058.
- Brannick, T., & Coghlan, D. (2007). In defense of being "native": The case for insider academic research. *Organizational research methods*, 10(1), 59-74.
- Brick, I. E., & Palia, D. (2007). Evidence of jointness in the terms of relationship lending. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), 452-476.
- Bruns, V., Holland, D. V., Shepherd, D. A., & Wiklund, J. (2008). The role of human capital in loan officers' decision policies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 485-506.
- Callimaci, A., Fortin, A., & Landry, S. (2011). Determinants of leasing propensity in Canadian listed companies. *International Journal of Managerial Finance*, 7(3), 259–283.
- Calliope. (2015). *Codebomen*. Retrieved from <http://uahost.uantwerpen.be/osc/Academic/index.php/resultaten-kwalitatief-theorie/37-resultaten-kwalitatief/resultaten-kwalitatief-theorie/125-codebomen>
- Campopiano, G., Cassia, L., Massis, A. D., & Kotlar, J. (2011). Family Ownership and "Familianness" in the Top Management Team: Theory and Evidence from SMEs, Washington.
- Carney, M., & Gedajlovic, E. (2002). The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong. *Journal of Management Studies*, 39(1), 123-146.
- Casillas, J. C., Moreno, A. M., & Barbero, J. L. (2011). Entrepreneurial orientation of family firms: Family and environmental dimensions. *Journal of Family Business Strategy*, 2(2), 90-100.
- Chami, M. R. (2001). What is different about family businesses?. *International Monetary Fund*.
- Chen, Y., Huang, R. J., Tsai, J., & Tzeng, L. Y. (2015). Soft information and small business lending. *Journal of Financial Services Research*, 47(1), 115-133.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship theory and practice*, 29(5), 555-576.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Bergiel, E. B. (2009). An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 355-372.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16, 89-107.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F., & Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472-488.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103- 1113.
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860-897.
- Cruz, C. C., Gómez-Mejía, L. R., & Becerra, M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of Management Journal*, 53(1), 69-89.

- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Raman, K. (2005). Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *the Journal of Finance*, 60(5), 2333-2350.
- D'Aurizio, L., Oliviero, T., & Romano, L. (2015). Family firms, soft information and bank lending in a financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 33, 279-292.
- Davis, J. A., & Herrera, R. M. (1998). The social psychology of family shareholder dynamics. *Family Business Review*, 11(3), 253-260.
- De Carvalho Zinga, M. T., Augusto, M. A. G., & Ramos, M. E. G. (2013). Family Involvement, agency cost of debt financing, and small firm performance: research agenda. *Revista de Empresa Familiar*, 3(1), 21.
- De Massis, A., & Kotlar, J. (2014). The case study method in family business research: Guidelines for qualitative scholarship. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 15-29.
- Dekker, J. C., Lybaert, N., Steijvers, T., Depaire, B., & Mercken, R. (2013). Family firm types based on the professionalization construct: Exploratory research. *Family Business Review*, 26(1), 81-99.
- Dekker, J., Lybaert, N., Steijvers, T., & Depaire, B. (2015). The effect of family business professionalization as a multidimensional construct on firm performance. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 516-538.
- Díaz-Díaz, N. L., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter?. *Journal of Corporate Finance*, 37, 393-411.
- Du, J., Guariglia, A., & Newman, A. (2015). Do Social Capital Building Strategies Influence the Financing Behavior of Chinese Private Small and Medium-Sized Enterprises?. *Entrepreneurship theory and practice*, 39(3), 601-631.
- Duke, J. C., Franz, D. P., Hunt, H., & Toy, D. R. (2002). Firm-specific determinants of offbalance sheet leasing: A test of the Smith/Wakeman model. *Journal of Business and Management*, 8(4), 335-353.
- Dyer, W. G., & Wilkins, A. L. (1991). Better stories, not better constructs, to generate better theory: A rejoinder to Eisenhardt. *Academy of management review*, 16(3), 613-619.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4), 532-550.
- European Commission. (2015). *Promoting entrepreneurship: Family business—Main challenges faced by family firms*. Retrieved from http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/work-for/family-business/index_en.htm
- Fahed-Sreih, J. (2008). An exploratory study on a new corporate governance mechanism: Evidence from small family firms. *Management Research News*, 32(1), 50-61.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fang, H., Memili, E., Chrisman, J. J., & Welsh, D. H. (2012). Family Firms' Professionalization: Institutional Theory and Resource-Based View Perspectives. *Small Business Institute® Journal (SBIJ)*, 8(2).
- Feltham, T. S., Feltham, F., & Barnett, J. J. (2005). The dependence of family businesses on a single decision-maker. *Journal of Small Business Management*, 17, 258-270.
- Fields, P., Fraser, D., & Subrahmanyam, A. (2010). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 36(5), 1536-1547.
- Flamholtz, E. G., & Randle, Y. (2007). Successful organizational development and growing pains. *Management Online Review*.
- Gallo, M. A., & Kenyon-Rouvinez, D. (2005). The importance of family and business governance. In *Family Business* (pp. 45-57). Palgrave Macmillan, London.

- Gallo, M. A., Tapies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.
- Gersick, K. E., & Feliu, N. (2014). Governing the family enterprise: Practices, performance, and research. *The SAGE handbook of family business*, 196-225
- Gillespie, N., & Dietz, G. (2009). Trust repair after an organization-level failure. *Academy of Management Review*, 34(1), 127-145.
- Goergen, M. (2012). *International corporate governance* (3 ed.). England: Pearson.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & 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.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308-2320.
- Gulbrandsen, T. (2005). Flexibility in Norwegian family-owned enterprises. *Family Business Review*, 18 (1), 57-76.
- Gunasekarage, A., & Reed, D. K. (2008). The market reaction to the appointment of outside directors: An analysis of the interaction between the agency problem and the affiliation of directors. *International Journal of Managerial Finance*, 4(4), 259-277.
- Gustafsson, J. (2017). Single case studies vs. multiple case studies: A comparative study.
- Hamilton, R. T., & Fox, M. A. (1998). The financing preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4(3), 239-248.
- Handler, W.C. (1990). Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next generation family members. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 15 (1), 37-51.
- Henn, M., & Lutz, E. (2016). Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 18(2), 1.
- Hiebl, M. R. (2012). Risk aversion in family firms: what do we really know?. *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49-70.
- Hiebl, M. R. (2014). A finance professional who understands the family: family firms' specific requirements for non-family chief financial officers. *Review of Managerial Science*, 8(4), 465-494.
- Hiebl, M.R.W. (2013). Risk aversion in family firms: what do we really know?. *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49-70.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioral perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, 65-79.
- Instituut voor het Familiebedrijf. (2017). Retrieved from: <http://www.familiebedrijf.be>
- ING Focus Family Business. (2016). *Groei en financiering van familiebedrijven in België*. Retrieved from <https://www.ing.be/nl/business/my-business/family-business-growth>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, 305-360.
- Kammerlander, N., & Ganter, M. (2015). An attention-based view of family firm adaptation to discontinuous technological change: Exploring the role of family CEOs' non-economic goals. *Journal of Product Innovation Management*, 32(3), 361-383.
- Kammerlander, N., Sieger, P., Voordeckers, W., & Zellweger, T. (2015). Value creation in family firms: A model of fit. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 63-72.
- Kang, D. L. (1999). Ownership structure and corporate dividend policy: How large block family owners increase dividend payout and achieve superior firm performance. *Division of Research*.

- Kaye, K., & Hamilton, S. (2004). Roles of trust in consulting to financial families. *Family Business Review*, 17(2), 151-163.
- Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47-63.
- Kelly, L. M., Athanassiou, N., & Crittenden, W. F. (2000). Founder centrality and strategic behavior in the family-owned firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 25(2), 27-42.
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57-70.
- Kets de Vries, M. (1993). The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 21(3), 59-71.
- Kidwell, R. E., Eddleston, K. A., Cater III, J. J., & Kellermanns, F. W. (2013). How one bad family member can undermine a family firm: Preventing the Fredo effect. *Business Horizons*, 56(1), 5-12.
- Koropp, C., Grichnik, D., & Kellermanns, F. W. (2013). Financial attitudes in family firms: Opening the black box. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114-137.
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: An adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307-327.
- Kotlar, J., & De Massis, A. (2013). Goal setting in family firms: Goal diversity, social interactions, and collective commitment to family-centered goals. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1263-1288.
- Krishnan, V. S., & Moyer, R. C. (1994). Bankruptcy costs and the financial leasing decision. *Financial Management*, 23(2), 31-42.
- Lace, N., Bistrova, J., & Kozlovskis, K. (2013). Ownership type influence on dividend payments in CEE countries. *Business: Theory and Practice/Verslas: Teorija ir Praktika*, 14, 259-266.
- Lambrecht, J., Arijs, D., Molly, V., & Broekaert, W. (2013). Private equity in familiebedrijven: Best practices voor een duurzame relatie. *Instituut voor het familiebedrijf: Studiecentrum voor Ondernemerschap, Hogeschool-Universiteit Brussel*.
- Lambrecht, J., & Lievens, J. (2008). Pruning the family tree: An unexplored path to family business continuity and family harmony. *Family Business Review*, 21, 295-313.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België. Brussel: FBN Net Belgium.
- Lambrecht, J., & Naudts, W. z.j. Overview of Family Business Relevant Issues Country Fiche Belgium. *Research Centre for Entrepreneurship EHSAL-K.U. Brussel*.
- Lambrechts, F., & Voordeckers, W. (2010). Is uw familiebedrijf een lerend bedrijf? *Strategisch Innoveren Vlaanderen*. Retrieved from: <https://strategischinnoveren.wordpress.com/category/lpf/>
- Landry, S., Fortin, A., & Callimaci, A. (2013). Family firms and the lease decision. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 176-187.
- Langley, A., & Abdallah, C. (2011). Templates and turns in qualitative studies of strategy and management: Building methodological bridges. *Research Methodology in Strategy and Management*, 6, 201-235.
- Lardon, A., Deloof, M., & Jorissen, A. (2017). Outside CEOs, board control and the financing policy of small privately held family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 29-41.
- Lasfer, M. A., & Levis, M. (1998). The determinants of the leasing decision of small and large companies. *European Financial Management*, 4(2), 159-184.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship theory and practice*, 30(6), 731-746.

- Li, L., Dong, F., Liu, Y., Huang, H., & Wang, S. (2016). The effect of corporate governance on debt financing cost of listed companies. *Journal of Systems Science and Complexity*, 29(3), 772-788.
- Longhurst, R. (2003). Semi-structured interviews and focus groups. *Key methods in geography*, 117-132.
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- Lorca, C., Ballesta, P., & Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of deb. *Journal of Business Ethics*, 1(19), 613-631.
- Lyagoubi, M. (2006). Family firms and financial behavior: how family shareholder preferences influence firm's financing. *Handbook of research on family business*, 537-551.
- Malone, S., & Jenster, P. (1991). Resting on your laurels: The plateauing of the owner-manager. *European management journal*, 9(4), 412-418.
- Martin, G., & Gomez-Mejia, L. (2016). The relationship between socioemotional and financial wealth: Re-visiting family firm decision making. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 14(3), 215-233.
- Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L., & Apana, R. (1994). Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, 7(4), 349-367.
- Mehran, H., Taggart, R. A., & Yermack, D. (1999). CEO ownership, leasing, and debt financing. *Financial Management*, 28(2), 5-14.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12(2), 113-130.
- Michel A., & Kammerlander N. (2015). Trusted advisor in family business's succession-planning process – An agency perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 6. 45-47.
- Michiels, A. (2017). Formal compensation practices in family SMEs. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(1).
- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing Decisions in Family Businesses: A Review and Suggestions for Developing the Field. *Family Business Review*, 30(4), 369-399.
- Michiels, A., Uhlaner, L., & Dekker, J. (2017). The effect of family business professionalization on dividend payout. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(4), 971-990.
- Michiels, A., Voordeckers, W., Lybaert, N., & Steijvers, T. (2015). Dividends and family governance practices in private family firms. *Small Business Economics*, 44(2), 299-314.
- Miller, Le Breton-Miller, & Lester, R. H. (2011). Family and Lone Founder Ownership and strategic behaviour: Social context, identity, and institutional logics. *Journal of Management Studies, Firm Ownership and Strategic Behaviour*, 48(1), 1-25.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 53-64.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2), 131-147.
- Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making. *Family Business Review*, 15, 205-223.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

- Nagar, V., Petroni, K., & Wolfenzon, D. (2000). Ownership structure and firm performance in closely-held corporations. *Ann Arbor, MI: University of Michigan Business School*.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Sjöberg, K., & Wiklund, J. (2007). Entrepreneurial orientation, risk taking, and performance in family firms. *Family business review, 20(1)*, 33-47.
- Olson, P. D., Zuiker, V. S., Danes, S. M., Stafford, K., Heck, R. K. Z., & Duncan, K. A. (2003). The impact of the family and the business on family business sustainability. *Journal of Business Venturing, 18(5)*, 639-666.
- Pearson, A. W., Carr, J. C., & Shaw, J. C. (2008). Toward a theory of familiness: A social capital perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice, 32(6)*, 949-969.
- Petersen, M. A. (2004). *Information: Hard and Soft. Kellogg School of Management. Northwestern University and NBER*. Mimeo.
- Poutziouris, P. Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review, 14(3)*, 277-291.
- Poza, E. J. (2009). *Family business*. Boston: South-Western Pub.
- Pratt, M. G. (2009). For the lack of a boilerplate: Tips on writing up (and reviewing) qualitative research. *Academy of Management Journal, 52(5)*, 856-862.
- PwC. (2014). *Inzicht in het familiaal ondernemerschap, Bevindingen voor België*. Retrieved from https://www.pwc.be/en/publications/2014/pwc_fbs_2014-country_report_belgium_nl.pdf
- Raes, A. M., Heijltjes, M. G., Glunk, U., & Roe, R. A. (2011). The interface of the top management team and middle managers: A process model. *Academy of Management Review, 36(1)*, 102-126.
- Reay, T. (2014). Publishing qualitative research. *Family Business Review, 27*, 95-102.
- Reay, T., Pearson, A. W., & Gibb Dyer, W. (2013). Advising family enterprise: Examining the role of family firm advisors.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing, 16(3)*, 285-310.
- Rue, L. W., & Ibrahim, N. A. (1996). The status of planning in smaller family-owned business. *Family Business Review, 9*, 29-43.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and decision economics, 23(4-5)*, 247-259.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003a). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal, 46(2)*, 179-194.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of business venturing, 18(4)*, 473-490.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science, 12(2)*, 99-116.
- Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review, 21(4)*, 331-345.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: A skill building approach* (4 ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: the impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance, 6(2)*, 128-142.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family business review, 10(1)*, 1-35.

- Siebels, J. F., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A review of theory in family business research: The implications for corporate governance. *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 280-304.
- Siggelkow, N. (2007). Persuasion with case studies. *The Academy of Management Journal*, 50(1), 20-24.
- 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.
- Songini, L. (2006). The professionalization of family firms: theory and practice. *Handbook of research on family business*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Stacchini, M., & Degasperi, P. (2015). Trust, family businesses and financial intermediation. *Journal of Corporate Finance*, 33, 293-316.
- Stake, R. E. (2000). Case Studies In: Denzin N. and Lincoln, Y.(Ed.). *Handbook of qualitative research*, 435-455.
- Steijvers, T., & Niskanen, M. (2013). The determinants of cash holdings in private family firms. *Accounting & Finance*, 53, 537-560.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333-346.
- Stewart, A., & Hitt, M. A. (2012). Why can't a family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms. *Family Business Review*, 25(1), 58-86.
- Strike, V. M. (2012). Advising the family firm: Reviewing the past to build the future. *Family Business Review*, 25(2), 156-177.
- Suess, J. (2014). Family governance—Literature review and the development of a conceptual model. *Journal of family business strategy*, 5(2), 138-155.
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and collaboration: paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28, 397-415.
- Tower, C. B., Gudmundson, D., Schierstedt, S., & Hartman, E. A. (2007). Do family meetings really matter? Their relationship to planning and performance outcomes in small family businesses. *Journal of Small Business Strategy*, 18(1), 85.
- Vago, M. (2004). Integrated Change Management©: Challenges for family business clients and consultants. *Family Business Review*, 17, 71-80.
- Vandekerckhof, P., Steijvers, T., Hendriks, W., & Voordeckers, W. (2014). The effect of organizational characteristics on the appointment of nonfamily managers in private family firms: the moderating role of socioemotional wealth. *Family Business Review*, 28(2), 104-122.
- Vandemaele, S., & Vancauteran, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166-182.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- VKW Limburg. (2017a). Dossier expertisecentrum familiebedrijven. *Familielaan16 vkwlimburg familiebedrijven*, p.26.
- VKW Limburg. (2017b). Dossier expertisecentrum familiebedrijven. *Familielaan16 vkwlimburg familiebedrijven*, p.9.
- Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3067-3086.
- Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2003). Governance in het Vlaamse Familiebedrijf. *Instituut voor het Familiebedrijf*.
- Wang, Q. (2012). *Trade-off between hard and soft information in bank lending* [Doctoral dissertation]. The University of North Carolina at Chapel Hill.

- Ward, J. L. (2004). How governing family businesses is different. In *Materning Global Corporate Governance*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Welsh, D. H., & Zellweger, T. (2010). Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 16(2), 21.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3), 371-403.
- Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22, 875-895.
- Yin, R. (2003). *Applications of case study research* (3 ed.). London, UK: Sage Publications Inc.
- Zahra, S. A. (2005). Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family business review*, 18(1), 23-40.

Bijlagen

Bijlage 1: Overzicht van de steekproef

Tabel 6: Overzicht van de steekproef

Respondent	Functie	Familie- bedrijf	Financiële instelling	Interview- methode	Interview- duur	Datum
FB1a	Familiale eigenaar + CEO	✓		Ter plaatse	2 h 43 min	16/02/'18
FB1b	CFO	✓		Ter plaatse	1 h 52 min	15/11/'17
FB1c	CHRO	✓		Ter plaatse	1 h 4 min	15/11/'17
FB2	Familiale eigenaar + CEO	✓		Ter plaatse	1 h 14 min	18/12/'17
FB3	Financieel directeur (schoonzoon eige- naarsfamilie)	✓		Ter plaatse	1 uur	14/03/'18
FB4	Familiale eigenaar	✓		Ter plaatse	30 min	29/03/'18
FI1	Relatie-beheerder (Huisbankier FB1)		✓	Ter plaatse	1 h 49 min	4/12/'17
FI2	Relatie-beheerder (Huisbankier FB1)		✓	Ter plaatse	1 h 48 min	30/11/'17
FI3	Adviseur familiebe- drijven		✓	Ter plaatse	2 h 18 min	7/12/'17
FI4	Verantwoordelijke business & wealth services Vlaanderen		✓	Ter plaatse	1 h 35 min	12/12/'17
FI1x	Relatie-beheerder (Huisbankier FB1)		✓	Mail (familieforum)	/	20/02/'18
FI2x	Relatie-beheerder (Huisbankier FB1)		✓	Mail (familieforum)	/	18/02/'18
FI3x	Adviseur familiebe- drijven		✓	Mail (familieforum)	/	21/02/'18
FI4x	Verantwoordelijke business & wealth services Vlaanderen		✓	Mail (familieforum)	/	21/02/'18
FI1y	Relatie-beheerder (Huisbankier FB1)		✓	Telefonisch (werking kre- dietafdeling)	20 min	6/03/'18

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Financiering van familiebedrijven: een multiple casestudy

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-accountancy en financiering**
Jaar: **2018**

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,

Duchateau, Eline

Datum: **15/05/2018**