



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische  
wetenschappen

### ***Masterthesis***

***Waarom zeggen familiebedrijven de beurs vaarwel? Op zoek naar verklaringen***

#### **Daniele Allegrezza**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,  
afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Frank LAMBRECHTS



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://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

## ***Masterthesis***

***Waarom zeggen familiebedrijven de beurs vaarwel? Op zoek naar verklaringen***

### **Daniele Allegrezza**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,  
afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap

### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Frank LAMBRECHTS



## **WOORD VOORAF**

Deze eindverhandeling is gericht tot het behalen van de graad van Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Innovatie en Ondernemerschap aan de Universiteit Hasselt. Ik zou graag mijn promotor, Prof. Dr. Frank Lambrechts en copromotor, Prof. Dr. Wim Voordeckers willen bedanken voor hun begeleiding, feedback en hulp. Verder gaat mijn dank uit naar de vijftien respondenten die wouden meewerken aan dit onderzoek. Tot slot bedank ik mijn familie, vrienden en vriendin voor hun onvoorwaardelijke steun en motivering gedurende mijn periode op de universiteit.

Ik draag deze eindverhandeling op aan mijn vader – Bruno Allegrizza – die op 25 december 2016 van ons heen ging.

*Daniele Allegrizza*

*Diepenbeek, augustus 2018*



## SAMENVATTING

Academici wijzen erop dat steeds meer beursgenoteerde familiebedrijven beslissen om terug privaat te gaan. Terwijl er financiële literatuur bestaat omtrent de zogenaamde "publiek-naar-privaat transacties (PPT's)" in het algemeen, kreeg dit fenomeen tot dusver weinig aandacht in het onderzoeksveld van het familiebedrijf. Bovendien wordt er nagelaten om een concreet antwoord te formuleren op de vraag *waarom* een eigenaarsfamilie ervoor kiest om, via een publiek overnamebod, hun bedrijf van de beurs te halen. Deze masterproef brengt hier verandering in, daar een verklarend onderzoek werd uitgevoerd om dit "gat" in de *family business* literatuur te dichten.

Aan de hand van vijf casestudies, gericht op het ontwikkelen van een theorie, werd de zoektocht naar de verklaringen voor de publiek-naar-privaat beslissing van een familiebedrijf gestart. Hierbij lag de nadruk op het systematisch en simultaan verzamelen, analyseren en interpreteren van kwalitatieve data. Deze data bestond uit een combinatie van vijftien semigestructureerde diepte-interviews en additionele informatiebronnen zoals: persberichten, interviews uit professionele tijdschriften, jaarverslagen, videomateriaal en eindprospectussen. Voor de data-analyse werd een uitgebreid coderingsproces volgens academische normen nagevolgd en uitgewerkt. Tot slot werd er doorheen het proces van theorieontwikkeling aandacht besteed aan de bestaande literatuur. Hierdoor vormen de concepten *socioemotional wealth* (SEW) en *organizational identity* de rode leidraad van dit onderzoek.

We onderstrepen dat de behoefte aan onafhankelijkheid en vrijheid een prominente rol speelt in de publiek-naar-privaat beslissing van een familiebedrijf. Allereerst laten we zien dat de eigenaarsfamilies van de vijf onderzochte *cases* een weigerachtige houding hadden tegenover het vergroten van de *free-float*, oftewel het percentage aandelen dat niet in het bezit is van de controlerende familie en dus vrij verhandelbaar is op de beurs. Hieruit concluderen we dat een familie de controle over het bedrijf niet wil reduceren voor een betere liquiditeit en waardeontwikkeling van het aandeel. Gezien het feit dat handel en liquiditeit twee essentiële elementen zijn voor een beursonderneming, en deze – omwille van de controlebehoefte van de familie – niet door de familiebedrijven in kwestie konden worden nageleefd, werd de beursnotering van deze ondernemingen zowel door de kapitaalmarkt als door de familie zelf in twijfel getrokken. Bovendien werd de strenge verantwoordingsverplichting op de beurs door de vijf eigenaarsfamilies als een last beschouwd, waardoor hun motivering voor een volledige autonomie – en dus ook een publiek-naar-privaat transactie – werd versterkt.

Naast de behoefte aan autonomie, merken we op dat een conflict op aandeelhoudersniveau voor twee *cases* de voornaamste reden was om de beursnotering te beëindigen. Hierbij wijzen we erop dat uniformiteit in het eigenaarschap tussen familiale en externe aandeelhouders van cruciaal belang is om de beursnotering voor een lange periode aan te houden.

Tot slot hadden enkele uitspraken omtrent de publiek-naar-privaat transacties van de *cases* betrekking op de identiteit van het familiebedrijf. Meer bepaald wordt er aangetoond dat twee familiale eigenaars niet meer accepteerden dat hun familiale onderneming werd geprofileerd als een "beursgenoteerd bedrijf". Dit doordat beiden een sterke tegenstelling zagen tussen het bedrijf zijn kernwaarden en het typische karakter van een beursonderneming. Overigens konden de twee familiebedrijven hierdoor geen

duidelijke boodschap overbrengen aan hun stakeholders, aangezien het beursprofiel resulteerde in een vertekend aanzien over “wie ze zijn” en “waarvoor ze staan”.

In het discussiestuk van deze masterproef vindt u de linken met de academische literatuur, gevolgd door een sectie die bestaat uit een aantal beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek. Bij dit laatste wijzen we er voornamelijk op dat een longitudinale studie, die de redenen en de gevolgen van een familiale publiek-naar-privaat transactie samenvoegt, onze kennis kan verruimen inzake het proces van deze strategische beslissing. Een meer gedetailleerde uitwerking van het onderzoek is terug te vinden in de eindverhandeling.

## **INHOUDSOPGAVE**

**Woord vooraf**

**Samenvatting**

**Inhoudsopgave**

**Introductie** **1**

**Literatuuroverzicht** **4**

De redenen achter een publiek-naar-privaat transactie van een familiebedrijf 4

**Onderzoeksmethode** **8**

Grounded Theory 8

Cases voor deze studie 8

Dataverzameling 9

Data-analyse 10

Het omsluiten van de literatuur 12

**Verklaringen** **14**

De behoefte aan familiale autonomie speelt een centrale rol in de keuze voor een PPT 14

Aandeelhoudersconflicten zijn een directe aanleiding voor een PPT van het familiebedrijf 20

Het familiebedrijf aanvaardt de beurs niet meer als een deel van zijn organisatie-identiteit 22

**Discussie** **24**

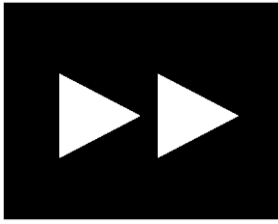
**Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek** **27**

**Lijst van geraadpleegde werken** **28**

**Appendix A. Interviewprotocol** **30**







## Waarom zeggen familiebedrijven de beurs vaarwel? Op zoek naar verklaringen

Daniele Allegrezza

Onder toezicht van Prof. Dr. Frank Lambrechts en Prof. Dr. Wim Voordeckers

---

### KERNWOORDEN

---

Familiebedrijf  
Publiek-naar-privaat beslissing  
Familiale autonomie  
Aandeelhoudersconflict  
Organisatie-identiteit  
Kwalitatief onderzoek

### ABSTRACT

---

Deze eindverhandeling heeft als doel te achterhalen wat de redenen zijn achter een publiek-naar-privaat beslissing van een familiebedrijf. Om de leemte in de academische literatuur op te vullen, rapporteren we de empirische resultaten van een interpretatief *case study* onderzoek omtrent dit fenomeen. De bevindingen van de studie wijzen erop dat de behoefte aan *familiale autonomie* een centrale rol speelt in dit beslissingsproces. Verder zijn conflicten op aandeelhoudersniveau een directe aanleiding voor een familie om privaat te gaan. Tot slot tonen we aan dat – in het geval van familiebedrijven die in een vroege, opvolgende generatie zitten – een familie haar bedrijf van de beurs wil halen, vermits ze niet meer geprofileerd wil worden als een “beursgenoteerd familiebedrijf”. Met dit gegeven kan er gesteld worden dat een publiek-naar-privaat beslissing van een familiebedrijf wordt geassocieerd met een in twijfel getrokken organisatie-identiteit.

---

### Introductie

Er wordt erkend dat familiebedrijven ruimschoots aanwezig zijn op de beurs (Crocchi, Doukas & Gonenc, 2011; Ehrhardt & Nowak,

2003; Martinez, Stöhr, & Quiroga, 2007; Jaskiewicz, Gonzales, Menendez & Schiereck, 2007; Sraer & Thesmar, 2007). Hoewel er gevallen zijn waar een publieke notering door een familiale onderneming wordt gestart,

bestaan er evenzeer beursgenoteerde familiebedrijven die kiezen om terug privaat te gaan. Zo vonden Croci en Del Giudice (2014) uit een sample van 429 *gedeliste* bedrijven<sup>1</sup> in Europa, dat 69 hiervan werden gecontroleerd door een familie. Aangezien de *delisting* van deze familiebedrijven vrijwillig werd doorgevoerd, is het vanuit academisch oogpunt interessant om de specifieke beweegredenen achter deze beslissing te onderzoeken. Bovendien vult dit de leemte in de *family business* literatuur op, vermits enkel Boers, Ljungkvist, Brunninge en Nordqvist (2017) recent een poging ondernamen om dit beslissingsproces beter te begrijpen. Het doel van dit onderzoek is dus om op zoek te gaan naar verklaringen waarom familiaal gecontroleerde bedrijven de beurs uit vrije wil verlaten. Dit doel wordt ingeleid door het stellen van volgende onderzoeksvraag: "wat zijn de redenen van een familiale eigenaar om de externe minderheidsaandeelhouders uit te kopen, zodat een publiek-naar-privaat transactie van het bedrijf kan worden doorgevoerd?"

Alvorens met een onderzoek te starten, benadrukken Miller, Le-Breton Miller, Lester en Cannella Jr. (2007) dat een "familiebedrijf" eerst duidelijk moet worden gedefinieerd. Dit aangezien de gehanteerde definitie logischerwijs een invloed heeft op de empirische bevindingen van een studie omtrent dit type bedrijf. Rekening houdend met deze veronderstelling, wordt er in deze eindverhandeling geopteerd voor een brede werkdefinitie van een familiebedrijf. Deze definitie wordt opgelegd door de "European Group of Owner-Managed and Family Enterprises" (GEEF), waarbij een

bedrijf als een familiebedrijf wordt beschouwd indien:

"de meerderheid van het stemrecht op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaarsfamilie. Indien het bedrijf *beursgenoteerd* is, dan volstaat het dat de eigenaarsfamilie 25 procent van het stemrecht bezit"

EN

"minstens één vertegenwoordiger van de familie actief is in het management of het bestuur van het bedrijf" (Lambrecht & Molly, 2011, p. 13)

Deze GEEF-definitie – die overigens redeneert vanuit de *familiale betrokkenheid* in het eigenaarschap, management en controle van het bedrijf (Astrachan & Shanker, 1999;2003) – sluit het best aan bij deze eindverhandeling, vermits hier dieper wordt ingegaan op Belgische en Nederlandse familiebedrijven die tot voor kort beursgenoteerd waren. Bovendien zijn de twee bovenstaande voorwaarden makkelijk verifieerbaar en werd deze definitie al eerder gehanteerd in een Belgische studie (zie Lambrecht & Molly, 2011).

Naast het definiëren van een "familiebedrijf", is het voor deze studie ook belangrijk dat een "publiek-naar-privaat transactie (PPT)" wordt toegelicht. Volgens de financiële literatuur valt dit concept onder de notie van een "vrijwillige *delisting*", oftewel een *delisting* die wordt geïnitieerd door het bedrijf zelf. Hierbij wordt het bedrijf niet automatisch van de beurs verwijderd, hetgeen in tegenstelling is met een "gedwongen *delisting*".

---

<sup>1</sup> Een *delisting* wordt gedefinieerd als de schrapping van een onderneming uit de noteringslijst van een effectenbeurs (Martinez & Serve, 2016).

Dit komt omdat het bedrijf in deze situatie over de optie beschikt om alsnog zijn aandelen te verhandelen in een andere markt (d.i. *the delisting with subsequent trading*) (Martinez & Serve, 2016). Hiertegenover staat een *delisting zonder* de voortgezette aandelenverhandeling van het bedrijf (d.i. *the delisting without subsequent trading*). Volgens Macey et al. (2008) is dit laatste een overeenkomst tussen het bedrijf en zijn aandeelhouders, wat specifiek kan worden veroorzaakt door een fusie, acquisitie of publiek overnamebod. Voor de laatste twee verwijst de literatuur naar een "going private transaction" (GPT) of een "publiek-naar-privaat transactie" (PPT). Tijdens deze transactie wordt het eigenaarschap geconcentreerd over een groep investeerders die niet geïnteresseerd is in een publieke verhandeling van zijn eigen vermogen (Leuz, Triantis & Wang, 2008). Ondanks het gemeenschappelijk uitgangspunt, verschillen PPT's onderling van aard en worden deze gekoppeld aan de eigenaarsstructuur van een onderneming. Zo leidt de *delisting* voor een bedrijf met een verspreid eigenaarschap tot een verandering van de controle, daar het wordt overgenomen via een *leveraged buy-out* (LBO). Concreet komt de controle van het overgenomen bedrijf in handen van een nieuwe eigenaar, wiens acquisitie wordt gefinancierd door schulden. Voor een bedrijf met een sterk geconcentreerd eigenaarschap – een categorie waarin een familie of een groep van families toe behoren – wordt het bedrijf van de beurs geschrapt via een publiek overnamebod van de huidige referentieaandeelhouder. Hierbij wilt deze aandeelhouder beschikken over het volledige aandelenpakket van het bedrijf, zodat

het (terug) privaat kan gaan. Deze PPT wordt beschreven als een "*minority freeze-out*" (D'Angelo, D'Angelo, & Rice, 1984) of een "*buy-out offer with squeeze-out* (BOSO)" (Martinez & Serve, 2011). Laatstgenoemde PPT kan enkel worden uitgevoerd indien de referentieaandeelhouder beschikt over een deel van de stemrechten<sup>2</sup> die hem het wettelijk recht geeft om de minderheidsaandeelhouders uit te kopen.

Zoals de centrale onderzoeksvraag meedeelt, verdiept deze studie zich op de beweegredenen voor een vrijwillige *delisting* van een familiebedrijf *zonder* een verdere verhandeling van zijn aandelen op een andere markt. Overigens wordt er uitsluitend gekeken naar de publiek-naar-privaat transacties via een publiek overnamebod, gelanceerd door de eigenaarsfamilie of oprichter.

Deze kwalitatieve, interpretatieve studie over de vrijwillige *delistings* van vijf Belgische en Nederlandse familiebedrijven, wijst erop dat de behoefte aan onafhankelijkheid en vrijheid bijdraagt aan de beslissing om privaat te gaan. Eerder onderzoek merkte reeds op dat de onafhankelijkheid tegenover kapitaalmarkten een kernkarakteristiek is in de logica van het familiaal eigenaarschap (Brundin, Samuelsson, & Melin, 2014). Meer bepaald refereren de auteurs hier naar de voorkeur van de familiale eigenaars in het gebruik van hun eigen middelen, in plaats van te vertrouwen op en afhankelijk te zijn van middelen van buitenaf. Ons onderzoek sluit zich aan bij deze bevinding van Brundin, Samuelsson en Melin (2014) en voegt hieraan toe dat de behoefte aan *familiale autonomie* zelfs leidt tot het einde van een publieke notering van het familiebedrijf. Dit

---

<sup>2</sup> Volgens artikel 15 van de Europese Dertiende Richtlijn heeft een aandeelhouder dit recht indien hij minimum 90 en maximum 95 percent van de stemrechten bemachtigd (Van Gerven, 2008)

aangezien de familie de beursnotering van hun bedrijf in vraag stelt, daar ze weigerachtig staan tegenover het vergroten van de *free-float*<sup>3</sup> en de algemene verantwoordingsverplichting ten aanzien van het grote publiek. Verder demonstreert ons onderzoek dat deze drang naar autonomie wordt versterkt indien er fricties ontstaan tussen enerzijds familiale en anderzijds externe aandeelhouders van het beursgenoteerd bedrijf. Tot slot wordt er aangetoond dat – in het geval van familiebedrijven die in een vroege, opvolgende generatie zitten – een familie zijn bedrijf van de beurs wil halen omdat ze niet meer geprofileerd willen worden als een “beursgenoteerd familiebedrijf”. Met dit gegeven wordt er door ons beargumenteerd dat een vrijwillige *delisting* van een familiebedrijf wordt geassocieerd met een in vraag gestelde organisatie-identiteit.

Ons onderzoek levert een belangrijke bijdrage aan de huidige literatuur omtrent de delistingsbeslissing van een familiebedrijf. Zoals eerder vermeld, stellen we voor dat een gebrek aan onafhankelijkheid en vrijheid (*familiale autonomie*) de voornaamste trigger is voor een publiek-naar-privaat transactie (PPT) van dit soort bedrijven. Aansluitend hierop merken we op dat een conflict op aandeelhoudersniveau ervoor zorgt dat een familie weer verlangt naar zelfbestuur. Onze studie markeert hierbij het belang van een stabiel en betrokken aandeelhoudersbestand op de beurs waarbij de

---

<sup>3</sup> Het percentage aandelen dat niet in het bezit is van de controlerende familie en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

strategische voorkeur en de lange-termijn ambities van de familie worden erkend en omarmt. Concreet moeten de aandeelhouders van het publiek familiebedrijf (zowel familie als niet-familie) streven naar uniformiteit in het eigenaarschap en raad van bestuur. We merken op dat de Europese effectenbeurs Euronext, met zijn recente *Familyshare program*<sup>4</sup>, dit uniformiteitsproces kan mediëren en coachen.

Dit artikel begint met een overzicht van de beperkte literatuur omtrent de beweegredenen achter een publiek-naar-privaat transactie van een familiebedrijf, gevolgd door onze gehanteerde onderzoeksmethode. Alvorens de discussie met de academische literatuur aan te vatten, worden de gevonden verklaringen eerst weergegeven. Tot slot worden de beperkingen van het onderzoek aangetoond in combinatie met enkele aanbevelingen voor verder onderzoek.

## Literatuuroverzicht

### *De redenen achter een publiek-naar-privaat transactie van het familiebedrijf*

De academische literatuur omtrent de publiek-naar-privaat transacties (via een BOSO) wordt gedomineerd door kwantitatieve en financiële studies. Deze studies zijn gerelateerd aan de *performance* van deze bedrijven na de *delisting* (Crocì, Nowak & Ehrhardt, 2013;

<sup>4</sup> *FamilyShare* is een uniek trainingsprogramma die individueel wordt uitgevoerd voor familiaal gecontroleerde bedrijven die beursgenoteerd zijn of de intentie hebben om een beursnotering te starten. Het programma bestaat uit tien coaching sessies die door experts worden gegeven, zoals: *investment service providers*, banken, *governance consultants*, *financial communication agencies*, ... Deze sessies gaan dieper in op zowel de financiële als de familiale aspecten van het familiebedrijf ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)).

Boubaker, Cellier & Rouatbi, 2014) en aan de *trade-off* theorie – een benadering die aantoont dat een publiek-naar-privaat transactie doorgaat indien de baten van een beursnotering worden overschreden door de kosten ervan – (Bharath & Dittmar, 2010; Mehran & Peristiani, 2009; Weir, Wright & Scholes, 2008; Thomsen & Vinten, 2013; Kashefi Pour & Lasfer, 2013; Djama, Martinez, & Serve, 2012). In de financiële literatuur worden de twee benaderingen eveneens onderzocht voor het familiebedrijf.

Met betrekking tot de financiële kosten-baten *trade-off*, gaan Martinez en Serve (2011) ervan uit dat familiale eigenaars hun private voordelen kunnen maximaliseren door het familiebedrijf te laten noteren op een beurs. Concreet kan de beurs ervoor zorgen dat het idiosyncratisch risico wordt gedeeld met de nieuwe aandeelhouders, die na de beursintroductie of *Initial Public Offering* (IPO) over een deel van het bedrijf beschikken. Voor een familiale eigenaar is deze beslissing niet evident, aangezien hij hierdoor ook de controle moet delen met deze minderheidsaandeelhouders (Ravasi & Marchisio, 2003). Bovendien kan de gedeelde controle leiden tot verschillende strategische agenda's binnen de raad van bestuur, omwille van het potentieel contrast tussen de visie en de belangen van beide groepen aandeelhouders (Boers & Nordqvist, 2012). Samengevat concluderen Martinez en Serve (2011) dat familiebedrijven naar de beurs trekken wanneer hun idiosyncratisch risico hoog is, en dat ze kiezen voor een *delisting* als dit risico terug is gedaald. Een publiek-naar-privaat transactie doet zich dus voor mits het voordeel van het "gedeelde risico" niet meer geldt voor de familiale eigenaars. Daarnaast laat het toe dat de eigenaarsfamilie terug beschikt over de volledige controle van het bedrijf.

Geranio en Zanotti (2012) koppelen de

publiek-naar-privaat transactie van een familiebedrijf aan de onderwaardering van het aandeel. Deze door de beurs opgelegde onderwaardering is een sterke drijfveer om terug privaat te gaan, vermits de familiale aandeelhouders hierdoor de waarde van hun totale portfolio – die vaak enkel bestaat uit het familiebedrijf – kunnen redden. Bovendien kwamen de auteurs tot de conclusie dat de publiek-naar-privaat transacties een positieve impact hadden op de *cumulative abnormal returns* (CAR's) van de onderzochte familiebedrijven. Dit toont aan dat de terugkoop van het bedrijf een goede investering was voor de familie, aangezien de financiële *performance* na de *delisting* beter was dan voorspeld. De literatuur verwijst hiervoor naar het opportunistisch gedrag van de familiale aandeelhouder (Faccio & Lang, 2002; Morck & Yeung, 2003), waarbij er wordt aangenomen dat de eigenaarsfamilie beschikt over private informatie omtrent de toekomstige winsten van het bedrijf. Deze informatie geeft hun een voordeel tegenover de andere investeerders, daar zij een publiek-naar-privaat transactie kunnen doorvoeren op het meest gunstige moment. Dit moment is namelijk *alvorens* de prestaties van het bedrijf verbeteren. Bijgevolg incorporeert de marktprijs van de minderheids aandelen deze toekomstige verbetering niet, waardoor de eigenaarsfamilie vermijdt dat de verbeterde prestaties worden gedeeld met de andere aandeelhouders. Het opportunisme van de eigenaarsfamilie werd ook in Croci en Del Giudice (2014) vooropgesteld. Zij vonden echter geen bewijs dat families een publiek-naar-privaat transactie doorvoeren om de minderheidsinvesteerders in het bedrijf uit te sluiten. Dit doordat de prestaties van de onderzochte familiebedrijven niet waren verbeterd in de jaren na de *delisting*.

Hoewel de studies van Martinez & Serve (2011), Geranio & Zanotti (2012), en Croci & Del

Guidice (2014) ons een goed inzicht geven over de mogelijke motivaties van een eigenaarsfamilie voor een publiek-naar-privaat transactie van hun bedrijf, neemt geen van de drie een specifieke *family business* perspectief aan. Meer bepaald bestonden de samples van de onderzochte familiebedrijven in deze studies slechts uit respectievelijk 30, 16 en 12 percent. Overigens wordt er in de studies enkel geredeneerd vanuit een financieel perspectief, wat voor een familiebedrijf niet altijd van toepassing is. Dit vanwege hun langere-termijn denken, gericht op de familiale continuïteit in het bedrijf (Brundin, Samuelsson & Melin, 2014).

Terwijl de financiële aspecten eveneens van toepassing zijn voor het familiebedrijf, besteedt de *family business* literatuur veel aandacht aan de niet-financiële aspecten in zijn strategisch beleid. Deze aspecten worden samengevat onder het concept *socioemotional wealth* (SEW), wat gedefinieerd wordt als de som van de niet-economische voordelen die een eigenaarsfamilie kan onttelen van het bedrijf (Gomez-Mejia et al., 2007). Berrone, Cruz en Gomez-Mejia (2012) karakteriseren SEW in vijf dimensies. Deze worden afgekort als FIBER<sup>5</sup> en bestaan uit: de familiale controle en invloed die het bedrijf over de generaties heen wil behouden (F); de identificatie van familieleden met het bedrijf, waarbij zij hun persoonlijke identiteit koppelen aan de identiteit van het bedrijf<sup>6</sup> (I); het aangaan van sociale relaties met de stakeholders en de maatschappij (B); de emotionele betrokkenheid (E); en de vernieuwing van familiebanden via een familiale

opvolging, waardoor de familiedynastie blijft voortbestaan (R). Volgens Gomez-Mejia, Cruz, Berrone en De Castro. (2011) zijn de niet-financiële of SEW-consideraties omtrent het familiebedrijf voor een familie even belangrijk als hun financiële rijkdom. Bovendien laat dit perspectief toe om het gedrag van het familiebedrijf en haar eigenaars in de diepte te analyseren (Gomez-Mejia et al., 2007).

Familiebedrijven willen hun SEW behouden en beschermen (Gomez-Mejia et al., 2011; Gomez-Mejia, Patel & Zellweger, 2015; Chrisman & Patel, 2012). Om dit doel te bereiken, moet het management van het bedrijf soms grote risico's nemen door een strategische richting uit te gaan die vanuit een financieel perspectief compleet irrationeel is, maar logisch overkomt vanuit een SEW-perspectief. Bovendien zijn familiebedrijven vaak minder geïnteresseerd in de vooruitzichten die financieel enorm voordelig zijn, maar tegelijk ook een bedreiging vormen voor hun SEW. Dit wordt gedefinieerd als de *loss-aversion* van de SEW. De *family business* literatuur laat zien dat familiebedrijven zich baseren op dit principe indien er een strategische beslissing moet genomen worden. Zo concluderen Berrone et al. (2010) dat familiebedrijven minder vervuilende activiteiten uitvoeren voor de bescherming van hun SEW. Ook toonden Gomez-Mejia et al. (2007) al eerder dat Spaanse familiale olijfoliefabrikanten niet geneigd zijn om te participeren in een grote industriegroep, aangezien hierdoor de controle over het bedrijf – en dus ook hun SEW – wordt aangetast.

---

<sup>5</sup> De FIBER-dimensies worden voorgesteld als een schaal die kan dienen voor het direct en multidimensionaal meten van SEW in een familiebedrijf. Hauck, et al. (2016) kwamen later tot de conclusie dat dimensies (F) en (B) niet konden worden gevalideerd en verkortte om die reden de schaal van FIBER naar REI.

<sup>6</sup> Dit gebeurt in het bijzonder als het bedrijf opereert onder dezelfde naam van de familie. Hierdoor hechten familieleden veel belang aan het publieke imago van het bedrijf (Kalm & Gomez-Mejia, 2016).

Boers, Ljungkvist, Brunninge en Nordqvist (2017) gebruikten het SEW-perspectief om de motieven voor een publiek-naar-privaat beslissing van het familiebedrijf beter te begrijpen. Concreet onderzochten zij op welke manier de FIBER-dimensies van Berrone et al. (2012) een impact hebben op deze beslissing. Bovendien vroegen zij zich af op welke manier deze SEW-dimensies veranderen na *de delisting*. De grootste sterkte van dit onderzoek is dat het een nieuw inzicht weergeeft over de kosten-baten *trade-off* van een familiebedrijf. Zo wordt er aangetoond dat familiale eigenaars de socio-emotionele en de financiële consideraties afwegen als een *mixed gamble*<sup>7</sup> (Gomez-Mejia et al., 2015) en dat deze afweging verandert met de tijd. Hun kwalitatieve data onthult dat familiale eigenaars bewust zijn van de negatieve gevolgen van een *delisting*, zoals een gebrek aan publiciteit en financieringsbronnen. Echter worden deze gevolgen overtroffen door de voordelen, zoals een sterkere eenheid binnen de familie. Een andere belangrijke bijdrage van Boers et al. (2017) is de link tussen een publiek-naar-privaat beslissing en de identiteit van het familiebedrijf. Meer bepaald werd de identiteit als "een familiale vennootschap, die op lange termijn verantwoordelijk is voor de komende generaties" bedreigd door de ervaring van het "korte-termijn denken", een logica die over het algemeen heerst op een kapitaalmarkt. Tot slot besluiten Boers et al. (2017) dat een beursnotering leidt tot: spanningen tussen familieleden wat betreft het eigenaarschap, een offensieve marketingstrategie en een onzekerheid over de opvolging in het familiebedrijf.

De huidige *family business* literatuur

---

<sup>7</sup> Gomez-Mejia et al. (2015) tonen aan dat deze afweging dikwijls leidt tot een respectievelijke winst-verlies en verlies-winst uitkomst.

gaat er dus vanuit dat de delistingsbeslissing een resultaat is van groeiende SEW-consideraties die geleidelijk aan tevoorschijn komen. Hoewel Boers et al. (2017) via dit perspectief een nieuwe insteek geven aan het delistingsfenomeen van het familiebedrijf, is hun studie beperkt in omvang. Zo onderzochten ze slechts twee Zweedse familiebedrijven in hun specifieke culturele context. Hierdoor dreigt hun SEW-perspectief als contextueel te worden beschouwd. Bovendien waren deze bedrijven relatief klein en in het bezit van de eerste en tweede generatie. Verdere studies in dit veld zouden volgens hun dus beter de focus leggen op de delistingsimplicaties en consideraties voor grote, internationale familiebedrijven die door een latere generatie worden gecontroleerd. Dit is een vaststelling waar ons onderzoek rekening mee houdt.

Ondanks de vermelde beperkingen, observeren we een aantal gelijkenissen tussen de studie van Boers et al. (2017) en de bevindingen van ons onderzoek. Zo ondersteunt deze eindverhandeling de bewering dat de kost om beursgenoteerd te zijn (de *tradeoff* situatie) wordt versterkt door SEW-consideraties die de delistingsbeslissing ondersteunen. We merken op dat het eigenaarschap en de controle in de familie verankerd zit, maar de gehechte betekenis hieraan – en daarbij de waarde – voor de eigenaarsfamilie verandert wanneer het bedrijf publiek of privaat is (F-dimensie van Berrone et al., 2012). Bovendien staan de bevindingen van onze studie op één lijn met de veronderstelling dat de identiteit van het familiebedrijf na een *delisting* terug uitdrukkelijk wordt geprononceerd (I-dimensie van Berrone et al., 2012). Terwijl onze studie het onderzoek van Boers et al. (2017) ondersteunt en



valideert, gaan we verder dan hun SEW-perspectief om een algemene verklaring te geven waarom een familiaal gecontroleerd bedrijf de beurs wil verlaten. Om die reden zal het discussiestuk van deze eindverhandeling een aantal relevante studies betrekken vanuit de *organizational identity* literatuur. Deze studies zullen, samen met de eerder vermelde financiële en *family business* literatuur, onze gevonden verklaringen onderbouwen. De volgende sectie schetst de gehanteerde onderzoeksstrategie en methode.

## Onderzoeksmethode

### *Grounded theory*

In deze eindverhandeling wordt een *grounded theory* methode gehanteerd (Glasser & Strauss, 1967) om te verklaren waarom familiale eigenaars kiezen voor een publiek-naar-privaat transactie van hun bedrijf. Payne (2007) beweert dat deze onderzoeksmethode het meest geschikt is om een fenomeen te bestuderen dat onderworpen is aan relatief weinig onderzoek. Als aanpak legt *grounded theory* de nadruk op het ontwikkelen van een theorie via het systematisch en simultaan verzamelen en analyseren van informatie (Glasser & Strauss, 1967). Bovendien wordt de benadering geassocieerd met de *interpretive research* methode (Burrell & Morgan, 1979), die onderzoekers aanspoort om een nieuw en creatief inzicht te leveren over een sociaal en economisch fenomeen, vermits deze onderworpen is aan een dominante of vanzelfsprekende denkwijze.

Academici komen overeen dat een theorie het best wordt ontwikkeld vanuit een verzameling van *case study* gegevens (Eisenhardt, 1989; Yin, 2003; Eisenhardt & Graebner, 2007), waarbij een *case study* wordt gedefinieerd als:

"a qualitative research strategy that involves an empirical investigation of a particular contemporary phenomenon within its real-life context" (Yin, 2003; p. 13).

Hoewel de meeste onderzoeken in de *family business* literatuur een kwantitatieve vorm aannemen (Fletcher, De Massis & Nordqvist, 2016), bewijzen een groot aantal studies dat deze kwalitatieve benadering steeds belangrijker wordt in het onderzoeksveld. Enkele van deze studies zijn: Lambrecht & Lievens (2008); Hall, Melin & Nordqvist (2001); Murphy & Lambrechts (2015) en Irava & Moore (2010).

Aangezien de *multiple case study* methode van Yin (2003) het sterkst bijdraagt aan het proces van theorieontwikkeling (De Massis & Kotlar, 2014), werd er verkozen om meerdere *casestudies* op te nemen in dit onderzoek. Hierdoor kon de onderzoeker de *cases* met elkaar vergelijken en constateren of een bevinding enkel merkwaardig was voor één *case* of consistent kon gerepliceerd worden door meerdere *cases* (Yin, 2003).

### *Cases voor deze studie*

Alvorens de *case selection* van start ging, kwam de auteurs eerst samen met zijn promotors. In deze bijeenkomst werden een aantal familiebedrijven opgenoemd die mogelijk konden dienen als *case study*. Nadien vervulde de auteur individueel de zoektocht naar de meest geschikte *cases* voor het onderzoek. De literatuur definieert dit proces als *theoretical sampling* (Eisenhardt, 1989).

Na een grondige doorlichting van verschillende kwaliteitskranten en magazines, kwamen oorspronkelijk elf familiebedrijven in aanmerking. Om de focus op de centrale onderzoeksvraag te versterken, werden deze familiebedrijven getoetst aan drie

selectiecriteria. Ten eerste moest het gaan om een familiebedrijf die een vrijwillige *delisting* had ondernomen, waarbij de aandelen niet meer werden verhandeld op een andere kapitaalmarkt (d.i. *the voluntary delisting without subsequent trading*). Ten tweede diende het publiek overnamebod afkomstig te zijn van een of meerdere familiale aandeelhouders. Tot slot werd er vereist dat het bedrijf nog steeds wordt gecontroleerd door de stichtende familie. De invoering van deze criteria zorgde ervoor dat vier bedrijven niet konden worden geselecteerd. Bovendien vielen twee andere bedrijven af, aangezien ze niet bereid of in staat waren om mee te werken aan het onderzoek. Uiteindelijk bleven er vijf *cases* over voor een uitgebreide analyse. Bovendien is dit een hoeveelheid dat in het bereik valt van Eisenhardt (1989), die voorstelt om minimum vier en maximum tien *cases* te bestuderen indien de nadruk ligt op theorieontwikkeling.

*Tabel 1* biedt een uitgebreid profiel van de vijf geselecteerde *cases*, met inbegrip van achtergrondinformatie. De auteur respecteert hierbij de volledige anonimiteit en vertrouwelijkheid ten aanzien van de deelnemende bedrijven.

### *Dataverzameling*

De primaire methode voor de dataverzameling was het afnemen van kwalitatieve diepte-interviews. Via deze methode kon de auteur leren uit de verhalen van de vijf geselecteerde *cases* en een aantal kritische vragen stellen. Alvorens te starten met de interviews in de vijf *gedeliste* familiebedrijven, werden er eerst personen geïnterviewd in vier familiebedrijven die nog steeds verkiesbaar om beursgenoteerd te zijn. Dit had als doel om de vijf *cases* te contextualiseren (Pettigrew, 1987; Hall & Nordqvist, 2008). Concreet werd de bijkomende informatie voor

deze studie verzameld om de motieven van de familiale eigenaars uit de vijf *cases* beter te begrijpen. Overigens werden, voor dezelfde reden, twee kapitaalmarktexperts geïnterviewd. Hierdoor werd er meer kennis vergaard over het typische karakter van een effectenbeurs. Deze informatie bleek niet onbelangrijk, aangezien de auteur hierdoor startte met het reflecteren over de mogelijke (dis)harmonie tussen het karakter van de beurs en de identiteit van een familiaal gecontroleerd bedrijf.

De kwalitatieve diepte-interviews waren semigestructureerd en werden individueel afgenomen. Dit gebeurde zowel *face-to-face* als telefonisch. De auteur nam negen interviews af in de vijf vooropgestelde *cases* en voerde vier interviews uit in de vier beursgenoteerde familiebedrijven. In beide groepen hadden alle geïnterviewde personen een bevoegdheid in het nemen van strategische beslissingen. Meer bepaald ging het om de personen uit het top managementteam, zoals de Chief Executive Officer (CEO) en de Chief Financial Officer (CFO), alsook de personen met een mandaat in de raad van bestuur, zoals familiale en externe bestuursleden of voorzitters. Wat de kapitaalmarktexperts betreft, werd de CEO van een Belgische effectenbeurs en een voormalig beurscommentator geïnterviewd. Zij werden uitgekozen omwille van hun ruime kennis omtrent het beurswezen. In totaal werden er vijftien diepte-interviews afgenomen met elk een tijdsduur tussen de veertig en zeventig minuten. De interviews werden handmatig getranscribeerd, waardoor meer dan 200 pagina's aan rijke data werd voorzien voor de analyse.

Geïnspireerd door het artikel van Murphy en Lambrechts (2015), werden er, naast het afnemen van interviews, ook andere databronnen geraadpleegd. Deze databronnen bestaan uit: persberichten, interviews uit professionele magazines, jaarverslagen,

## Tabel 1

### Geselecteerde cases

**Case A** is een Belgisch familiebedrijf die zich sinds drie generaties situeert in de papier- en kartonsector. Het bedrijf werd in 1999 op de beurs geïntroduceerd. De hoofdreden voor de IPO was financieel, aangezien het bedrijf groeide en internationaal moest uitbreiden. De familie bleef, met 80 procent van de aandelen die geconcentreerd zaten in een STAK, de referentieaandeelhouder van het bedrijf gedurende de beursperiode. Overigens werden de CEO-en voorzitter posities – voor, tijdens en na de *delisting* in 2012 – ingevuld door twee broers. Bovendien heeft een ander familielid een zetel in de raad van bestuur. In 2017 bestonden de belangrijkste cijfers uit: een omzet van 1263 miljoen EUR, een nettowinst van 52 miljoen EUR en meer dan 5500 werknemers verspreid over 48 fabrieken in 16 landen.

**Case B** is een Nederlands familiebedrijf in de IT-sector, die momenteel wordt gecontroleerd door de tweede generatie. In 1986 werd het bedrijf beursgenoteerd, zodat de stichter-CEO een deel van de aandelen kon verkopen voor het verkrijgen van zijn pensioen. De publieke notering was ook een opportuniteit voor de groeiplannen van het bedrijf. Overigens bleef het bedrijf onder de controle van de familie, aangezien ze nog steeds over 60 procent van de aandelen beschikten. Bovendien werd de leiding – drie jaar na de *IPO* – overgedragen aan de zoon van de stichter (de huidige CEO). De stichter zelf werd voorzitter van de raad van bestuur. In 2017 had het familiebedrijf meer dan 700 werknemers, een omzet van 223 miljoen EUR en een nettowinst van 7,8 miljoen EUR.

**Case C** is een Belgische mediagroep die sedert vijf generaties door de stichtende familie wordt gecontroleerd. Het familiebedrijf ging in het jaar 2000 een fusie aan met een beursgenoteerde holding, die eveneens in het bezit was van een (andere) familie. Via de fusie kon de beursnotering van de mediagroep worden versneld en was de kans groter dat het bedrijf sneller kon opereren dan zijn concurrenten. De doelstelling van de fusie was: het uitvoeren van acquisities in het media-domein, diversificatie, het lanceren van kapitaalsverhogingen en een grote holding creëren op lange termijn. Overigens kwam het gefuseerde bedrijf voor 79 procent in handen van de mediafamilie (dat geconcentreerd werd in een familiale stichting). De andere aandelen werden verspreid over de minderheidsaandeelhouders (die grotendeels bestonden uit de familiale eigenaars van de voormalige beursgenoteerde holding). In 2004 kwam er een einde aan de fusie. De familiale aandeelhouders besloten hierbij een *delisting* uit te voeren, waardoor het mediabedrijf terug een zelfstandige onderneming werd. In 2010 werd het mediabedrijf een holding, die momenteel verschillende dochterbedrijven in de mediasector bezit. In 2015 had de holding een omzet van 296 miljoen EUR en een nettowinst van 8 miljoen EUR.

**Case D** is een Belgisch dierenpark, opgericht door de huidige CEO. De familiale vennootschap trok in 1999 naar de beurs om financiële middelen aan te trekken. De stichter-CEO bleef de referentieaandeelhouder tijdens de jaren op de beurs. In 2015 vroeg hij aan een minderheidsaandeelhouder om samen het bedrijf volledig over te nemen en van de beurs te halen. Momenteel zijn de aandelen verdeeld onder de twee eigenaars (72 procent voor de stichter-CEO en 28 procent voor de externe investeerder). In 2015 beschikte het bedrijf over een omzet van 58,4 miljoen EUR, een nettowinst van 1,25 miljoen EUR en over 250 werknemers.

**Case E** is een Belgische brouwerijfamilie die momenteel wordt geleid door de vierde generatie. In 1999 besloten drie broers om het eigenaarschap te defamiliariseren via een uitkoop, dat met schulden werd gefinancierd. Enkel een achternicht verkocht haar aandelen niet. Dankzij de beursintroductie konden de schulden van de broers worden afgelost via een deelse verkoop van de aandelen. Hierdoor behielden ze samen 72 procent van het bedrijf, gevestigd in een familiale holding. De achternicht bezat 14 procent, waardoor er 14 procent overbleef voor de publieke investeerders. Bovendien werd de internationalisering, verdere professionalisering en de opportuniteiten voor acquisities aangehaald als belangrijke redenen voor de beursintroductie. In 2012 besloten de vier familieleden om een bod te lanceren op alle resterende aandelen, zodat het bedrijf van de beurs kon worden gehaald. In 2017 behaalde het bedrijf een omzet van 401 miljoen EUR, een nettowinst van 53,6 miljoen EUR en werden er meer dan 1400 personen tewerkgesteld.

videomateriaal en eindprospectussen. De bronnen dienden enerzijds voor het opstellen van het interviewprotocol (dat u kan terugvinden in de Appendix van dit artikel) en anderzijds voor het valideren van de uitspraken in de diepte-interviews (Golden, 1992).

Tabel 2 bevat een overzicht van de verzamelde data. Hierin worden de geïnterviewde respondenten en de gehanteerde additionele databronnen per groep (nl. de geselecteerde cases, de beursgenoteerde

familiebedrijven en de kapitaalmarktexperts) weergegeven.

#### *Data-analyse*

Zoals eerder vermeld, legt de *grounded theory* benadering van Glasser en Strauss (1967) de nadruk op het *stelselmatig* verzamelen en analyseren van kwalitatieve data. De onderzoeker respecteert dit onderling samenhangend proces, aangezien de analyse

**Tabel 2**

Overzicht data-verzameling per groep

Geselecteerde cases		
	Geïnterviewde respondenten	Additionele bronnen
<b>Case A</b>	<b>A1:</b> Familiale CEO <b>A2:</b> Familiale voorzitter RvB <b>A3:</b> Niet-familiale CFO	Persberichten, interviews, jaarverslagen en eindprospectus
<b>Case B</b>	<b>B1:</b> Familiale CEO <b>B2:</b> Niet-familiale CFO	Persberichten, interviews, jaarverslagen en eindprospectus
<b>Case C</b>	<b>C1:</b> Niet-familiale voorzitter RvB <b>C2:</b> Niet-familiale CEO	Persberichten en interviews
<b>Case D</b>	<b>D1:</b> Familiale CEO	Persberichten, interviews, eindprospectus en videomateriaal
<b>Case E</b>	<b>E1:</b> Familiale CEO	Persberichten, interviews, jaarverslagen en eindprospectus
Beursgenoteerde familiebedrijven		
	Geïnterviewde respondenten	Additionele bronnen
<b>Bedrijf 1</b>	Familiale voorzitter RvB	Persberichten en interviews
<b>Bedrijf 2</b>	Familiale voorzitter RvB	Persberichten en interviews
<b>Bedrijf 3</b>	Familiale CEO	Persberichten en interviews
<b>Bedrijf 4</b>	Niet-familiaal bestuurslid	Persberichten en interviews
Kapitaalmarktexperts		
	Geïnterviewde respondenten	Additionele bronnen
<b>Expert 1</b>	Beurscommentator	Interviews
<b>Expert 2</b>	CEO Belgische beurs	Interviews

reeds van start ging nadat het eerste interview werd afgenomen. Concreet werd er na elk interview een *memo* gecreëerd, waarin de meest opmerkelijke bevindingen werden neergeschreven of ingesproken (Saldana, 2009). Vervolgens werd er ook rekening gehouden met het principe van *constant*

*comparison* (Boeije, 2002), in die zin dat de onderzoeker de onderliggende motieven vergeleek met zowel de voorafgaande interviews alsook de interviews die volgden. Nadat alle interviews waren afgerond, volgde een uitgebreid codeerproces en analyse van de verzamelde data. Voordat dit proces werd

aangevangen, bestudeerde de auteur eerst de belangrijkste gebeurtenissen van elke *case* (voor, tijdens en na hun beursperiode) en elk beursgenoteerd familiebedrijf (voor en tijdens hun beursperiode). Deze algemene analyse leidde tot een eerste zoektocht naar de kernpatronen en betekenissen omtrent de verklaringen van een publiek-naar-privaat transactie van een familiebedrijf. Bovendien werd hier andermaal rekening gehouden met het principe van *constant comparison* (Boeije, 2002).

In de eerste stap van het coderingsproces, met name de open codering of *open coding* (Strauss & Corbin, 1990; Charmaz, 2006), behield de onderzoeker een “*open mindset*” om te ontdekken welke theoretische mogelijkheden in de interviewtranscripten en additionele databronnen konden onderscheiden worden. Meer bepaald werd de methode van een lijn-bij-lijn codering gehanteerd (zie *tabel 3* voor een voorbeeld van het lijn-bij-lijn coderingsproces). Hierdoor kwam de auteur op nieuwe ideeën die in de eerste, algemene lezing en analyse van de data niet werden opgemerkt. Bovendien werd er tijdens dit proces ook een tweede *memo* gemaakt, waarin de verschillende interpretaties van de auteur kritisch werden overlopen en zijn vragen omtrent de data werden neergeschreven. Het proces van open codering labelde de data in vijftig deelcategorieën.

In de tweede stap van het coderingsproces, met name de gerichte codering of *focused coding* (Strauss & Corbin, 1990; Charmaz, 2006), werden de meest significante codes uit het open codeerproces gehanteerd. Hierdoor kon de grote hoeveelheid aan data in de diepte worden onderzocht (zie *tabel 4* voor een voorbeeld van het gerichte coderingsproces). Bovendien werd het aantal deelcategorieën herleid tot achttien.

Doordat de onderzoeker verder vanuit

zijn interpretatie tewerk ging, konden er uiteindelijk negen centrale thema's worden ontwikkeld die samen een verklaring geven voor het delistingsfenomeen van het familiebedrijf. Deze zijn: onafhankelijkheid en vrijheid, *free-float*, verantwoording, familiale vs externe aandeelhouders, profiel en mentaliteit van aandeelhouders, vertrouwen, *socioemotional wealth* en organisatie-identiteit. Deze laatste stap wordt in de literatuur beschreven als een theoretische codering of *theoretical coding* (Strauss & Corbin, 1990; Charmaz, 2006).

Voor het codeerproces werd een NVIVO-softwareprogramma (QRS international, version 12) gehanteerd. Dit bood een ondersteuning in het navolgen van de opgesteld proces, waardoor de analyse rigoureuus kon worden uitgevoerd.

#### *Het omsluiten van de literatuur*

Eisenhardt (1989) benadrukt dat een vergelijking van een “opkomende” theorie (*emergent theory*) met de bestaande literatuur een essentieel kenmerk is van theorieontwikkeling. In deze studie werd eerst de financiële en *family business* literatuur geconsulteerd om vast te stellen wat er reeds geweten is over de specifieke redenen van een familiale publiek-naar-privaat beslissing. Zoals ons literatuuroverzicht weergeeft, focust enkel Boers et al. (2017) op de specifieke mechanismen van deze beslissing voor het familiebedrijf. Vandaar dat de auteur ook beroep doet op de *organizational identity* literatuur ter verduidelijking van de gevonden verklaringen. De discussie sectie van dit artikel gaat hier dieper op in. Tot slot delen we mee dat een *abductive research approach* (Alvesson & Skoldberg, 2000) centraal stond in deze studie, waarin we heen en weer bewogen tussen bestaande theorie en ons empirisch materiaal. Het werkelijk onderzoeksproces was dus niet lineair als de structuur van dit artikel laat

**Tabel 3**Voorbeeld van open codering<sup>8</sup>

Open codering: lijn-bij-lijn codering

Werknemer = een waarde  
 Werknemer = strategie  
 Emotionele band met werknemers  
 Conflict met externe aandeelhouders  
 omtrent waardering van werknemers  
 Externe aandeelhouders willen een  
 focus- en groeistrategie  
 Oude werknemers vervangen door  
 nieuwe krachten  
 Discussie in de raad van bestuur  
 Geen consensus in raad van bestuur  
 CEO leidt bedrijf als een familiebedrijf en  
 niet als een beursonderneming  
 Uitkoop lanceren of aanpassen aan de  
 beurs  
 Lening aangaan voor delisting  
 Aversie tegenover bankschulden

Schulden aangegaan in het verleden  
 Dilemma over *listing* of *delisting*  
 Twijfels om bedrijf deels te verkopen  
 Andere CEO om het bedrijf te leiden als  
 beursonderneming  
 Bedrijf = emotionele waarde familie

Bedrijf zit in het DNA van de familie  
 Lancering overnamebod, gefinancierd  
 met schulden

Bedrijf wordt na de delisting  
 geprononceerd als een "pure  
 familievennootschap"  
 Financiële moeilijkheden weggewerkt

Management en aandeelhouders op één  
 lijn na de delisting  
 Cultuur van vertrouwen na de delisting

Verantwoording is een energiever-spiller  
 voor de familiale CEO

Continuïteit en zelfstandigheid staan  
 voorop in het familiebedrijf

Zekerheid over familiale opvolging in  
 eigenaarschap en directie

**Excerpt 1.** Respondent B1, familiale CEO van case B, spreekt over de waarde van zijn werknemers, aandeelhoudersconflicten en het bedrijfsprofiel.

Mijn mensen zijn mij veel waard. Daar baseer ik ook een deel van mijn strategie op en die wil ik proberen altijd wel te behouden. Ze hebben mij veel gegeven en ik wil hun ook het liefst tot hun pensioen in dienst houden. Nou, dat botste flink met de minderheidsaandeelhouders. Zij zeiden iedere keer op een vergadering: "je moet je meer focussen, je moet groeien en je moet mensen die niet goed zijn vervangen". Je moet zorgen dat die mensen die al 10 of 20 jaar bij je werken, daar moet je een keer een vervanging doorvoeren. Er moeten nieuwe krachten en nieuw bloed in het bedrijf komen. Die discussie kreeg ik ook met de raad van commissarissen en uiteindelijk zei ik: "ik doe het gewoon niet". En toen zei mijn president-commissaris tegen mij van [naam B1], je moet beslissen. Jij leidt dit bedrijf als een familievennootschap, dan moet je ook een bod doen, als je dat zo wil blijven doen, een bod doen op de rest van de aandelen of je aanpassen. Uiteindelijk had ik daar wat moeite mee, want om het van de beurs af te krijgen had ik weer een flinke lening nodig om de andere aandelen over te kopen. Dus serieus geld weer nodig en dan ging ik weer in flinke bankschulden terecht komen en daar voelde ik niets meer voor, want dat heb ik een keer gedaan om daar helemaal uit te komen, dus uiteindelijk werd het dilemma voor mij te groot. Ik heb nog even zitten twijfelen van: "moeten we het niet uiteindelijk ergens anders onderbrengen en dan kan ik wat meer met pensioen en dan kan iemand anders het gaan leiden als een beursgenoteerd bedrijf". Maar door alle historie die het ook met mijn vader had en dat je samen met die mensen het allemaal hebt gedaan, zat het bedrijf gewoon zo dicht bij mij en bij de familie. In ons DNA. Toen zei ik van: "oké, dan ga ik het toch nog een keer doen". Ik ga nog een keer in 2013 de rit aan om die 40 procent van de aandelen, die nog bij anderen zitten, terug te kopen. Ik heb dat gedaan, het geld daarvoor geleend en begin 2014 hebben we [naam bedrijf] van de beurs kunnen halen en toen is het weer een pure familievennootschap geworden. Inmiddels ben ik ontzettend blij dat ik die impuls heb gehad, want we hebben nog wel wat moeilijke jaren gehad. Twee jaren met wat weinig winst, maar de laatste 2, 3 jaar gaat het fantastisch met het bedrijf. En ik denk dat het feit dat het zo goed gaat met het bedrijf, het gevolg is van het feit dat er veel meer aansluiting is tussen onze strategie en wat de aandeelhouders willen. Dus in een goede rust en met veel energie met de mensen samen. Er is vertrouwen en we doen gewoon wat er moet gebeuren om zo goed mogelijk te presteren. En in plaats van dat ik iedere keer aan andere moet uitleggen dat we het anders doen dan dat zij eigenlijk willen, kunnen we het gewoon nu doen, ook al is het goed of fout. Alle energie gaat gewoon in de eigen mensen, in de klanten en in het bedrijf. Maar vooral ook terug in de continuïteit. Het belangrijkste voor mij is dat het bedrijf zelf als zelfstandig bedrijf blijft voortgezet worden. En ik denk dat dat het beste gediend is met mijn familie als aandeelhouder. Dus vandaar dat ik het inderdaad ontzettend fijn vind dat ook de volgende generatie uiteindelijk het van mij gaat overnemen, zeker vanuit de aandeelhoudersverantwoordelijkheid en waarschijnlijk ook vanuit de directieverantwoordelijkheid.

<sup>8</sup> Volgens Charmaz (2006).

**Tabel 3** (vervolg)

---

	<b>Excerpt 2.</b> Respondent C2, voormalig niet-familiale CEO van case C, spreekt over de identiteit van het bedrijf en de reden voor een beursintroductie.
Het bedrijf wordt geprononceerd als "familiebedrijf" Beursnotering = professioneel familiebedrijf Korte beslissingskanalen is typisch voor een familiebedrijf	Een rasecht familiebedrijf natuurlijk hè, met uitgeversbloed. Ik denk dat dat heel duidelijk is en dat vertaalt zich in alle facetten van ondernemen. Dat wil zeggen proberen te professionaliseren en dat hebben ze ook gedaan, onder meer door naar de beurs te gaan. Maar toch korte kanalen aanhouden, dat je zeer snel beslissingen kunt nemen. En dat is een beetje typisch denk ik voor onze KMO's, meer bepaald familiebedrijven. Ze hebben wel, via de beurs, een beetje op het juiste moment de stap gezet van wat "defamilialisering" in het management, maar niet in de raad van bestuur en niet in de aandeelhoudersverhoudingen. Dat hing dan samen met het Corporate Governance principe dat je zorgt wat goed is, is goed voor haar stakeholders en is goed voor de aandeelhouder natuurlijk. Maar toch met dien verstande en dat kan ik toch alleen maar benadrukken, dat de familie echt altijd het belang van de vennootschap heeft vooropgesteld, dat niet altijd het geval is hè, met familiebedrijven. Maar zij hebben toch altijd geprobeerd om het nodige eigen vermogen binnen te houden en voldoende te reserveren zodanig dat ze konden werken. Zo, de beursperiode, je moet het zo stellen, op een bepaald moment heb je uw taille bereikt. Wij hadden het [naam krant 1]. Als je nog wil doorgroeien, dan moet je bepaalde dingen gaan doen natuurlijk. Wij hadden intussen ook de [naam krant 2] en dan regionaal pakket, regionale TV-zender. Op een bepaald moment willen we dat overstijgen? Ja, mogelijk, waarom niet? Als je dat wil overstijgen, bijvoorbeeld via acquisities, dan heb je natuurlijk middelen nodig. Als je middelen nodig hebt, dan is naar de beurs gaan een optie.
Beursnotering = defamilialisering in het management Defamilialisering in het management op één lijn met Corporate Governance Defamilialisering is goed voor stakeholders Belang van het bedrijf staat boven het individueel belang van het familielid Reservering eigen vermogen voor operationalisering Beursnotering = doorgroeien	
Acquisities Beursintroductie om middelen aan te trekken	

---

uitschijnen, wat volgens Suddaby (2006) normaal is voor kwalitatief onderzoek.

De volgende sectie somt de verklaringen op voor een publiek-naar-privaat transactie van een familiaal gecontroleerd bedrijf. Om de validiteit van de geïnterpreteerde kernpatronen en betekenissen zichtbaar te maken (Siggelkow, 2007), worden deze verklaringen per thema gecategoriseerd en geïllustreerd met de uitspraken van de geïnterviewde respondenten uit de vijf cases.

### Verklaringen

*De behoefte aan familiale autonomie speelt een centrale rol in de keuze voor een PPT*

Er zijn verschillende verwachtingen verbonden aan een IPO en niet allemaal blijken ze even realistisch te zijn voor een familiebedrijf. Zo verlangt de kapitaalmarkt dat de *free-float* van het bedrijf voldoende groot is, zodat de liquiditeit<sup>9</sup> van het aandeel is gewaarborgd. Deze liquiditeit is belangrijk, aangezien het een invloed heeft op de beurskoers van het bedrijf (en dus ook op de financiële rijkdom van zijn aandeelhouders). Een tweede verwachting bij een beursgenoteerd bedrijf is zijn volledige transparantie, communicatie en verantwoording aan het grote publiek. Dit is verplicht, aangezien de huidige en toekomstige mede-eigenaars voldoende geïnformeerd moeten zijn over de strategische richting en financiële ontwikkeling van hun

---

<sup>9</sup> Een aandeel is liquide als er voldoende verkopers en kopers te vinden zijn op de markt, waardoor investeerders het dus vlot kunnen verhandelen.

#### Tabel 4

Voorbeeld van gerichte codering<sup>10</sup>

Gerichte codering	
	<b>Excerpt 1.</b> Respondent B1, familiale CEO van case B, spreekt over de waarde van zijn werknemers, aandeelhoudersconflicten en het bedrijfsprofiel.
Conflict met externe aandeelhouders	Mijn mensen zijn mij veel waard. Daar baseer ik ook een deel van mijn strategie op en die wil ik proberen altijd wel te behouden. Ze hebben mij veel gegeven en ik wil hun ook het liefst tot hun pensioen in dienst houden. Nou, dat botste flink met de minderheidsaandeelhouders. Zij zeiden iedere keer op een vergadering: "je moet je meer focussen, je moet groeien en je moet mensen die niet goed zijn vervangen". Je moet zorgen dat die mensen die al 10 of 20 jaar bij je werken, daar moet je een keer een vervanging doorvoeren. Er moeten nieuwe krachten en nieuw bloed in het bedrijf komen. Die discussie kreeg ik ook met de raad van commissarissen en uiteindelijk zei ik: "ik doe het gewoon niet".
Discussie in de raad van bestuur	En toen zei mijn president-commissaris tegen mij van [naam B1], je moet beslissen. Jij leidt dit bedrijf als een familievennootschap, dan moet je ook een bod doen, als je dat zo wil blijven doen, een bod doen op de rest van de aandelen of je aanpassen. Uiteindelijk had ik daar wat moeite mee, want om het van de beurs af te krijgen had ik weer een flinke lening nodig om de andere aandelen over te kopen. Dus serieus geld weer nodig en dan ging ik weer in flinke bankschulden terecht komen en daar voelde ik niets meer voor, want dat heb ik een keer gedaan om daar helemaal uit te komen, dus uiteindelijk werd het dilemma voor mij te groot. Ik heb nog even zitten twijfelen van: "moeten we het niet uiteindelijk ergens anders onderbrengen en dan kan ik wat meer met pensioen en dan kan iemand anders het gaan leiden als een beursgenoteerd bedrijf". Maar door alle historie die het ook met mijn vader had en dat je samen met die mensen het allemaal hebt gedaan, zat het bedrijf gewoon zo dicht bij mij en bij de familie. In ons DNA. Toen zei ik van: "oké, dan ga ik het toch nog een keer doen".
CEO leidt bedrijf als een familiebedrijf en niet als een beursonderneming	Ik ga nog een keer in 2013 de rit aan om die 40 procent van de aandelen, die nog bij anderen zitten, terug te kopen. Ik heb dat gedaan, het geld daarvoor geleend en begin 2014 hebben we [naam bedrijf] van de beurs kunnen halen en toen is het weer een pure familievennootschap geworden. Inmiddels ben ik ontzettend blij dat ik die impuls heb gehad, want we hebben nog wel wat moeilijke jaren gehad. Twee jaren met wat weinig winst, maar de laatste 2, 3 jaar gaat het fantastisch met het bedrijf. En ik denk dat het feit dat het zo goed gaat met het bedrijf, het gevolg is van het feit dat er veel meer aansluiting is tussen onze strategie en wat de aandeelhouders willen. Dus in een goede rust en met veel energie met de mensen samen. Er is vertrouwen en we doen gewoon wat er moet gebeuren om zo goed mogelijk te presteren. En in plaats van dat ik iedere keer aan andere moet uitleggen dat we het anders doen dan dat zij eigenlijk willen, kunnen we het gewoon nu doen, ook al is het goed of fout. Alle energie gaat gewoon in de eigen mensen, in de klanten en in het bedrijf. Maar vooral ook terug in de continuïteit. Het belangrijkste voor mij is dat het bedrijf zelf als zelfstandig bedrijf blijft voortgezet worden. En ik denk dat dat het beste gediend is met mijn familie als aandeelhouder. Dus vandaar dat ik het inderdaad ontzettend fijn vind dat ook de volgende generatie uiteindelijk het van mij gaat overnemen, zeker vanuit de aandeelhoudersverantwoordelijkheid en waarschijnlijk ook vanuit de directieverantwoordelijkheid.
Andere CEO om het bedrijf te leiden als beursonderneming	
Bedrijf wordt na de delisting geprononceerd als een "pure familievennootschap"	
Management en aandeelhouders op één lijn na de delisting Cultuur van vertrouwen na de delisting Verantwoording is een energiever-spiller voor de familiale CEO	
Continuïteit en zelfstandigheid staan voorop in het familiebedrijf	

<sup>10</sup> Volgens Charmaz (2006).



**Tabel 4** (vervolg)

---

	<b>Excerpt 2.</b> Respondent C2, voormalig niet-familiale CEO van case C, spreekt over de identiteit van het bedrijf en de reden voor een beursintroductie.
Het bedrijf wordt geprononceerd als "familiebedrijf" Beursnotering = professioneel familiebedrijf Korte beslissingskanalen is typisch voor een familiebedrijf	Een rasecht familiebedrijf natuurlijk hè, met uitgeversbloed. Ik denk dat dat heel duidelijk is en dat vertaalt zich in alle facetten van ondernemen. Dat wil zeggen proberen te professionaliseren en dat hebben ze ook gedaan, onder meer door naar de beurs te gaan. Maar toch korte kanalen aanhouden, dat je zeer snel beslissingen kunt nemen. En dat is een beetje typisch denk ik voor onze KMO's, meer bepaald familiebedrijven. Ze hebben wel, denk ik, een beetje op het juiste moment de stap gezet van wat "defamilialisering" in het management, maar niet in de raad van bestuur en niet in de aandeelhoudersverhoudingen. Dat hing dan samen met het Corporate Governance principe dat je zorgt wat goed is, is goed voor haar stakeholders en is goed voor de aandeelhouder natuurlijk. Maar toch met dien verstande en dat kan ik toch alleen maar benadrukken, dat de familie echt altijd het belang van de vennootschap heeft vooropgesteld, dat niet altijd het geval is hè, met familiebedrijven. Maar zij hebben toch altijd geprobeerd om het nodige eigen vermogen binnen te houden en voldoende te reserveren zodanig dat ze konden werken. De beursperiode, je moet het zo stellen, op een bepaald moment heb je uw taille bereikt. Wij hadden het [naam krant 1]. Als je nog wil doorgroeien, dan moet je bepaalde dingen gaan doen natuurlijk. Wij hadden intussen ook de [naam krant 2] en dan regionaal pakket, regionale TV-zender. Op een bepaald moment willen we dat overstijgen? Ja, mogelijk, waarom niet? Als je dat wil overstijgen, dan heb je natuurlijk middelen nodig. Als je middelen nodig hebt, dan is naar de beurs gaan een optie.
Reservering eigen vermogen	

---

(potentiële) investering. Een belangrijke bevinding van dit onderzoek is dat de eigenaarsfamilies van de vijf onderzochte cases een sterke behoefte hadden aan een *volledige* autonomie ten aanzien van de kapitaalmarkt. Meer bepaald werd er door de sleutelrespondenten gedetailleerd verteld over de families hun weigerachtige houding jegens de twee eerder vermelde verwachtingen op de beurs, nl. het vergroten van de *free-float* (en dus het verkleinen van de familiale controle in ruil voor een grotere liquiditeit van het aandeel) en de verantwoordingsverplichting tegenover de markt (zie *tabel 5* voor de data die deze bevinding ondersteund).

Voor respondenten A1, A2 en A3 was een publieke notering van case A niet langer zinvol, vermits de *free-float* zeer laag was (8,98 percent) en het aandeel nauwelijks verhandeld werd. De beperkte *free-float* was een gevolg van de *dot-com* crisis (in het jaar 2000) en de financiële crisis (in het jaar 2008), daar het

bedrijf haar eigen aandelen moest inkopen ter ondersteuning van de verlaagde beurskoers. Het inkoopprogramma leidde in 2012 tot een opportuniteit, alsook een reden voor de eigenaarsfamilie om het bedrijf te *delisten*. Dit aangezien er nog maar een klein percentage aan aandelen moest worden teruggekocht en het aandeel laag stond gewaardeerd (in verhouding met de resultaten van het bedrijf). Onderliggend hieraan werd de beurs al een tijd niet meer als financieringsbron gehanteerd, aangezien de interestvoeten zeer laag stonden. De huidige en toekomstige investeringen konden dus goedkoop met een banklening worden gefinancierd.

Aan sommige respondenten werd er door de minderheidsinvesteerders specifiek gevraagd om meer aandelen op de beurs te plaatsen. Respondent E1, de familiale CEO van case E, stemde (samen met zijn familie) niet in op het voorstel, ondanks het aandeel – naar eigen zeggen – een "*all time high*" notering had

**Tabel 5**

De behoefte aan familiale autonomie speelt een centrale rol in de keuze voor een PPT

Familiale autonomie	Case	Quotes
De familie staat weigerachtig tegenover het vergroten van de <i>free-float</i>	A	<p>"De <i>free-float</i> was beperkt, aangezien de familie sterk de controle wilde behouden. En dat zagen we dan eerder als een nadeel dan een voordeel. Een kleine <i>free-float</i> is voor niemand goed. Ook niet voor de resterende aandeelhouders." (A3)</p> <p>"Gezien dat de leiding nog bij de twee broers zaten, waren financiële opties voor ons geen prioriteit, want wij zijn aandeelhouder. Op dat moment, als er een niet-familiale CEO zou komen en hij had financiële opties vereist, dan zou er een probleem ontstaan zijn." (A2)</p>
	B	<p>"Het belangrijkste voor mij is dat het bedrijf als zelfstandig bedrijf blijft voortgezet worden. En ik denk dat dat het beste gediend is met mijn familie als aandeelhouder. Dus vandaar dat ik het inderdaad ontzettend fijn vind dat ook de volgende generatie uiteindelijk het van mij gaat overnemen, zeker vanuit de aandeelhoudersverantwoordelijkheid en waarschijnlijk ook vanuit de directieverantwoordelijkheid." (B1)</p> <p>"Die externe aandeelhouders probeerden de koers van de aandelen in [naam bedrijf] te optimaliseren. Dus ik werd ook regelmatig met de vraag geconfronteerd van: "er is een ander bedrijf zeer geïnteresseerd in [naam bedrijf], die wil twee keer de koers betalen van de huidige, waarom verkoopt u niet een deel?" Ja, dat was dus iets wat bij mij helemaal niet op kwam. Ik wilde het helemaal niet verkopen. Maar de externe aandeelhouder zegt dan tegen mij van: "als iemand twee keer de koers biedt, moet je gewoon verkopen."</p>
	C	<p>"De <i>free-float</i> was veel te weinig. Waarom? De familie wou absoluut niet verkopen en het klein beetje dat dan als <i>free-float</i> op de beurs was, dat was onvoldoende om een grote commerce op de beurs te realiseren." (C2)</p>
	D	<p>"Het is nooit de bedoeling geweest om mijn park deels of volledig te verkopen. Daarvoor ben ik niet naar de beurs gegaan. Vandaar ook die beperkte <i>free-float</i>. (...) Kijk, je moet dit park zien als een tempel, en ik ben de eerste priester van deze tempel. Ik wijd mijn leven toe aan dit project" (D1)</p>
	E	<p>"De liquiditeit van het aandeel was te laag. En die opmerking kwam dikwijls terug. De vraag van aandeelhouders was altijd: "is de familie bereid om meer aandelen op de beurs te brengen of niet? In 2012 hebben we ons de vraag gesteld van: "kijk, willen we nu meer aandelen op de beurs brengen of niet?" Eigenlijk hebben we toen gedacht van: "tiens, in plaats van meer aandelen kunnen we ook minder aandelen op de beurs brengen en gewoon <i>delisten</i>." (E1)</p>

**Tabel 5** (vervolg)

De behoefte aan familiale autonomie speelt een centrale rol in de keuze voor een PPT

Familiale autonomie	Case	Quotes
De familie beschouwt de verantwoordingsverplichting als een last	A	"Het gevaar is dat je <i>overpromised</i> wordt en dat je dan ook moet gaan <i>deliveren</i> . En dan gaat de markt natuurlijk negatief reageren op die " <i>overpromised who are not-delivered</i> " en dat is absoluut niet leuk. Dus je moet met mate gaan beloven en communiceren." (A1)
	B	"Ik had het gevoel dat ik te veel energie aan transparantie en communicatie moest besteden naar de buitenkant, in plaats van dat ik mijn energie kon besteden aan de binnenkant (...) En in plaats van dat ik iedere keer aan andere moet uitleggen dat we het anders doen dan dat zij (de niet-familiale minderheidsaandeelhouders, vertegenwoordigd in de raad van bestuur) eigenlijk willen, kunnen we het gewoon nu doen, ook al is het goed of fout." (B1)  "We hebben nu meer vrijheid om onze eigen ideeën uit te voeren. Ik vond dat de beurs dit toch wel sterk inperkte. En dat gaat ook heel ver. Kijk, op het moment dat wij met een bedrijf over een interessante acquisitie aan het spreken zijn, dan moesten we tijdens onze beursperiode er altijd over nadenken van: "wanneer moeten we daar iets over communiceren?" Wanneer wel en wanneer niet? Dat hoeft nu niet meer. We kunnen nu vrijelijk met partijen praten en besluiten om het wel of niet te doen. Zonder dat het consequenties heeft." (B2)
	C	"Beide familiepartners hadden ook het gevoel van: "we hebben steeds in rust kunnen leven en nu zitten we eigenlijk constant onder het vergrootglas van de markt". (...) Financiële media en berichtgeving heeft zich ook geëvolueerd van droge, saaie analyse naar een beetje emotie, waarbij van alles wordt geïnsinueerd over een bedrijf." (C1)
	D	"Ik vond het oncomfortabel dat we ons altijd moesten verantwoorden en moesten uitleggen wat onze strategie precies is, wat we gedaan hebben, en wat we gaan doen. Ik wil gewoon mijn werk doen en dat is alles." (D1)
	E	"Een van de zaken die we soms lastig vonden was de verplichte communicatie naar de markt toe, aangezien je dan ook transparant bent ten opzichte van uw concurrenten. Je zag toch wel dat heel veel van onze concurrenten of collega's een aantal beslissingen genomen hebben die geïnspireerd waren op de beslissingen die we zelf hadden genomen."(E1) "Als we nu als beursgenoteerd bedrijf zouden beslissen van: "we willen ons richten op Italiaanse restaurants wereldwijd." Ofwel wordt dat als te groot aanzien door de markt en worden er verwachtingen gecreëerd die gigantisch zijn. Ofwel gaan ze niet begrijpen waarom er wordt geïnvesteerd in een relatief klein project."

op dat moment. Hierdoor bleven de minderheidsaandeelhouders teleurgesteld achter en konden nieuwe investeerders steeds moeilijker worden aangetrokken. Respondent B1, de familiale CEO van case B, beweerde ook dat de externe investeerders van hun bedrijf

gefrustreerd waren. Dit omdat er door de eigenaarsfamilie steeds meer aandelen werden ingekocht (in plaats van verkocht). Respondent D1, de stichter van case D, beweerde zijn park nooit te zullen verkopen. Concreet lichtte hij de resterende aandeelhouders in dat het bedrijf zijn

levenswerk is, waarop geen prijs kan worden geplakt. Bovendien vermeldde D1 dat enkel zijn kinderen deze organisatie op lange termijn kunnen beschermen, waarbij het dus belangrijk is dat zij over de meerderheid van de aandelen beschikken na de overdracht.

Voor case C lag de situatie anders, daar het bedrijf genoodzaakt was om de fusie met een ander beursgenoteerd familiebedrijf te moeten beëindigen. De familiale eigenaars hadden, na de volledige uitkoop van hun fusiepartner, echter de opportuniteit om hun familiebedrijf verder te laten noteren op de beurs. Volgens respondent C1, de voormalige niet-familiale voorzitter van het bedrijf, werd de SPO<sup>11</sup> uiteindelijk niet doorgevoerd, aangezien de onderneming – na het voeren van een atypisch beleid – terug naar de *core business* wilde gaan, waarbij een alleenbestuur een must was voor de familiale eigenaars.

Voor een aantal respondenten was, naast de beperkte *free-float*, ook de verantwoordingsverplichting een doorslaggevende factor om het bedrijf van de beurs te halen. Zo wou respondent A1, de familiale CEO van case A, niet communiceren over een nieuwe investering van het bedrijf:

“Nu, de tweede reden waarom we *gedelist* hebben, op dat moment, is dat we een zware investering gemaakt hebben. Misschien niet een zware, maar een gewaagde investering. (...) Ingenieurs dachten wij dat er hier een mogelijkheid was om iets te doen, maar het kon ook faliekant slecht aflopen. Niemand had het ons voorgedaan in de markt. Dus dat was iets waar ik niet veel over wou communiceren eens dat project zou gestart zijn. (...) Het was enkel zinvol om deze investering in een gesloten kring te gaan uitvoeren, dus enkel met familiale

aandeelhouders. Bovendien moest er dan geen externe communicatie gebeuren over een mogelijk rommelig parcours.”

Ook respondent D1 communiceerde niet graag over zijn nieuwe ideeën inzake case D, aangezien de raad van bestuur zich meermaals tegen zijn voorstellen had verzet. Dit had zelfs tot gevolg dat respondent D1 de toegevoegde waarde van zijn bestuur in vraag stelde:

“Dit is een zeer persoonlijke mening, maar ik geloof, in een bedrijf waar de CEO tegelijk ook de hoofdaandeelhouder is, dat de strategische beslissingen moeten genomen worden door deze aandeelhouder en zijn management. De raad van bestuur in een klein familiebedrijf op de beurs is puur formeel en heeft absoluut geen toegevoegde waarde in mijn ogen. (...) Kan je je voorstellen dat mijn raad van bestuur, samengesteld uit personen die geen eigenaar zijn van het bedrijf, zeggen tegen mij, de CEO die de referentieaandeelhouder is van het bedrijf: “dit en dat mag u niet doen of dit project keuren wij af”? Ik vind dit absurd. Ik heb één gouden regel: “wie het meest betaalt, beslist ook het meest” en de zogenaamde “vrijheid van meningsuiting” moet enkel bestaan in uw uitvoerend comité.”

Voor de actieve familieleden van case E was de verplichte communicatie- en verantwoording tegenover de beurs niet echt een *issue*. Echter beschouwde ze het wel als een nadeel voor het bedrijf, aangezien de strategie hierdoor ook zichtbaar werd voor de concurrentie. Respondent E1 gaf hieromtrent een voorbeeld:

“Er zijn een aantal concurrenten van ons naar

---

<sup>11</sup> Een *Secondary Public Offering*, ofwel een tweede beursintroduktie.

China getrokken nadat we een aantal keer hebben gezegd van: "tiens, we groeien zeer sterk in China". Ook had een Engelse brouwerij zich toegelegd op de Amerikaanse markt. Ik vroeg toen aan hun van: "waarom Amerika?", waarop ze antwoordden dat ze het van ons hadden gezien."

Voor het managementteam van *case C* (bestaande uit de vertegenwoordigers van de controlerende mediafamilie) kostte de communicatie en verantwoording, naar eigen zeggen, veel tijd en energie. Dit omdat hun mislukte fusie fel onder de aandacht van de media kwam. Eenzelfde situatie deed zich voor bij *case B*, waarbij respondent B1 aanhoudend zijn beleid moest "verdedigen" ten aanzien van het grote publiek. Dit doordat de visie van de eigenaarsfamilie niet overeenkwam met de wensen van de markt.

*Aandeelhoudersconflicten zijn een directe aanleiding voor de PPT van het familiebedrijf*

Naast de weigerachtige houding tegenover het vergroten van de *free-float* en de publieke verantwoordingsverplichting, onthullen de bevindingen in deze studie dat een familie zijn bedrijf (terug) autonoom wil beheren, indien zijn relatie met de publieke minderheidsaandeelhouders – die vertegenwoordigd zijn in de raad van bestuur – op een dieptepunt zit. Concreet vertelden respondenten C1, C2, B1 en B2 dat een conflict op aandeelhoudersniveau de directe aanleiding was voor de *delisting* van respectievelijk *case C* en *case B* (zie *tabel 6*).

Om de beursnotering voor een lange periode aan te houden, is het belangrijk dat er een vertrouwensband ontstaat tussen enerzijds de externe aandeelhouders en anderzijds de eigenaarsfamilie (die in de meeste gevallen een grote invloed heeft op de bestuurs-en CEO-

posities van het bedrijf). Volgens respondent B2 speelt het *profiel* van de externe investeerder een cruciale rol hierin, daar hij dezelfde investeringshorizon, visie en betrokkenheid moet hebben als de eigenaarsfamilie:

"Ik denk wel dat het dus héél belangrijk is dat men zich als familiebedrijf moet afvragen van: "welke eisen of welk profiel zie ik voor ogen voor een investeerder?", want als je zoals ons een *private-equity* fonds aan boord hebt in de aandeelhoudersstructuur die zegt van: "ik kom weliswaar aan boord, maar binnen vijf tot zeven jaar wil ik eruit zijn", want dat is wat veel *private equity* fondsen of andere institutionele investeerders zeggen. Daar moet je als familiebedrijf zijnde dus goed over nadenken. En niet zomaar ja zeggen, omdat je het geld op dat moment zo hard nodig hebt en om dan een paar jaar later erachter te komen dat je misschien beter nee had gezegd. (...) De aanleiding van ons conflict was eigenlijk dat een *private equity* fonds, die een degelijke portie van de aandelen van [naam bedrijf] had, is begonnen met vragen te stellen over ons beleid. Ze hadden ook een grote invloed, want ze hebben een groot aantal medestanders kunnen vinden."

Respondent C1 voegt hieraan toe dat, naast het *profiel*, ook de *mentaliteit* van een externe investeerder sterk doorweegt in het opbouwen en behouden van een goede relatie in het eigenaarschap. Dit toont de respondent aan door te wijzen op een crisissituatie voor *case C*, waarop de familiale fusiepartners compleet verschillend reageerden. Hierdoor vormden de twee aandeelhoudersgroepen geen eenheid meer, met als gevolg dat de samenwerking moest worden beëindigd:

"Ondanks dat het om twee families ging, die voor de fusie elk apart over een bedrijf beschikte, merkte je toch wel dat de mentaliteit

**Tabel 6**

Conflicten op aandeelhoudersniveau

Case	Quotes
C	<p>"De belangrijkste factor [voor de delisting] was dat er ruzie in ons huishouden kwam, omdat de doelstellingen niet werden gerealiseerd. Het aandeel bleef maar zakken en dan krijg je wat frustratie in het andere kamp natuurlijk. De andere familie zei achteraf: "we zijn toch een beetje bij de neus genomen geweest in deze deal. En dat ik ook begrijpelijk, want het slechtste moment om een fusie te doen, is het moment waarop je op uw hoogtepunt staat en dat je naar beneden gaat. Niemand is dan nog tevreden. En dan hebben we gezegd van: "als we in het bedrijf constant ruzie moeten maken, dan gaat niemand vooruit, laat ons dan maar beter <i>delisten</i>" (C2)</p> <p>"Als je naar de beurs gaat in 2000 met een plan. En dat plan is om op de beurs te blijven en daar dan dingen mee te doen. Dat plan kwam overigens van de twee families samen. Als natuurlijk je plan bij wijze van spreken in duigen valt als de inkt nog niet droog is, dan zijn daar verschillende manieren om op te reageren. En als het plan in die mate scheefloopt dat mensen zien dat ze er niet in hadden moeten stappen, dan moet je je plan bijsturen. Uiteindelijk zou het wel tot een <i>standstill</i> zijn gekomen. We konden zeker nog samen op de beurs blijven. Maar ja, de negatieve spiraal bleef zich verder voortzetten. Gebrek aan vertrouwen werd zelfs complete wantrouwen, werd animositeit en werd uiteindelijk conflictueus." (C1)</p> <p>"Wat eigenlijk gebeurd is - en dat is denk ik cruciaal bij bedrijven in het algemeen, maar bij familiebedrijven in het bijzonder, aangezien daar ook een beetje de emoties meespelen - dat is dat ge in het geven van vertrouwen kan werken. Hoewel [naam familiale CEO] er niets aan kon doen dat die bubbel barstte, want dat was wereldwijd, werd het hem eigenlijk een beetje verweten."</p> <p>"Een aantal aandeelhouders hadden Deminor ingeschakeld. Daar begon het dan over allerlei aspecten te gaan, waarbij we elkaar wat begonnen lastig te vallen over vergoedingen en dividenden. Dat was voor niemand nog aangenaam."</p>
B	<p>"De externen [aandeelhouders], die moesten incasseren, en zetten allerlei andere mensen daarmee onder druk. Ik zet niet graag enorm veel stress op de mensen. Ook de directeuren die hier zijn, als we problemen hebben, gaan we die oplossen en we gaan niet de spanning maar laten toenemen. Neen, dat gaat gewoon om elkaar te vertrouwen en de goede oplossingsrichtingen te zoeken en niet mekaar alleen maar onder druk zetten om nog meer en nog meer te doen." (B1)"</p> <p>"Mijn mensen zijn mij veel waard. Daar baseer ik ook een deel van mijn strategie op en die wil ik proberen altijd wel te behouden. Ze hebben mij veel gegeven en ik wil hun ook het liefst tot hun pensioen in dienst houden. Nou, dat botste flink met de minderheidsaandeelhouders. Zij zeiden iedere keer op een vergadering: "je moet je meer focussen, je moet groeien en je moet mensen die niet goed zijn vervangen". Je moet zorgen dat die mensen die al 10 of 20 jaar bij je werken, daar moet je een keer een vervanging doorvoeren. Er moeten nieuwe krachten en nieuw bloed in het bedrijf komen. Die discussie kreeg ik ook met de raad van commissarissen en uiteindelijk zei ik: "ik doe het gewoon niet" (...) De spanningen in de raad van commissarissen en op de aandeelhoudersvergaderingen werden onhoudbaar."</p> <p>"Een groot deel van de minderheidsaandeelhouders vond dat er een ander beleid gevoerd diende te worden. Het beleid moest weer gericht zijn op groei. Dus de onderneming moest groter worden. Een onderneming die streeft naar continuïteit en daarmee accepteert dat geen groei of een beperkte groei ook goed is, die heeft te weinig uitdaging. De minderheidsaandeelhouders verweet dus het bestuur van [naam bedrijf] dat er te weinig een strategie was gericht op de waardeontwikkeling van het aandeel. En daarvoor vonden deze aandeelhouders, op het moment dat het bestuur niet bereid was om dat beleid aan te passen en doorging met het nieuw beleid dat gericht was op continuïteit, dat men het aandeel van de beurs diende te halen." (B2)</p>

van de twee families enorm verschillend waren. Aan de ene kant had je een familie die rustig het aandeel wou zien evolueren. Aan de andere kant had je een familie die zei van: "we moeten hands-on zijn, we moeten bedrijven kopen". En tijdens de crisissituatie in 2000 zag je eigenlijk

dat dit verschil versterkt werd. Je zag duidelijk hoe verschillend die aandeelhouders en bestuurders reageerden op de situatie. De ene groep was dat niet gewoon en dat was dan ook een extreme shock voor hun. De anderen hadden dergelijke moeilijke situaties al eens

meegemaakt in het verleden, waardoor ze er beter mee konden omgaan.”

Hoewel de aandeelhoudersconflicten in de twee cases een verschillende oorsprong hebben, duiden beiden op een “wij vs. zij” situatie en dus een gebrek aan uniformiteit in het bestuur en eigenaarschap van de beursonderneming. De *family business* literatuur verwijst hiervoor naar een organisatie met een “ideographische hybride identiteit” (Boers & Nordqvist, 2012). Dit concept wordt in detail besproken in het discussiestuk van het artikel.

*Het familiebedrijf aanvaardt de beurs niet meer als een deel van zijn organisatie-identiteit*

Een aantal uitspraken over de periode op de beurs hebben betrekking op de identiteit van het familiebedrijf. Concreet wordt er vastgesteld dat de familiale eigenaars van case B en case D niet meer aanvaardden dat hun bedrijf wordt geprofileerd als een “beursgenoteerd familiebedrijf”. Dit doordat beiden een sterke discrepantie zagen tussen het bedrijf zijn kernwaarden en het typische karakter van een beursonderneming. Bovendien konden de twee familiebedrijven, als beursonderneming, geen duidelijke boodschap overbrengen aan hun stakeholders, vermits het beursprofiel zorgde voor een ambigue boodschap en een vertekend aanzien over “wie ze zijn” en “waarvoor ze staan” (zie tabel 7 voor de data die deze bevinding ondersteund).

Respondent B1 indiceert dat de kwestie omtrent de organisatie-identiteit van case B aanving nadat een periode van financiële onrust zich had voorgedaan. Volgens B1 was dit het gevolg van een anorganische groeistrategie, gericht op risicovolle acquisities:

“De eerste vijftien jaar, zeg maar de periode tot

het bedrijf bijna failliet was, zaten we op de beurs en dat was eigenlijk een grote roes omhoog. We groeiden fors en onze beurskoers steeg enorm. Dus die eerste twaalf, dertien jaar op de beurs heb ik in een soort roes van schijnbaar succes mogen doorbrengen, totdat we in 1999 bijna het faillissement moesten aanvragen. Er kwam dus een harde breuk in ons succesverhaal. Niemand geloofde meer in het bedrijf en de kapitaalmarkt was totaal niet meer geïnteresseerd in ons. Ik kon mijn bedrijf niet van de beurs halen toen, aangezien er totaal geen geld meer was. Dus vanaf toen heb ik tien jaar lang enkel gewerkt om de continuïteit van het bedrijf te verzekeren en dat is gelukt. Vanaf het moment dat het bedrijf terug een beetje op orde was, wat ondertussen alweer tien jaar verder was, zijn we eens beginnen nadenken over wat voor een bedrijf we eigenlijk wouden zijn en waar we uiteindelijk als bedrijf naar toe konden gaan.”

Respondent B1 wou, na een periode van drieëntwintig jaar, de identiteit van zijn bedrijf terug veranderen van “een beursgenoteerde vennootschap, die enkel oog heeft voor de financiële groei op korte termijn” naar “een *pur sang* familiebedrijf, die samen met haar medewerkers streeft naar stabiliteit en continuïteit”. De identiteitswijziging kon het best tot stand worden gebracht via een publiek-naar-privaat transactie, aangezien de eigenaarsfamilie hierdoor geen rekening meer moest houden met de druk van externe aandeelhouders en de kapitaalmarkt.

Wat case D betreft, verscheen de IPO plotseling en onverwachts. Dit omdat respondent D1 aanvankelijk niet in staat was om zijn vogelpark te introduceren op de beurs:

“We kregen echt een unieke opportuniteit. Eind jaren '99 ontstond er een complete gekte op de beurs. Het was zeer gemakkelijk om als bedrijf

**Tabel 7**

Het familiebedrijf aanvaardt de beurs niet meer als een deel van zijn organisatie-identiteit

De beurs als deel van de organisatie-identiteit	Case	Quotes
Sluit niet aan bij de kernwaarden van het familiebedrijf	B	<p>“Sinds we bijna failliet waren in 1999, staat groei voor mij niet meer voorop. Enkel de continuïteit en stabiliteit van het bedrijf is belangrijk. Bovendien ga ik niet uit van de theorie: eerst de strategie, dan de structuur en dan de mensen erbij, zoals elk beursgenoteerd bedrijf dat doet. Neen, ik maak juist de omgekeerde redenering. Ik ga uit van de kracht van mijn eigen mensen en baseer een deel van de strategie hierop. Dit was ook de manier hoe mijn vader dit bedrijf heeft geleid. Ik heb deze waarde van hem meegekregen” (B1)</p> <p>“Bovenaan de opdracht van dit bedrijf kwam te staan dat er stabiliteit en continuïteit moest zijn. We waren niet meer primair gericht op de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Ik denk dat dit al een heel belangrijk verschil is met een beursgenoteerd bedrijf.” (B2)</p>
	D	<p>“Het grootste nadeel voor mij tijdens onze periode op de beurs was dat wij winst gebruikten om schoonheid te creëren. Ik heb het bedrijf nooit beschouwd als een manier om veel geld te verdienen voor mezelf. Dus het probleem dat wij hadden met de beurs, was een probleem van perceptie. Als je genoteerd staat op een beurs, dan moet je kwartaalrapporten en semesterrapporten maken. En wat verwachten mensen op de beurs? Ze verwachten dat je winsten laat zien. De taal van de beurs is: winst en groei. En wij als familiebedrijf] voelde ons daar helemaal niet comfortabel bij. Ik voelde me telkens oncomfortabel om over mijn dromen en projecten te praten omtrent natuurbescherming, wat trouwens een niet-winst activiteit is. (...) Er ontstond eigenlijk een soort conflict met het gebruik van de beurs, aangezien de kapitalistische wereld streeft naar financiële rijkdom en wij dit park eigenlijk zo nuttig, mooi en kostbaar mogelijk willen maken voor de mensheid.” (D1)</p>
Geeft een vertekend aanzien en een ambigue boodschap over het familiebedrijf	B	<p>“Na de <i>delisting</i> in 2014 denk ik eerlijk gezegd intern en naar onze klanten toe dat we nu duidelijker kunnen maken waar we voor staan. Tijdens de beursperiode konden we dat eigenlijk niet zo duidelijk maken. Ik heb vaak zo een gesprek gevoerd met onze [familiale] CEO (...) Dus het (<i>delisting</i>) heeft wel een stukje duidelijkheid gecreëerd of meegeholpen om duidelijkheid te creëren over wie we precies zijn en waarvoor we precies staan.” (B2)</p>
	D	<p>“Het feit dat de bezoekers verward kunnen achterblijven door de boodschap die we met dit park al vijftientig jaar geven en het idee dat zij hebben over een beursgenoteerd bedrijf baarde mij zorgen. Weet je, de meeste bezoekers van [naam bedrijf] zijn niet superrijk. De aandelenmarkt is voor hen een symbool van een kapitalistische maatschappij.” (D1)</p>

beursgenoteerd te worden. (...) En natuurlijk zag ik toen het voordeel om geld op te halen voor het park. Ik wou toen het equivalent van tien miljoen euro aantrekken.”

Eens case D op de beurs genoteerd stond, merkte respondent D1 al snel een grote contradictie tussen het “niet-commercieel karakter van zijn vogelpark” en “de kapitalistische identiteit van de aandelenbeurs”.



De respondent hield in eerste instantie weinig rekening met deze vaststelling, vermits de *IPO* leidde tot een versnelde ontwikkeling van het park. Nadat het vogelpark op de beurs was uitgegroeid tot een volwaardige dierentuin, voelde respondent D1 zich steeds minder comfortabel bij het feit dat zijn bedrijf als een beursonderneming werd aanzien. Hierdoor werd het verlangen naar een vrijwillige *delisting* steeds sterker. Voordat het overnamebod effectief kon worden gelanceerd, moest respondent D1 eerst een beroep doen op het financieel vermogen van een collega aandeelhouder. De persoon in kwestie werd door de respondent benaderd, vermits hij dezelfde visie had omtrent de verdere uitbouw van het park. Bovendien beschouwde de mede-eigenaar het park eveneens als: "een lange-termijn investering die op termijn wordt overgedragen aan zijn kinderen". In 2016 werd de beslissing voor een publiek-naar-privaat transactie definitief, doordat de hoeveelheid aan cash voldoende groot was om de toekomstige projecten te financieren.

## Discussie

De bestaande literatuur legt ons voor dat de onderwaardering van het aandeel (Geranio & Zanotti, 2012; Croci & Del Giudice, 2014) en het wegvallen van het gedeelde risico als voordeel in de kosten-baten *tradeoff* van een beursnotering (Martinez & Serve, 2011) een mogelijke reden is voor een publiek-naar-privaat transactie van het familiebedrijf. De *family business* literatuur bouwt verder op de *tradeoff* theorie, waarin Boers et al. (2017) voorstellen dat familiale eigenaars zowel financiële als socio-emotionele (SEW) consideraties in acht nemen indien deze keuze moet worden gemaakt. Meer bepaald toont hun studie aan dat een familie beide consideraties tegenover elkaar afweegt en dat ze bereid zijn

om huidige financiële verliezen te accepteren voor een sterkere SEW in de toekomst. Hoewel deze academici een grote bijdrage leveren aan de literatuur omtrent *delistings* en het SEW-concept, wordt er door hun nagelaten om een antwoord te formuleren op de vraag *waarom* een eigenaarsfamilie specifiek de keuze maakt om de niet-familiale minderheidsaandeelhouders uit te kopen, zodat de publiek-naar-privaat transactie van het bedrijf kan worden doorgevoerd. Deze studie ondersteunt en valideert dus het theoretisch kader van Boers et al. (2017), maar gaat voorbij het SEW-perspectief om te verklaren wat een familiebedrijf ertoe aanzet om de beurs vaarwel te zeggen.

We stellen voor dat de behoefte aan *familiale autonomie* een centrale rol speelt in de publiek-naar-privaat transactie van het familiebedrijf. Meer bepaald tonen we aan dat de familiale eigenaars van alle *cases* in ons onderzoek een weigerachtige houding hadden tegenover het vergroten van de *free-float* (zie tabel 5). Hieruit interpreteren we – vanuit het SEW-perspectief van Boers et al. (2017) – dat een eigenaarsfamilie haar controle over het bedrijf niet wil verkleinen in ruil voor een betere liquiditeit en waardeontwikkeling van het aandeel in de toekomst. Gezien het feit dat handel en liquiditeit twee onmisbare elementen zijn op de beurs, en deze – omwille van de controlebehoefte van de familie– niet door het bedrijf kan worden nagekomen, wordt de publieke notering van het familiebedrijf enerzijds door de kapitaalmarkt en anderzijds door de familie zelf in vraag gesteld. Aansluitend hierbij wordt er geconstateerd dat de familiale CEO's– ondanks de sterke controlepositie van de familie in het eigenaarschap en raad van bestuur – zich op de beurs beperkt voelen in hun vrijheid. Dit door de aanhoudende communicatie- en verantwoordingsverplichtingen ten aanzien van het grote publiek (zie tabel 5 *vervolg*).

Onze studie onthult overigens dat een conflict op aandeelhoudersniveau de directe aanleiding was voor de vrijwillige *delisting* van twee familiebedrijven, namelijk *case B* en *case C*. In de *family business* literatuur wordt "een conflict in een familiebedrijf" beschouwd als een gangbaar onderzoeksthema. Zo brengt Levinson (1971) ons op de hoogte dat een onenigheid tussen vader en zoon en andere rivaliteiten onder familieleden een onderneming sterk kan doen ontwrichten. Verder benadrukt Vilaseca (2002) dat belangenconflicten en conflicten omtrent doelstellingen tussen niet-tewerkgestelde aandeelhouders en topmanagers een sterke impact hebben op de betrokkenheid en inzet in het familiebedrijf. Tot slot veronderstellen theoretici dat "een conflict in een familiebedrijf" kan worden beschouwd als een identiteitsconflict tussen de twee instituten van deze organisatie, namelijk "de familie" en "het bedrijf". Dit aangezien een familielid hier een ambivalente rol kan invullen (Tagiuri & Davis, 1996). Shepherd en Haynie (2009) voorzien overigens een mechanisme dat dit conflict tussen de tegenstrijdige rollen van een familielid (nl. de familierol en de bedrijfsrol) oplost. Concreet stellen ze voor dat een familiebedrijf een duale of meervoudige identiteit aanneemt (d.i. *the family business meta-identity*) die dient om familieleden hun gevoel van "wie ze zijn als familie" te verbinden met "wie ze zijn als bedrijf". Aldus, de meta-identiteit vertegenwoordigt de gedeelde betekenis van "wie ze zijn als familiebedrijf". Volgens Raey (2009) is een familiebedrijf zonder deze meta-identiteit compleet stuurloos, aangezien er hierdoor moeilijkheden kunnen ontstaan in de dagdagelijkse bedrijfsoperaties en het benutten van ondernemersopportunities.

Hoewel de *family business* literatuur ons op de hoogte stelt van de mogelijke conflicten tussen de verschillende rollen van een familielid

in een bedrijf, linken we de conflicten in onze studie aan het *organizational identity* concept. Zo accepteren we de veronderstelling dat een *beursgenoteerd* familiebedrijf een organisatie is met een hybride identiteit (Boers & Nordqvist, 2012), wat volgens Albert en Whetten (1985) wordt gedefinieerd als:

"een organisatie wiens identiteit bestaat uit twee of meer types die normaal gezien niet bij elkaar passen" (p. 95).

We gaan akkoord met Boers en Nordqvist (2012) dat er fricties kunnen ontstaan als resultaat van een gelijktijdige aanwezigheid van de "familie" en de "markt" of het "private" en het "publieke" in een beursgenoteerd familiebedrijf en merken zelfs op dat deze fricties op termijn kunnen leiden tot een sterke behoefte aan *familiale autonomie* (als gevolg van de verantwoordingsverplichting ten aanzien van het grote publiek en de aanhoudende druk om de *free-float* te vergroten). Afgezien daarvan tonen we aan dat, in het geval van *case B* en *case C*, een controlerende familie noodgedwongen een publiek overnamebod moest lanceren, daar een cultuur van wantrouwen en een "wij" *versus* "zij" situatie ontstond binnen het eigenaarschap en de raad van bestuur van het bedrijf (zie tabel 6). Theoretisch veronderstellen we hier dat beide beursgenoteerde familiebedrijven, vanaf hun *IPO*, een *ideographische* hybride identiteit hadden aangenomen (Albert & Whetten, 1985), waarbij de verschillende eigenaars (de controlerende familie enerzijds en de externe aandeelhouders anderzijds) een andere identiteit deelden binnen het bedrijf. We volgen hierbij de redenering van Albert en Whetten (1985), waarin wordt gesteld dat zogenaamde conflicterende identiteiten onopgemerkt in een organisatie kunnen voortbestaan en deze enkel zichtbaar worden nadat een bepaalde

gebeurtenis zich voordoet. Zo zien we voor case B dat het aandeelhoudersconflict pas ontstond na een strategische beleidsverandering, waardoor het identiteitsverschil tussen de familiale eigenaar-CEO en de niet-familiale minderheidsaandeelhouders werd onderlijnd. Aansluitend constateren we voor case C dat, doorheen een externe crisissituatie, de diverse en contrasterende mentaliteit van de twee familiale fusiepartners steeds duidelijker werd en zelfs belette dat een remediëringsplan kon worden uitgevoerd. Hoewel Boers en Nordqvist (2012) ons al eerder waarschuwden dat het risico op een conflict groter is in een beursgenoteerd familiebedrijf met een *ideografische* hybride identiteit<sup>12</sup>, illustreren we met empirisch bewijs dat dit conflict werd "opgelost" via een publiek-naar-privaat transactie. Hierbij veronderstellen we dus dat een gebrek aan uniformiteit in het eigenaarschap en raad van bestuur van een publiek familiebedrijf een familie motiveert om haar bedrijf van de beurs te halen.

De *organizational identity* literatuur claimt dat stichters een belangrijke invloed hebben op de identiteit van een bedrijf (Albert & Whetten, 1985; Schein, 1983). Stinchcombe (1965) beweert zelfs dat stichters hun persoonlijkheid en waardesysteem in een organisatie inprenten (d.i. *imprinting*). Onze studie bekrachtigt dit denkbeeld door aan te tonen dat de stichter van case D zich oncomfortabel voelde bij de veronderstelling dat zijn dierenpark – tijdens de beursgang – geassocieerd kon worden met de kapitalistische waarden die een beurs vooropstelt, zoals "winst"

en "groei". Dit aangezien deze totaal niet overeenstemden met zijn kernwaarden voor het familiebedrijf, nl. "gelukkige mensen", "gelukkige dieren" en "de creatie van schoonheid". Verder merken we dat de zoon van de stichter van case B (respondent B1) wou terugvallen op een strategisch beleid waarbij continuïteit en werknemers centraal kwamen te staan. Deze kernwaarden (die initieel door de stichter werd ingeprent) werd niet door de beurs geapprecieerd, aangezien een werknemer hier eerder als een "kost" werd gezien in plaats van een "aanwinst" en het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde als prioritair werd beschouwd (zie tabel 6). Dit resulteerde, zoals eerder vermeld, tot een conflict tussen de verschillende aandeelhouders van het bedrijf. Bovendien konden beide familiebedrijven met hun publieke notering niet (meer) verduidelijken "wie ze precies zijn" en "waar ze specifiek voor staan", vermits het beursprofiel een vertekend aanzien gaf en een ambigue boodschap meedeelde aan de stakeholders van het bedrijf (zie tabel 7). Volgens Scott en Lane (2000) is deze boodschap niet onbelangrijk, aangezien een organisatie-identiteit gebaseerd is op wat stakeholders *geloven* wat centraal, langdurig en kenmerkend is voor een organisatie. Vanuit dit perspectief concluderen we dat een eigenaarsfamilie of oprichter kiest voor een *delisting* van zijn bedrijf, aangezien ze niet meer willen dat de beurs een onderdeel vormt van de organisatie-identiteit. Hierbij nuanceren we de stelling van Boers et al. (2017) dat een "in vraag gestelde bedrijfsidentiteit" een invloed heeft op de publiek-naar-privaat beslissing van een

---

<sup>12</sup> Volgens Boers en Nordqvist (2012) zijn beursgenoteerde familiebedrijven met een *holografische* hybride identiteit makkelijker te managen en is het risico op een conflict veel kleiner. Dit omdat *alle* leden van de organisatie dezelfde identiteit delen.

familiebedrijf. Dit doordat we aantonen dat deze stelling enkel geldt voor familiebedrijven van de eerste en tweede generatie (respectievelijk *case D* en *case B*). Meer bepaald kunnen we deze aanname niet empirisch ondersteunen voor de overige *cases* van ons onderzoek (nl. *case A*, *C* en *E*, die tijdens hun beursperiode respectievelijk in de derde, vijfde en vierde generatie zaten). We veronderstellen hier zelfs dat deze familiebedrijven het beursprofiel juist als een toegevoegde waarde beschouwden voor hun organisatie-identiteit, vermits ze vanaf toen werden aanzien als een professioneel gemanaged bedrijf (Gedajlovic, Lubatkin & Schulze, 2004).

### **Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek**

Deze verklarende studie onderzoekt de redenen voor een publiek-naar-privaat beslissing van familiaal gecontroleerde bedrijven. Terwijl we inspelen op een thema dat belangrijk is voor de verdere ontwikkeling en continuïteit van dit soort bedrijven, is dit onderzoek beperkt in omvang. Zo werd er in deze studie gekozen voor een sample van vijf familiebedrijven, gelegen in België of Nederland, die vrijwillig de beurs hebben verlaten. Toekomstige studies zouden dus kunnen nagaan of de bovengenoemde verklaringen ook zouden gelden voor gevestigde familiebedrijven in een andere geavanceerde economie, zoals bijvoorbeeld: de Verenigde Staten, Japan of het Verenigd Koninkrijk.

Bijkomend moet er worden overwogen dat deze studie gebaseerd is op retrospectieve uitspraken van personen uit het topmanagementteam en bestuursleden wat betreft hun keuze voor een *delisting* alsook andere strategische beslissingen die in het verleden werden genomen. Hoewel we deze potentiële *retrospective bias*, via het gebruik

van archiefmateriaal, hebben getracht te controleren (Golden, 1992; Lambrechts & Molly, 2015), zijn we overtuigd dat een longitudinale studie onze kennis zou verruimen inzake het proces en de redenen van deze strategische beslissing. Hierbij voegen we toe dat, ondanks het feit dat *organizational identity* een belangrijk thema vormt in onze studie, er geen interviews werden afgenomen binnen de verschillende echelons van de vijf geselecteerde familiebedrijven (Eisenhardt & Graebner, 2007). We beschouwen dit als een beperking van onze studie en sporen onderzoekers in dit veld aan om hier rekening mee te houden in de toekomst.

Terwijl ons onderzoek focust op de beweegredenen achter de publiek-naar-privaat beslissing van een familiebedrijf, wordt er weinig aandacht besteed aan de economische gevolgen van deze beslissing. Martinez en Serve (2016) beweren dat een *buy-out offer with squeeze-out* (BOSO) resulteert in een waardencreatie op lange termijn, aangezien de kosten van een beursnotering (zoals *compliance* kosten en *agency* kosten) niet meer in rekening moet worden gebracht. Bovendien sluiten we niet uit dat de financiële prestaties na een vrijwillige *delisting* kunnen worden geassocieerd met de motivatie van een familie om terug privaat te gaan (zie "de *performance* benadering" en "het opportunistisch gedrag van de familiale aandeelhouder" in het literatuuroverzicht). Echter vormt deze benadering geen onderdeel van onze theorie, vermits de verzamelde data in deze studie beperkt was om deze vaststelling empirisch te ondersteunen. Hoewel deze aanmerking kan worden beschouwd als een limitatie van ons onderzoek, zien we ook een opportuniteit om onze theorie uit te breiden. Dit kan bijvoorbeeld door een longitudinaal onderzoek uit te voeren, die de redenen en de gevolgen van een familiale publiek-naar-privaat transactie samenvoegt.

## Lijst van geraadpleegde werken

- Albert, S., & Whetten, D.A. (1985).** Organizational Identity. *Research in Organizational behavior*, 7, 263-295.
- Alvesson, M., & Sköldberg, K. (2000).** *Reflexive methodology: New vistas for qualitative research*. London: Sage Publications.
- Astrachan, J.H., & Shanker, M.C. (1996).** Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy-A Framework for Assessing Family Business Statistics. *Family Business Review*, 9, 107-123.
- Astrachan, J.H., & Shanker, M.C. (2003).** Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer look. *Family Business Review*, 16, 211-219.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L.R., & Larraza-Kintana, M. (2010).** Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55, 82-113.
- 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, 258-279.
- Bharath, S.T., & Dittmar, A.K. (2010).** Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Review of Financial Studies*, 23, 1771-1818.
- Boeije, H. (2002).** A purposeful Approach to the constant comparative method in the analysis of qualitative interviews. *Quality and Quantity*, 36, 391-409.
- Boers, B., Ljungkvist, T., Brunninge, O., & Nordqvist, M. (2017).** Going Private: A socioemotional wealth perspective on why family-controlled companies decide to leave the stock-exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 8, 74-86.
- Boers, B., & Nordqvist, M. (2012).** Understanding Hybrid-identity organizations: The case of publicly listed family businesses. In A. Carsrud, & M. Brännback (Eds.) *Understanding Family Businesses* (pp. 251-269). New York: Springer.
- Boubaker, S., Cellier, A., & Rouatbi, W. (2014).** The sources of shareholder wealth gains from going private transactions: the role of controlling shareholders. *Journal of Banking and Finance*, 43, 226-246.
- Brundin, E., Samuelsson, E.F., & Melin, L. (2014).** Family Ownership Logic: Framing the core characteristics of family businesses. *Journal of Management & Organization*, 20, 6-37.
- Burrell, G., & Morgan, G. (1979).** *Sociological Paradigms and organizational analysis*. Hampshire: Gower.
- Charmaz, K. (2006).** *Constructing grounded theory: A practical guide through qualitative research*. London: Sage.
- Chrisman, J.J., & Patel, P.C. (2012).** Variations in R&D investments of family and non-family firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55, 976-997.
- Croci, E., & Del Giudice, A.D. (2014).** Delistings, controlling shareholders and firm performance in Europe. *European Financial Management*, 20, 374-405.
- Croci, E., Doukas, J.A., & Gonenc, H. (2011).** Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17, 860-897.
- Croci, E., Ehrhardt, O. & Nowak, E. (2013).** The corporate governance endgame – An Economic analysis of minority squeeze-out regulations in Germany. <https://www.surrey.ac.uk>. (geraadpleegd op maart 7, 2018)
- DeAngelo, H., DeAngelo, A., & Rice, E. (1984).** Going private: minority freeze outs and stockholder wealth. *Journal of Law and Economics*, 27, 367-401.
- De Massis, A. & Kotlar, J. (2014).** The case study method in family business research: Guidelines for qualitative scholarship. *Journal of Family Business Strategy*, 5, 15-29.
- Djama, C., Martinez, I., & Serve, S. (2012).** What do we know about delistings? A survey of the literature. *33ème congrès de l'AFC*.
- Ehrhardt, O., & Nowak, E. (2003).** The effect of IPO's on German family-owned firms: Governance changes, ownership structure, and performance. *Journal of Small Business Management*, 41, 222-232.
- Eisenhardt, K. M. (1989).** Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14, 287-295.
- Eisenhardt, K. M., & Graebner, M.E. (2007).** Theory building from cases: Opportunities and Challenges. *Academy of Management Journal*, 50, 25-32.
- Faccio, M., & Lang, L. (2002).** The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fletcher, D., De Massis, A.D., & Nordqvist, M. (2016).** Qualitative research practices and family business scholarship: A review and future research agenda. *Journal of Family Business Strategy*, 7, 8-25.
- Gedajlovic, E., Lubatkin, M.H., & Schulze, W.S. (2004).** Crossing the threshold from founder management to professional management: A governance perspective. *Journal of Management Studies*, 41, 899-912.
- Geranio, M., & Zanotti, G. (2012).** Equity markets do not fit all: an analysis of public-to-private deals in Continental Europe. *European Financial Management*, 18, 867-895.
- Glasser, B.G., & Strauss, A.L. (1967).** *The discovery of grounded theory: strategies for qualitative research*. Chicago: Aldine Publishing Company.
- Golden, B. (1992).** The past is the past – or is it? The use of retrospective accounts as indicators of past strategy. *Academy of Management Journal*, 35, 848-860.
- Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011).** The bind that ties: Socioemotional

wealth preservation in family firms. *The Academy of Management Annals*, 5, 653-707.

**Gomez-Mejia, L.R., Haynes, K.T., Nunez-Nickel, Jacobson, K.J.L., & Moyano-Fuentes, J. (2007).** Socioemotional Wealth and Business Risks in Family Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.

**Gomez-Mejia, L.R., Patel, P.C., & Zellweger, T.M. (2015).** In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*. [https://www.alexandria.unisg.ch/244245/1/Acquisitio ns\\_final%20PDF.pdf](https://www.alexandria.unisg.ch/244245/1/Acquisitio%20ns_final%20PDF.pdf)

**Hall, A., Melin, L., & Nordqvist, M. (2001).** Entrepreneurship as radical change in the family business: exploring the role of cultural patterns. *Family Business Review*, 14, 193-208.

**Hall, A. & Nordqvist, M. (2008).** Professional management in family businesses: toward an extended understanding. *Family Business Review*, 21, 51-69.

**Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R., & Frank, H. (2016).** Measuring socioemotional wealth in family-owned and -managed firms: A validation and short form of the FIBER scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7, 133-148.

**Irava, W.J., & Moore, K. (2010).** Clarifying the strategic advantage of familiness: unbundling its dimensions and highlighting its paradoxes. *Journal of Family Business Strategy*, 1, 131-144.

**Jaskiewicz, P., Gonzales, V., Menendez, S., & Schiereck, D. (2005).** Long Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses. *Family Business Review*, 18, 179-202.

**Kalm, M., & Gomez-Mejia, L.R. (2016).** Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração*, 51, 409-411.

**Kashefi Pour, E., & Lasfer, M. (2013).** Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking and Finance*, 37, 4850-4860.

**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).** Economisch Belang van Familiebedrijven in België. Brussel: FBNET Belgium.

**Leuz, C., Triantis, A., & Wang, T.Y. (2008).** Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting & Economics*, 45, 181-208.

**Levinson, H. (1971).** Conflict that plague family business. *Harvard Business Review*, 49, 90-98.

**Macey, J., O'Hara, M., & Pompilio, D. (2008).** Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process. *Journal of Law and Economics*, 51, 683-713.

**Martinez, I., & Serve, S. (2011).** The delisting decision: The case of buy-out offer with squeeze-out (BOSO). *International Review of Law and Economics*, 31, 225-239.

**Martinez, I., & Serve, S. (2016).** Reasons for delistings and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31, 733-770.

**Martinez, J., Stöhr, B., & Quiroga, B. (2007).** Family Ownership and Firm Performance – Evidence from Public Companies in Chile. *Family Business Review*, 10, 83-94.

**Mehran, H., & Peristiani, S. (2010).** Financial visibility and the decision to go private. *Review of financial studies*, 23, 519-547.

**Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella Jr., A.A. (2007).** Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13, 829-858.

**Morck, R., & Yeung, B.Y. (2003).** Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 367-382.

**Murphy, L. & Lambrechts, F. (2015).** Investigating the actual career decisions of the next generation: the impact of family business involvement. *Journal of Family Business Strategy*, 6, 33-44.

**Payne, S. (2007).** *Grounded Theory in analyzing qualitative data in psychology*. London: Sage.

**Pettigrew, A.M. (1987).** Context and action in the transformation of the firm. *Journal of Management Studies*, 24, 649-670.

**Raey, T. (2009).** Family-business meta-identity, institutional pressures, and ability to respond to entrepreneurial opportunities. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33, 1265-1270.

**Ravasi, D. & Marchisio, G. (2003).** Going public and the enrichment of a supportive network. *Small Business Economics*, 21, 381-395.

**Saldana, J. (2009).** *The coding manual for qualitative researchers*. Sage Publications Ltd.: London.

**Schein, E.H. (1983).** The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics*, 13-28.

**Scott, S.G., & Lane, V.R. (2000).** A stakeholder approach to organizational identity. *The Academy of Management Review*, 25, 43-62.

**Shepherd, D., & Haynie, J.M. (2009).** Family Business, Identity Conflict, and an Expedited Entrepreneurial Process: A Process of Resolving Identity Conflict. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33, 1245-1264.

**Siggelkow, N. (2007).** Persuasion with case studies. *Academy of Management Journal*, 50, 20-24.

**Sraer, D., & Thesmar, D. (2007).** Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5, 709-751.

**Stinchcombe, A.L. (1965).** Social structure and organizations. *Advances in Strategic Management*, 17, 229-259.

**Strauss, A., & Corbin, J. (1990).** *Basics of qualitative research: Grounded Theory Procedures and Techniques*. Sage: London.

**Suddaby, R. (2006).** What grounded theory is not. *Academy of Management Journal*, 49, 633-642.

**Tagiuri, R., & Davis, J. (1996).** Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9, 200-208.

**Thomsen, S., & Vinten, F. (2013).** Delistings and the cost of governance: a study of European stock exchanges 1996-2004. *Journal of Management and Governance*, 18, 793-833.

**Van Gerven, D. (2007).** *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe II*. Plaats van uitgave: Cambridge.

**Vilaseca, A. (2002).** The shareholder role in the family business: conflict of interests and objectives between nonemployed shareholders and top management team. *Family Business Review*, 15, 299-320.

**Weir, C., Wright, M., & Scholes, L. (2008).** Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity. *Applied Financial Economics*, 18, 801-819.

**Yin, R. K. (2003).** *Case study research: Design and methods*, 3<sup>rd</sup> ed. Thousand Oaks, CA: Sage.

## Appendix A. Interviewprotocol

### A.1. Interview Expert 1

#### A.1.1. Doel van het interview

Deze masterproef gaat dieper in op de motieven achter een publiek-naar-privaat transactie van familiaal gecontroleerde bedrijven. Met dit interview wordt er getracht meer kennis te verschaffen over de organisatie waarop deze bedrijven genoteerd stonden. Meer bepaald wordt er dieper ingegaan op de identiteit/cultuur van een aandelenbeurs en op welke manier deze een invloed heeft op de publiek-naar-privaat beslissing van familiebedrijven. Hiervoor wordt een beurscommentator geïnterviewd.

#### A.1.2. Interviewvragen

1. Hoe zou u het karakter van een aandelenbeurs omschrijven? Voorbeeld?
2. Met welke redenen trekken familiebedrijven naar een aandelenbeurs?
3. De onafhankelijke vermogensbeheerder Value Square toont aan dat Belgische

familiebedrijven jaar na jaar zorgen voor de hoogste waardencreatie op de Brusselse beurs Euronext. Hoe komt dit volgens u?

4. Op de Euronext Brussel staan momenteel 40 familiebedrijven genoteerd. Enkele daarvan zijn zeer groot geworden dankzij de beurs (zoals Melexis). Ook zijn er grote familiebedrijven die niet beursgenoteerd willen zijn (zoals Essers). Wat houdt deze bedrijven tegen volgens u?
5. Op welke manier heeft een publieke notering een impact op de identiteit van een familiebedrijf? M.a.w. verandert de identiteit van deze bedrijven? Waarom wel/niet?
6. Wat zijn volgens u de belangrijkste motieven voor een familiebedrijf om terug een private onderneming te zijn?
7. Waarom kopen familiebedrijven (zoals Colruyt) stelselmatig hun eigen aandelen in?
8. Welke rol spelen de (zaken)banken in de publiek-naar-privaat beslissing van (familie)bedrijven?
9. Voor enkele familiebedrijven (Case A, D en E) heeft het idee achter de uitstap gewerkt. Deze bedrijven halen namelijk recordcijfers na de beursexit, zoals een verdubbeling van de omzet en EBITDA (bron: De Tijd). Is dit toeval of met reden?

### A.2. Interview Expert 2

#### A.2.1. Doel van het interview

Dit interview dient voor het verzamelen van informatie omtrent de relatie tussen de beurs en het familiebedrijf. Bovendien worden er vragen gesteld over het Family Business Platform, dat in 2017 door de Europese beurs Euronext werd opgestart. Hiervoor werd de CEO van Euronext Brussel geïnterviewd.

#### A.2.2. Interviewvragen

1. Wat is de opdracht en visie van deze beurs?
2. Ik citeer een quote van u uit een artikel van FD Magazine: "Voor ondernemingen die willen doorgroeien, blijft een beursnotering een belangrijke troef. Het is een label dat aangeeft dat het bedrijf in een andere afdeling speelt." Wat bedoelt u hier concreet mee?
3. Hoe omschrijft u de identiteit van een effectenbeurs?
4. Waarom trekken familiebedrijven naar een aandelenbeurs?
5. Wat zijn volgens u de belangrijkste voordelen van een beursnotering voor een familiebedrijf?
6. Wat zijn volgens u de grootste nadelen van een beursnotering voor een familiebedrijf?
7. Op welke manier heeft een publieke notering een impact op de identiteit van een familiebedrijf? M.a.w. verandert de identiteit van deze bedrijven? Waarom wel/niet?
8. Wat zijn volgens u de belangrijkste redenen voor een familiebedrijf om geen beursgenoteerde onderneming meer te zijn?
9. Bedrijven kopen stelselmatig hun eigen aandelen in. Ook familiebedrijven doen dit steeds meer (zoals Colruyt). Waarom?
10. Welke rol spelen de (zaken)banken in de publiek-naar-privaat beslissing van (familie)bedrijven?
11. Voor enkele familiebedrijven (Case A, D en E) heeft het idee achter de uitstap gewerkt.
12. Deze bedrijven halen namelijk recordcijfers na de beursexit, zoals een verdubbeling van de omzet en EBITDA (bron: De Tijd). Is dit toeval of met reden?
13. Wat houdt het Family Business Platform precies in? Hoe ver staan jullie met de implementering?
14. Waarom werd dit platform recent ontwikkeld?
15. Met het creëren van dit platform wordt nogmaals benadrukt dat deze beurs veel

waarde hecht aan familiebedrijven. Waarom zijn deze bedrijven zo interessant?

16. Hoewel er steeds meer aandacht wordt besteed aan de begeleiding van familiebedrijven (onder meer met het Family Business Platform), zijn er nog steeds veel kleine en middelgrote alsook grote familiebedrijven die een beursnotering niet zien zitten. Wat houdt deze bedrijven vooral tegen volgens u?

### *A.3. Interviews publieke familiebedrijven*

#### *A.3.1. Doel van de interviews*

Er worden vier interviews afgenomen in vier beursgenoteerde familiebedrijven (bedrijf 1, 2, 3 en 4). Het doel van deze interviews is om de vijf cases van dit onderzoek te contextualiseren (Pettigrew, 1987; Hall & Nordqvist, 2008), waardoor de motieven voor een vrijwillige *delisting* beter kunnen worden achterhaald. De vragen leggen de focus op: organisatie-identiteit, kosten en baten van een beursnotering, prestatiedruk, strategie en governance.

#### *A.3.2. Interviewvragen*

1. Zou u mij wat meer kunnen vertellen over de ontstaansgeschiedenis van dit bedrijf?
2. Wat is de huidige opdracht van dit bedrijf?
3. Wat is de lange-termijn visie?
4. Hoe omschrijft u de identiteit van dit bedrijf? Is deze veranderd met de tijd?
5. Welke motieven had dit bedrijf om beursgenoteerd te worden?
6. Wat zijn de belangrijkste voordelen voor dit bedrijf om aanwezig te zijn op een kapitaalmarkt?
7. Brengt de beursnotering ook enkele nadelen met zich mee? Welke?



8. Moet een familiebedrijf zich meer aanpassen aan een beursnotering dan een niet-familiebedrijf? Waarom?
9. Empirisch onderzoek laat zien dat familiebedrijven over het algemeen de meeste waarde creëren voor haar aandeelhouders (volgens Value Square). Hoe komt dit volgens u?
10. Een aantal familiebedrijven hebben de stap gezet om een vrijwillige "delisting" door te voeren zodat het bedrijf terug 100% in handen komt van de familiale aandeelhouders. Heeft u of uw familie ooit overwogen om het bedrijf van de beurs te halen? Waarom wel/niet?
11. Brengt de beurs een bepaalde "druk" met zich mee?
12. Hoe zit de aandelenstructuur van dit bedrijf in elkaar?
13. Kan u mij wat meer vertellen over de raad van bestuur?
  - Wat is hun voornaamste rol?
  - Is deze rol over de jaren heen veranderd?
  - Hoe vaak komt de raad van bestuur samen per jaar?
  - Wat zijn zoal de belangrijkste agendapunten?
14. Hoe is de raad van bestuur samengesteld?
  - Zetelen er familieleden?
  - Wordt de familie vertegenwoordigd in de raad van bestuur?
  - Worden er andere belangen vertegenwoordigd in de raad van bestuur?
15. Hoe gebeurt het strategisch dialoog in het bedrijf?
16. Heeft het bedrijf ooit een moeilijke periode gekend op de beurs? Tijdens interne of externe crisissen bijvoorbeeld? Kunt u mij daar iets meer over vertellen?
17. Is er een periode geweest dat het bedrijf door de markt in vraag werd gesteld?

18. Wat vindt u van de strenge reglementering (verplichte transparantie, strenge corporate governance, verantwoording, ...) op de beurs?

19. Wat zijn in de komende jaren de grootste uitdagingen voor dit bedrijf?

#### *A.4. Interviews gedeliste familiebedrijven*

##### *A.4.1. Doel van de interviews*

Enkele Belgische en Nederlandse familiebedrijven met een mooie staat van dienst kozen ervoor om de beurs te verlaten. Hoewel Croci en Del Guidice (2014) erop wijst dat steeds meer beursgenoteerde familiebedrijven kiezen om terug privaat te gaan, werd vanuit academisch oogpunt tot op heden nauwelijks onderzoek verricht naar de beweegredenen achter deze publiek-naar-beslissing. Door middel van negen respondenten te interviewen, willen we leren uit de verhalen van de familiebedrijven zelf die ervoor kozen om de beurs te verlaten (case A, B, C, D en E). Eerst worden er vragen gesteld omtrent de huidige missie, visie en identiteit van het bedrijf (in vergelijking met de periode op de beurs), gevolgd door een retrospectieve beschrijving van de belangrijkste gebeurtenissen tijdens de beursperiode en de motivaties die hebben geleid tot de publiek-naar-privaat beslissing. Tot slot wordt er gevraagd naar de strategische en governance veranderingen van deze bedrijven na de *delisting*.

##### *A.4.2. Interviewvragen*

1. Zou u mij wat meer kunnen vertellen over de ontstaansgeschiedenis van dit bedrijf?
2. Wat is de huidige opdracht van dit bedrijf?
3. Wat is de lange-termijn visie?
4. Hoe omschrijft u de identiteit van dit bedrijf?

5. Waarom koos u voor een beursnotering?
  - Wat waren de belangrijkste voordelen voor dit bedrijf om aanwezig te zijn op een kapitaalmarkt?
  - Wat waren de grootste nadelen voor dit bedrijf om aanwezig te zijn op een kapitaalmarkt?
6. Met welke redenen heeft u dit bedrijf van de beurs gehaald?
7. Had het feit dat u aanwezig bent in een aandelenmarkt, een invloed op de manier dat u het bedrijf moest besturen en organiseren?
8. Is het voorgekomen dat jullie (het bedrijf) door de aandelenmarkt in vraag werden gesteld? Waarom?
9. Is er een verschil wat betreft de financiële prestaties van dit bedrijf sinds de "delisting"?  
Zo ja, hoe verklaart u dit verschil?
10. Hoe kijkt u terug op de beursperiode? Was het een leerervaring voor het bedrijf?
11. Hoe werkt de raad van bestuur in dit bedrijf (in vergelijking met de beursperiode)?
  - Wat is de voornaamste rol van de raad van bestuur?
  - Hoe vaak komt de raad van bestuur samen per jaar?
  - Wat zijn de belangrijkste agendapunten?
  - Kan u mij de sfeer omschrijven tijdens de meetings?
12. Is de samenstelling van de raad van bestuur veranderd (in vergelijking met de beursperiode)? Waarom wel/niet?  
Is het verschillend qua vertegenwoordiging van belangen?
13. Kunt u mij de interactie beschrijven tussen de eigenaars van het bedrijf, de raad van bestuur en het management toen jullie op de beurs stonden genoteerd?  
Hoe werkt deze interactie op dit moment?
14. Hoe verschilt het strategisch dialoog in het bedrijf nu in vergelijking met de periode op de beurs? Voorbeeld?
15. Hoe kon het bedrijf uw belangen combineren met de andere belangen in een aandelenmarkt (zoals: media, analisten, minderheidsaandeelhouders, ...)? De ondernemerszin? Heeft u nu meer vrijheid en ruimte voor uw ideeën dan voordien? Belemmerde dit soms het realiseren van bepaalde ideeën?
16. Wat vindt u van de strenge reglementering (verplichte transparantie, strenge corporate governance, de jaarlijkse en halfjaarlijkse publicaties, verantwoording) op de beurs?

# Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Waarom zeggen familiebedrijven de beurs vaarwel? Op zoek naar verklaringen**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-innovatie en ondernemerschap**

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,

**Allegrezza, Daniele**

Datum: **22/08/2018**