



Excellence in  
Management  
Education

# Family Office, Family Equity und Private Equity

Unternehmerisches Investieren und  
generationsübergreifendes Unternehmertum

Praxisreport

## Ihre Ansprechpartner

### **WHU – Otto Beisheim School of Management**

#### **Institut für Familienunternehmen**

Burgplatz 2

56179 Vallendar, Deutschland

[www.campus-for-family-business.com](http://www.campus-for-family-business.com)

Prof. Dr. Nadine Kammerlander

Institutsleiterin

Tel.: +49 261 6509 781

[nadine.kammerlander@whu.edu](mailto:nadine.kammerlander@whu.edu)

Jun.-Prof. Dr. Max Leitterstorf

Projektpartner

Tel.: +49 261 6509 810

[max.leitterstorf@whu.edu](mailto:max.leitterstorf@whu.edu)

Antonia Schickinger

Doktorandin, M.Sc.

[antonia.schickinger@whu.edu](mailto:antonia.schickinger@whu.edu)

Philipp A. Bierl

Doktorand, M.A. M.Sc. LL.M.

[philipp.bierl@whu.edu](mailto:philipp.bierl@whu.edu)

Stand: Juli 2018

---

#### Hinweise zur Studie

Eine Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments ohne ausdrückliche Genehmigung der Verfasser ist nicht gestattet. Die Aussagen dieser Studie sind rein wissenschaftlich einzuordnen und stellen keine Beratung oder Anlageempfehlung dar. Aus Gründen der Lesbarkeit wurde im Text überwiegend die männliche Form gewählt, nichtsdestotrotz beziehen sich die Angaben auf Angehörige beider Geschlechter.

Diese Studie kann wie folgt zitiert werden:

Bierl PA, Schickinger A, Leitterstorf MP, Kammerlander N (2018): Family Office, Family Equity und Private Equity – Unternehmerisches Investieren und generationsübergreifendes Unternehmertum. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.

Mit freundlicher Unterstützung des Verbandes unabhängiger Family Offices e.V.



## Vorwort

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

die Ihnen hier vorliegende wissenschaftliche Studie stellt die erste großzahlige Studie zu Single Family Offices im deutschsprachigen Raum dar. Family Offices sind für eine zunehmend große Anzahl von Unternehmerfamilien ein relevantes Thema. Denn Unternehmerfamilien, die durch Überschussrenditen oder (Teil-) Verkäufe ihrer Unternehmen liquide Mittel freisetzen, wollen diese Mittel oft als Familie bündeln. Entscheidend sind dabei häufig pragmatische Aspekte, sowie die kostengünstigere Vermögensverwaltung, aber auch ideelle Aspekte, sowie die Bewahrung der Identität als Unternehmerfamilie. Somit ist es nicht überraschend, dass die Zahl der Family Offices in den letzten Jahren sukzessiv gestiegen ist und über die Hälfte der von uns untersuchten Family Offices erst nach dem Jahr 2000 gegründet wurden.

Das Wissen über Family Offices generell und speziell über Single Family Offices (SFOs) ist jedoch derzeit sehr limitiert. Dies erkennt man schon daran, dass es bis heute keine allgemein gültige und akzeptierte Definition für SFOs gibt. Für die hier vorliegende Studie umfasst der Begriff SFO alle Organisationseinheiten, die im Besitz einer Unternehmerfamilie sind und das Vermögen der Familie verwalten bzw. investieren. Dies bedeutet, dass ein SFO z.B. eine eigene GmbH oder eine Abteilung in einem Familienunternehmen sein kann. Neben der Verwaltung bzw. Investition des Vermögens erfüllen viele SFOs weitere Aufgaben, wie z.B. Steuer- und Rechtsberatung für die Familienmitglieder. Klar abgegrenzt ist ein SFO von einem sogenannten Multi Family Office (MFO). Ein MFO erfüllt die Bedürfnisse von mehreren wohlhabenden Familien und wird entweder von den Familien gemeinsam, von einer Bank, oder von einem anderen externen Dienstleister geführt.

Mit den Ergebnissen der hier vorliegenden Studie möchten wir das Wissen über SFOs erweitern. Konkret möchten wir die SFOs unter anderem mit Blick auf (1) ihre Strukturen, Ansätze und Governance Mechanismen, (2) ihre Rolle und Bedeutung für das generationsübergreifende Unternehmertum sowie (3) ihr Investitionsverhalten im Bereich von unternehmerischen Direktbeteiligungen besser verstehen.

Für eine detaillierte Analyse haben wir die SFOs entlang von zwei zentralen Dimensionen eingeteilt. Erstens, befindet sich das ursprüngliche Familienunternehmen noch im Besitz der Familie? Zweitens, befindet sich das SFO in der ersten oder in einer späteren Generation? Die resultierenden vier Gruppen von SFOs weisen zentrale Unterschiede, unter anderem bei ihrem Investitionsverhalten auf.

Grundlage unserer Studie sind Interviews mit Prinzipalen und Family Office Managern von 109 SFOs. Damit schaffen wir die erste großzahlige Analyse zu SFOs im deutschsprachigen Raum. Wir hoffen, dass wir durch unseren Ansatz mit sowohl offenen Interview-Fragen als auch quantitativen Aspekten ein möglichst umfassendes Bild zeichnen können. Im Nachgang zu unserer Datenerhebung konnten wir auf Basis des bekannten Rankings des Manager Magazins feststellen, dass wir mit 11 der 20 wohlhabendsten Unternehmerfamilien in Deutschland gesprochen haben. Um die Erkenntnisse bezüglich SFOs besser einordnen zu können, haben wir außerdem Vertreter von 55 Private Equity (PE) Unternehmen interviewt. Diese PE-Unternehmen können wir mit Blick auf ihre Ziele und ihr Investitionsverhalten insbesondere mit SFOs, die unternehmerische Direktbeteiligungen haben, vergleichen. Im Ergebnis war es uns möglich, einige häufig getätigte Aussagen als Fakten zu bestätigen und andere als Mythen zu enttarnen.

Ein herzliches Dankeschön gilt allen Teilnehmern der Studie. Sie haben viel Zeit investiert und uns großes Vertrauen entgegengebracht. Wir hoffen, dass die Erkenntnisse der Studie sowie die identifizierten Trends und „Best Practices“ wertvolle Anregungen für die Praxis und eine gute Grundlage für einen Erfahrungsaustausch bieten.

Mit unternehmerischen Grüßen aus Vallendar

Ihre



Prof. Dr. Nadine Kammerlander

## Zusammenfassung der zentralen Erkenntnisse

### 1. SFOs sind äußerst heterogen hinsichtlich ihrer Strukturen und ihres Investitionsverhalten.

SFOs können gemäß zwei zentraler Dimensionen eingeteilt werden. Erstens, befindet sich das ursprüngliche Familienunternehmen noch im Besitz der Familie (55% der Fälle)? Zweitens, befindet sich das SFO noch in der ersten Generation (47% der Fälle)? Die Beantwortung dieser Fragen resultiert in vier SFO-Archetypen. Diese Archetypen sind äußerst unterschiedlich, z.B. bei ihren Strukturen und Investitionsschwerpunkten. Bei den Strukturen konnten wir nach separaten Legal-Einheiten wie bspw. GmbHs (63% der Fälle), nach ins Familienunternehmen integrierten SFOs („embedded“ SFOs, 28% der Fälle) und nach „virtuellen“ SFOs einzelner Unternehmerpersonen (8% der Fälle), unterscheiden. Bei den Investitionsschwerpunkten ist vor allem kennzeichnend, ob das jeweilige SFO unternehmerische Direktbeteiligungen betont (49% der Fälle).

### 2. SFOs spielen eine entscheidende Rolle für den langfristigen Aufbau von Family Equity.

Die Mehrheit der befragten Unternehmerfamilien schreiben ihrem SFO eine entscheidende Rolle beim Erhalt und langfristigen Aufbau ihres „Family Equity“ zu. Vor, besonders aber nach, dem Verkauf des Familienunternehmens verlagern Familien den zentralen Wertgenerierungsmechanismus ihres Family Equity sukzessive in ihr SFO. Durch das dynamische Investieren und Re-Allokieren ihres Family Equity in eine dem individuellen Risikoprofil der Familie angepasste, diversifizierte Assetallokation strebt die Mehrheit der SFOs primär Vermögenserhalt im Generationenverlauf an, betont jedoch, dass hierfür risikoadjustiertes Vermögenswachstum zwingend notwendig ist. Folglich stellt „Family Equity“ in vielen Fällen unternehmerisches Wagniskapital der Unternehmerfamilien dar.

### 3. SFOs fördern das generationsübergreifende Unternehmertum.

Insbesondere wenn das ursprüngliche Familienunternehmen nicht mehr im Besitz der Familie ist, kann ein SFO zum Erhalt des generationsübergreifenden Unternehmertums beitragen. Durch das SFO wird nicht nur Kapital investiert, sondern in vielen Fällen auch die Identität als Unternehmerfamilie erhalten. Die nächste Generation kann so an unternehmerisches Handeln und Entscheiden herangeführt werden. Für die befragten SFOs konnten wir bestätigen, dass die unternehmerische Orientierung weitgehend unabhängig davon war, ob die Familie noch im Besitz des ursprünglichen Unternehmens war oder dieses verkauft hatte. Wir sehen, dass etwa die Hälfte der befragten SFOs einen „kaufen, entwickeln, selektiv verkaufen“-Ansatz verfolgt, etwa ein Drittel nach der Maxime „kaufen, entwickeln, halten“ handelt, und nur ein Bruchteil durch „kaufen, entwickeln, verkaufen“ charakterisiert wird.

### 4. SFOs benötigen eine klare Governance.

Drei Governance Mechanismen stehen bei den befragten SFOs im Fokus. Knapp die Hälfte der SFOs besitzen eine Familienverfassung. Etwa drei Viertel der SFOs betonen die Bedeutung vertraglicher Regelungen, die aus Gesellschafter-, Gesellschafts-, Ehe- und Erbverträgen bestehen. Ungefähr die Hälfte der SFOs haben darüber hinaus ein Aufsichtsgremium (z.B. Beirat), welches zum Teil mit familienexternen Personen besetzt wird. Diese Governance Mechanismen können im Konfliktfall helfen, den Familienfrieden und sogar das Vermögen zu bewahren.

### 5. SFOs investieren in etwa der Hälfte der Fälle in unternehmerische Direktbeteiligungen.

Wenn das ursprüngliche Familienunternehmen nicht mehr im Besitz der Familie ist, so neigen SFOs besonders häufig zu unternehmerischen Direktbeteiligungen. Diese Direktbeteiligungen werden dann nicht nur als Anlageobjekt angesehen, sondern auch als Mechanismus um das eigene Unternehmer-Gen wieder in die Wirtschaft einzubringen.

### 6. SFOs und PE-Firmen sind bei Direktbeteiligungen ähnlicher als allgemein angenommen.

Fakt ist, dass viele der befragten PE-Firmen die jeweiligen Zielunternehmen nur für 4-7 Jahre halten, während einige SFOs die jeweiligen Zielunternehmen sogar an die nächste Familiengeneration übergeben möchten. Fremdkapital spielt bei PE-Firmen in der Tat fast immer eine relevante Rolle. Allerdings gilt nur bei einem Teil der SFOs, dass sie, wie allgemein angenommen, auf Fremdkapital verzichten. Der andere Teil der SFOs nutzt Fremdkapital sogar in einem zu PE-Firmen vergleichbaren Ausmaß. Weitere Mythen betreffen beispielsweise die Investment-Targets sowie die Rationalität der Entscheidungsfindung.

### 7. SFOs nutzen viele „Best Practices“, um auf aktuelle Herausforderungen reagieren zu können.

Die prominenteste Herausforderung der SFOs ist das aktuelle Niedrigzinsumfeld. Daher haben SFOs in den letzten Jahren vermehrt alternative Anlageformen betont. Wir konnten dabei verschiedene „Best Practices“ feststellen. Die direkte Investition in innovative Start-ups war bei den untersuchten SFOs vor allem dann erfolgreich, wenn die jeweiligen Familienmitglieder selbst einen Bezug zu bzw. Expertise im jeweiligen Geschäftsfeld hatten. Wenn dies nicht der Fall war, waren viele SFOs mit indirekten Investitionen (über Fonds) oder im Rahmen von Co-Investitionen erfolgreicher. Bei unternehmerischen Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen erscheint besonders ein Fokus auf wenige, ausgewählte Industrien sowie ein guter Zugang zu qualifiziertem Deal Flow erfolgsentscheidend.

# Inhalt

<b>Hintergrundwissen zu Single Family Offices</b>	<b>10</b>
<b>Studienüberblick</b>	<b>11</b>
Methodik	11
Deskriptive Datenanalyse	12
<b>Single Family Offices und Family Equity</b>	<b>14</b>
Die Heterogenität der SFOs	14
SFOs, Family Equity und generationsübergreifendes Unternehmertum	16
Family Governance & Next Generation	28
<b>Single Family Offices versus Private Equity</b>	<b>30</b>
Charakterisierung von Family Equity versus Private Equity	30
Deskriptive Datenanalyse	31
Mythen & Fakten: Family Equity versus Private Equity	34
<b>Derzeitige Trends und „Best Practices“ in SFOs</b>	<b>40</b>
<b>Schlusswort</b>	<b>44</b>
<b>Weiterführende Literatur</b>	<b>46</b>

## Hintergrundwissen zu Single Family Offices

Die nachvollziehbare Diskretion wohlhabender Unternehmerfamilien ist der zentrale Grund für unser bisher sehr limitiertes Wissen über (Single) Family Offices. Dennoch ist es möglich, bereits an dieser Stelle einige zentrale, bekannte Punkte zusammenzufassen.

Bis heute gibt es keine allgemeingültige Definition eines SFO. Auch die von uns befragten Unternehmerfamilien hatten kein einheitliches Verständnis von (Single) Family Offices. Dabei war auffallend, dass der Begriff – anders als beispielsweise in den USA – teilweise sogar negativ konnotiert erschien und von einigen Familien abgelehnt wurde. Dies war z.B. dann der Fall, wenn das jeweilige SFO sich auf Direktbeteiligungen fokussierte (sich z.B. unternehmerische Holding nannte) und sich von rein vermögensverwaltenden SFOs abgrenzen wollte. Ein anderer Teilnehmer erklärte bei der Ansprache: „Wir wollen in der Öffentlichkeit nicht als SFO wahrgenommen werden. Das zieht sonst zu viele Berater und Serviceprovider an.“ Infolgedessen gaben manche Familien zunächst an kein Family Office zu besitzen, obwohl das jeweilige Vermögen klar im Sinne eines SFO strukturiert und verwaltet wird. Es gibt also in einigen Fällen eine Abweichung zwischen Selbstbild und Fremdbild. Wir hoffen, dass die vorliegende Studie einen Beitrag zur Objektivierung des Begriffsverständnisses liefert.

Für die hier vorliegende Studie umfasst der Begriff SFO alle Organisationseinheiten, die im Besitz einer Unternehmerfamilie sind, das Vermögen der Familie verwalten bzw. investieren und ausschließlich den Interessen der jeweiligen Familie verpflichtet sind. SFOs lassen sich klar von sogenannten Multi Family Offices (MFOs) abgrenzen. MFOs erfüllen (ähnlich wie ein Finanzdienstleister) die Bedürfnisse von mehreren wohlhabenden Familien, ohne dass diese jedoch zwangsläufig an der Multi Family Office Struktur beteiligt sind. Während es viele Gemeinsamkeiten zwischen SFOs und (einigen) MFOs gibt, so zeichnen sich erstere insbesondere durch ihre Unabhängigkeit bei Investitionsentscheidungen und ihre Autonomie von Drittinteressen aus. Unternehmerfamilien, die über ausreichend liquides Vermögen verfügen, entscheiden sich in vielen Fällen für die Gründung eines SFO, um dieses nach ihren individuellen Bedürfnissen gestalten zu können. Ein SFO zeichnet sich in der Regel durch eine Rechtsperson (z.B. GmbH) aus, deren Anteile ausschließlich bei der jeweiligen Familie liegen. Bevor Familien eine rechtlich eigenständige Struktur schaffen, werden investive und vermögensverwaltende Aufgaben zunächst oft in einer Abteilung

des ursprünglichen Familienunternehmens gebündelt, dem sogenannten „embedded“ Family Office. Darüber hinaus sind in jüngerer Vergangenheit SFOs mit geringem gesellschaftsrechtlichen Organisationsgrad zu beobachten – sogenannte „virtuelle“ SFOs. Diese zeichnen sich vor allem durch einen geringen institutionellen Charakter, ein hohes Maß an Outsourcing und einen hohen Digitalisierungsgrad aus. Zu beobachten sind diese virtuellen SFOs meist im Kontext kleinerer Vermögensgrößen, bis ca. 30 Mio. EUR, und im Kontext der Vermögensnachfolge der NextGens, die eine kostengünstige, flexible und digitalisierte Vermögensverwaltung bevorzugen. Family Offices verfolgen primär das Ziel das Familienvermögen zu bewahren und zu vermehren. Dazu wird das Vermögen je nach Risikoneigung auf unterschiedliche Assetklassen, wie z.B. Immobilien oder Anleihen aber auch unternehmerische Direktinvestitionen verteilt. Die konkreten Entscheidungen werden von Familienmitgliedern, angestellten Managern oder (nach Beauftragung) externen Spezialisten getroffen. Je nach Familie werden weitere Ziele bzw. Aufgaben mit dem SFO verknüpft. Prominente Beispiele sind z.B. Steuer-, Rechts- und Anlageberatung einzelner Familienmitglieder. Deshalb werden SFOs in der öffentlichen Wahrnehmung häufig auch als private „Concierge und Vermögensverwaltung“ dargestellt. Aus wissenschaftlicher Sicht sehen wir dies jedoch als eine unvollständige und teils auch politisierte Sichtweise.

Insgesamt gibt es in Deutschland schätzungsweise zwischen 350 und 450 SFOs in der Form von separaten Legal-Einheiten<sup>1</sup>, die für Unternehmerfamilien mit liquidem Vermögen ab ca. 50 Mio. EUR relevant sind. Unter dieser kritischen Vermögensgröße ist eine professionelle Family Office Struktur kaum sinnvoll bzw. langfristig kosteneffizient umsetzbar.

In SFOs wird ein zunehmend großer Teil der privaten und unternehmerischen Vermögen deutscher Unternehmerfamilien verwaltet und reinvestiert. Das Institut der deutschen Wirtschaft schätzte jüngst, dass in den kommenden zehn Jahren Vermögens- und Sachwerte in Höhe von mindestens 300 Mrd. EUR pro Jahr<sup>2</sup> auf die nachfolgende Generation übertragen werden. Viele unternehmerische Vermögen haben einen großen Einfluss auf die Realwirtschaft und damit auf die Entwicklung Deutschlands. Daher ist die akademische Beschäftigung mit Unternehmerfamilien, ihren Family Office Strukturen, ihren Strategien, Zielen und den sich daraus ergebenden Konsequenzen auch von hoher politischer, wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Bedeutung.

<sup>1</sup> Diese sind in Abgrenzung zu obig erwähnten virtuellen SFOs aber auch „embedded“ SFOs zu sehen.

<sup>2</sup> Schätzung des Instituts der Deutschen Wirtschaft (2017)



# Studienüberblick

## Methodik

Als ersten Schritt der Studie verschafften wir uns eine Übersicht der SFO-Landschaft. Konkret haben wir eine Grundgesamtheit von knapp 350 SFOs (inkl. vergleichbarer Strukturen) deutschsprachiger Unternehmerfamilien identifiziert. Aus dieser Grundgesamtheit haben wir nach folgenden Kriterien gefiltert: Unabhängigkeit des SFO von Drittinteressen, keine Dienstleister und klare Zuordnung der Eigentümerfamilie zum SFO (d.h. keine MFOs), ein Mindestmaß an verfügbaren Informationen (wie z.B. Rechtsform und Gesellschafter-Zuordnung), sowie keine reinen Offshore-Strukturen. Die somit qualifizierten 323 SFOs haben wir postalisch und telefonisch kontaktiert und um Teilnahme an der Studie gebeten.

In Summe konnten wir Interviews mit 109 SFOs durchführen. Dies entspricht, auf Basis der kontaktierten 323 SFOs, einer sogenannten Antwortquote von rund 34%, die erfreulicherweise deutlich höher ist als bei vergleichbaren Studien mit Familienunternehmen (dort meist 10-15%). Die Interviews haben wir in der Mehrzahl der Fälle zu zweit und persönlich bei den Vertretern der Familien vor Ort durchgeführt. Die Mehrheit der Interviewpartner waren Familiengesellschafter („Prinzipale“, 73%), die übrigen waren angestellte Fremdgeschäftsführer der SFOs („Family Officer“, 27%).

In einigen Fällen (knapp 20%) war ein persönlicher Termin nicht möglich, so dass wir auf telefonische Interviews ausweichen mussten. Die Interviews wurden detailliert dokumentiert, um alle Aussagen korrekt in die Studie einbringen zu können. Voraussetzung hierfür war, dass wir allen Teilnehmern Vertraulichkeit zugesichert haben. Der vorliegende Praxisreport bezieht sich daher auf vollständig anonymisiert ausgewertete Informationen.

Parallel zu den im Fokus stehenden SFOs haben wir Interviews mit Partnern und Investment-Managern von Private Equity (PE) Firmen durchgeführt. Auf Basis öffentlicher Übersichten, einer Internet Recherche und persönlicher Kontakte zu aktiven PE-Firmen innerhalb der DACH-Region konnten wir 88 PE-Firmen kontaktieren. Davon haben 55 PE-Firmen einem Interview mit uns zugestimmt. Dies entspricht einer positiven Antwortquote von 63%.

Alle Interviews wurden als sogenannte „semi-strukturierte“ Gespräche durchgeführt. Das bedeutet, dass wir quantifizierbare aber auch qualitative, offene Fragen gestellt haben. Der Interviewleitfaden basierte zum einen auf Skalen, die zum Teil der wissenschaftlichen Literatur entstammen aber auch auf eigenen Überlegungen beruhen. Der quantitative Teil der Untersuchung ermöglichte eine möglichst hohe Messbarkeit und Vergleichbarkeit. Zum anderen haben wir offene, qualitative Fragen beigemischt, um persönliche Einschätzungen und Meinungen aufnehmen zu können. Während des Gesprächs wurde außerdem Raum für verwandte Themen und Ausführungen der jeweils Befragten gelassen. Der qualitative Teil der Studie ist von großer explorativer Bedeutung, da viele Aspekte des „komplexen“ Phänomens „Family Office“ nur im offenen Gespräch zu greifen waren. Die jeweiligen Zitate und Aussagen haben wir während bzw. direkt nach den Gesprächen schriftlich festgehalten. Dieses Vorgehen wird in der Wissenschaft bevorzugt, da so nicht nur die Genauigkeit der Wiedergabe steigt, sondern auch der Kontext, z.B. mit Blick auf die „Stimmung“, eingeordnet werden kann.

Mit unserer Vorgehensweise konnten wir also sowohl qualitative Aussagen sammeln als auch quantitative Daten erheben. Dies ist ein entscheidender Vorteil gegenüber anderen Erhebungsmethoden, wie dem schriftlich versandten Fragebogen. So können wir zum Beispiel über qualitative Aussagen die Motive für ein bestimmtes Investitionsverhalten verstehen und im Anschluss quantitativ die durchschnittlichen Volumina der Investitionen vergleichen.

## Deskriptive Datenanalyse

In Summe konnten wir Interviews mit Vertretern von 109 SFOs und 55 PE-Firmen durchführen. Die folgenden Absätze bieten einen Überblick zentraler Charakteristika der Studienteilnehmer. Dies ist die Basis für die detaillierten Analysen in den Folgekapiteln.

Grundlage der SFOs in unserer Studie (und allgemein der meisten SFOs) sind Familienvermögen, die aus dem Anteilsverkauf von Unternehmen und/ oder Überschussrenditen entstanden sind. Konkret war das jeweilige ursprüngliche Unternehmen in 60 Fällen noch (anteilig) im Besitz der Familie und in 49 Fällen nicht mehr existent bzw. nicht mehr im Besitz der Familie. In diesem Zusammenhang ist zu betonen, dass das ursprüngliche Unternehmen, aber auch ein SFO (je nach Ausgestaltung) zur Identität der Unternehmerfamilie als solche beitragen kann.

Die regionale Verteilung der SFOs zeigt Schwerpunkte insbesondere in den Bundesländern Bayern und Nordrhein-Westfalen. In Summe stammen die SFOs in unserer Studie primär aus den bevölkerungsreichen und/ oder wohlhabenden Bundesländern bzw. denjenigen mit einer langen Tradition von bedeutenden Familienunternehmen. Es ist daher nicht überraschend, dass kaum SFOs aus ostdeutschen Flächenländern vertreten sind.

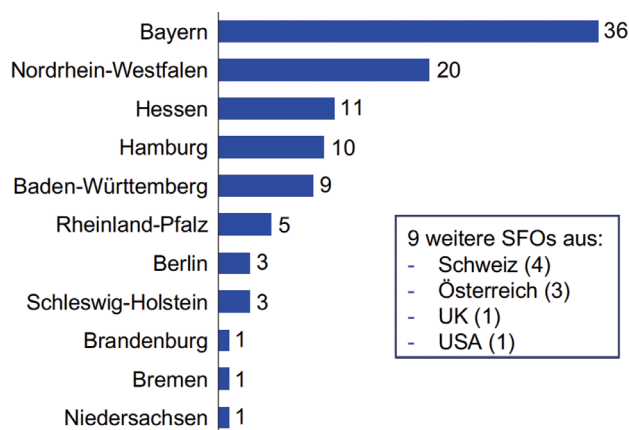


Abb. 1: Geografische Verteilung der Studienteilnehmer (absolute Anzahl der Studienteilnehmer)

Der unternehmerische Hintergrund der SFOs ist facettenreich und umfasst Familienunternehmen aus unterschiedlichsten Branchen. Allerdings sind fast 90% der Unternehmerfamilien der verarbeitenden Industrie (z.B. Herstellung von Metallerzeugnissen, chemischen Erzeugnissen, Nahrungsmittel) sowie dem Groß-/ Einzelhandel (z.B. von Bekleidung, Nahrung aber auch Industriegüter) zuzuordnen. Dies ist nicht überraschend, da diese zwei Bereiche in Deutschland traditionell von Familienunternehmen dominiert werden (im Gegensatz zu z.B. Finanzwirtschaft, Bergbau oder Software).

Das Thema der Generation umfasst zwei Aspekte. Auf die Frage nach der Generation der Unternehmerfamilie nannte die Mehrheit der Befragten die Generationen 1 bis 5; das folgende Diagramm zeigt jedoch, dass circa 20% der Familien auf eine noch längere Tradition unternehmerischer Tätigkeit verweisen können bis hin zur 30. Generation. Der unternehmerische Erfolg einiger Familien lässt sich zurückverfolgen auf aristokratische oder ständische Wurzeln.

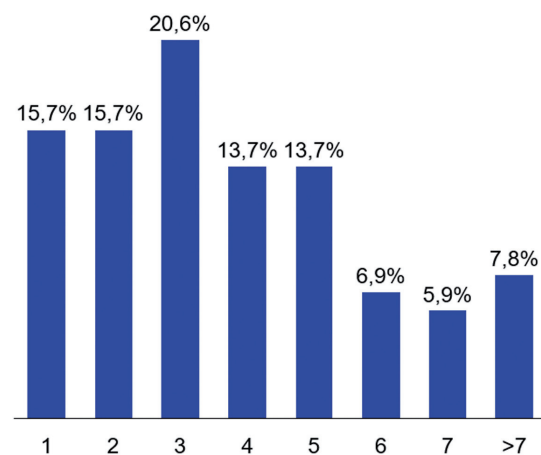


Abb. 2: Prozentuale Verteilung der Studienteilnehmer nach Unternehmerfamilie-Generation



Auf die Frage nach der Familiengeneration im Besitz des SFO (SFO-Generation), gaben fast 90% der befragten Personen die erste oder zweite Generation an. Tatsächlich liegt das Gründungsdatum der SFOs in über der Hälfte der Fälle nach dem Jahr 2000. Auch diese Daten decken sich mit unseren Erwartungen, da es in Deutschland viele sehr alte Unternehmerfamilien gibt. Diese haben sich jedoch erst beginnend in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts mit dem Thema SFO auseinandergesetzt. Dies steht im Kontrast zu z.B. den USA, wo zwar die Tradition der Unternehmerfamilien häufig nicht so viele Jahre zurückreicht, jedoch die ersten SFOs bereits im 19. Jahrhundert gegründet wurden (z.B. „House of Morgan“, SFO der Familie Morgan). Die Größe der SFOs im Sinne der beschäftigten Mitarbeiter (FTE = Full Time Equivalent) muss besonders sorgsam in den jeweiligen Kontext eingeordnet werden. Im Durchschnitt beschäftigen die SFOs circa zehn Mitarbeiter. Allerdings gibt es sehr starke Abweichungen, vor allem nach oben und insbesondere bei SFOs, die in einem Familienunternehmen integriert sind (teilweise sogar dreistellige Mitarbeiter-Zahlen). Dies liegt sicherlich daran, dass diese Mitarbeiter neben den Kernaufgaben eines SFO beispielsweise auch das Controlling der Beteiligungen des Familienunternehmens übernehmen. Ebenfalls gibt es in unserem Sample neun virtuelle SFOs, bei denen die Tätigkeit und die Eigentumsstruktur an der natürlichen Person eines Familienmitgliedes festgemacht wird. In diesen Fällen waren im Durchschnitt nur etwa zwei Mitarbeiter dem jeweiligen SFO zuzuordnen. Von den 109 befragten SFOs haben lediglich 17 eine Geschäftsführung mit ausschließlich Familienfremden. In den übrigen 92 Fällen ist jeweils mindestens ein Familienmitglied in der Geschäftsführung des SFO aktiv. Bei der Differenzierung der Geschäftsführung nach Familie versus Familienfremden ist eine binäre Einteilung sinnvoll. Ein SFO mit ausschließlich einem Familienmitglied als Geschäftsführer ist sehr ähnlich zu einem SFO, in dem ein solcher Familien-geschäftsführer einen Teil der Aufgaben an Familienfremde delegiert. In der Praxis ist die Familie in beiden Fällen der zentrale Entscheidungsträger. In der Mehrheit der genannten Fälle ist die Familie nur mit genau einem Familienmitglied in der Geschäftsführung vertreten. Vollkommen anders ist die Situation jedoch, wenn die Familie die Geschäftsführung vollständig an Externe übergeben hat und die Familie im Extremfall nur im Rahmen der Gesellschaftsversammlung involviert ist.

Diese Differenzierung nach der Involvierung von Familienmitgliedern und Externen im SFO ist ähnlich zur Thematik der Geschäftsführung eines klassischen Familienunternehmens. Natürlich kann eine familienfremde Geschäftsführung eine gute Lösung sein, wenn kein Familienmitglied die Geschäftsführung übernehmen kann und will. Allerdings ist bei einer familienfremden Geschäftsführung stets zu bedenken, dass man mit fremdem Geld anders umgeht als mit dem eigenen Geld. Im Extremfall kann es sogar zu einem nachteiligen Prinzipal-Agenten-Szenario kommen. So ist es denkbar, dass einzelne familienfremde Geschäftsführer beispielsweise so sehr die eigene Job-Sicherheit betonen, dass sie relevante Interessen der Familienmitglieder vernachlässigen.

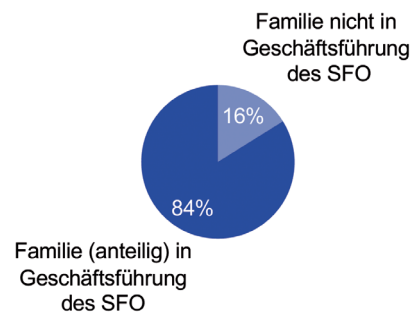


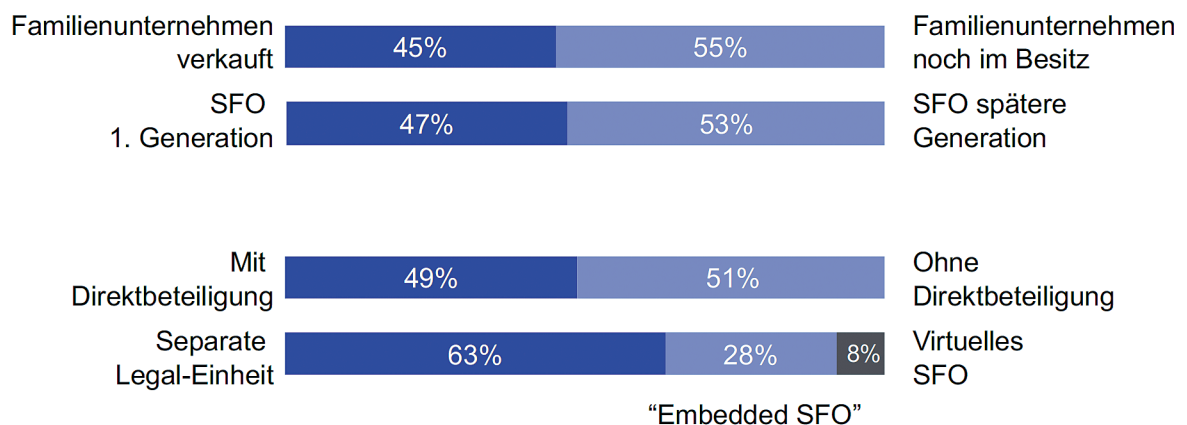
Abb. 3: Verteilung: SFOs mit externer und familieninterner Geschäftsführung

Bei den Interviewpartnern war auffällig, dass sie im Durchschnitt einen sehr hohen Bildungsstand aufwiesen. Konkret lag in fast allen Fällen ein akademischer Abschluss vor und in fast der Hälfte der Fälle ein Dokortitel oder MBA. Auch dies erscheint uns repräsentativ für deutsche SFOs, da Unternehmerfamilien einen hohen Wert auf den Bildungsstand sowohl bei den eigenen Kindern als auch bei den Mitarbeitern im SFO legen.

# Single Family Offices und Family Equity

## Die Heterogenität der SFOs

Die oben beschriebenen deskriptiven Daten deuten bereits auf eine große Heterogenität der SFOs hin. Diese Heterogenität möchten wir im folgenden Abschnitt genauer analysieren. In Summe haben wir vier Achsen identifiziert, die zu einer Einteilung der 109 untersuchten SFOs in für die Analysen relevante Gruppen von großer Bedeutung sind. Dabei beziehen sich die beiden ersten der folgenden Achsen auf unabhängige Gegebenheiten und die beiden letzten Achsen auf von verschiedenen Faktoren abhängige Entscheidungen der Familien.



Anmerkung: Aufgrund von Rundungsdifferenzen sind Summen abweichend von 100% möglich  
 Abb. 4: Achsen zur Untersuchung der Heterogenität der Studienteilnehmer (prozentuale Aufteilung)

Die erste Achse charakterisiert, ob die Unternehmerfamilie noch im Besitz des ursprünglichen Familienunternehmens ist oder nicht. Diese Einteilung ist von zentraler Bedeutung, da ein SFO nach dem Verkauf des Unternehmens regelmäßig der neue, unternehmerische Nukleus der Unternehmerfamilie wird, so dass in diesem Fall häufig das Streben nach Unternehmertum stärker betont wird als die Vermögensdiversifikation. Im Gegensatz dazu dienen SFOs, die neben dem Familienunternehmen existieren, häufig dem primären Ziel der Vermögensdiversifikation bzw. Risikoabsicherung.

Die zweite Achse stellt die SFOs der ersten Generation den SFOs in späteren (größtenteils der zweiten) Generationen gegenüber. Diese Einteilung ist relevant, da sich SFOs über die Zeit hinweg weiterentwickeln und professionalisieren. Mit einem Generationswechsel im SFO werden Strukturen,

Prozesse und Anlageentscheidungen typischerweise angepasst und überarbeitet. Für das Verständnis dieser Achse ist zu betonen, dass es sich darum handelt, in welcher Generation sich das SFO befindet und nicht um die Generation der Unternehmerfamilie. So konnten wir Familien in der 7. unternehmerischen Generation beobachten, die in der 6. Generation ein SFO gegründet haben und dieses folglich nun in der 2. SFO-Generation führen.

Die dritte Achse differenziert SFOs danach, ob sie „unternehmerische Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen“ tätigen oder nicht. Dieser Begriff enthält zwei entscheidende Aspekte. Erstens geht es nicht um liquide Direktbeteiligungen im Sinne einiger Aktien an beispielsweise DAX-Unternehmen, sondern um unternehmerische Direktbeteiligungen, also solche, die von ihrer Struktur (nicht über den Umweg eines PE-Fonds) und Größe (mindestens >25%) die Einflussnahme auf das jeweilige Unternehmen ermöglichen. Zweitens geht es nicht um die Finanzierung von Start-ups, sondern um etablierte Unternehmen, also solche mit einem erprobten Geschäftsmodell und einer für viele Familien wichtigen Tradition. Diese dritte Achse hängt von den beiden ersten Achsen ab, unter anderem auch deswegen, da bei einem bestehenden Familienunternehmen die liquiden Mittel des SFO häufig nicht in die vergleichsweise riskanten Direktbeteiligungen investiert werden (weitere Details in den folgenden Kapiteln).

Die vierte Achse bezieht sich auf die drei verbreiteten Strukturen für SFOs. Erstens SFOs, die als eigene Legal-Einheit (z.B. GmbH) aufgesetzt sind, zweitens „embedded“ SFOs, das sind z.B. Abteilungen in einem bestehenden Familienunternehmen und drittens virtuelle SFOs, also solche, die direkt an den Personen oder den Personengesellschaften von Familienmitgliedern hängen. Diese Einteilung ist beispielsweise für ein differenziertes Verständnis der benötigten Mitarbeiter relevant. Offensichtlich hängt diese Achse aber von der ersten Achse (Familienunternehmen verkauft versus noch im Besitz) ab, da die „embedded“ SFOs eine logische Teilmenge der SFOs mit einem noch bestehenden Familienunternehmen sind.

Die folgende Darstellung teilt die 109 SFOs entlang der beiden unabhängigen Achsen, „Familienunternehmen noch im Besitz“ und „SFO-Generation“, ein. Es resultieren vier Gruppen von SFOs, die alle für Vergleichszwecke ausreichend repräsentiert sind. Die zahlenmäßig größte Gruppe sind die SFOs in einer späteren Generation mit einem bestehenden Familienunternehmen im Hintergrund.

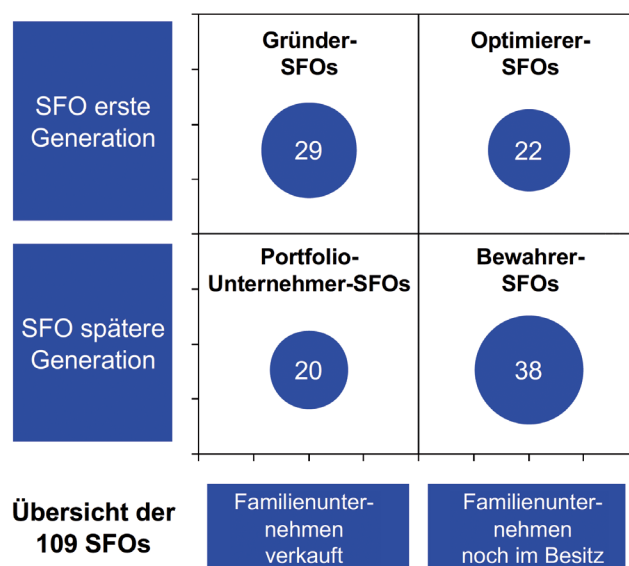


Abb. 5: SFO-Archetypen

**Die Gründer-SFOs (29 SFOs):** Nach dem Verkauf des ursprünglichen Familienunternehmens stellen sich folgende Fragen: Wer sind wir als Familie? Was sind unsere Ziele? Wie können wir den Zusammenhalt als Familie sicherstellen? Wie bewahren wir unser Unternehmertum? Das SFO wird tatsächlich oft mit Blick auf diese Fragen überhaupt erst gegründet. Darüber hinaus kann es auch steuerliche Überlegungen geben, da es vorteilhaft sein kann den Erlös aus dem Verkauf zeitnah und vergleichbar zu investieren. Ein generationsübergreifender Gedanke steht zumindest bei den Gründern in den ersten Jahren meist nicht im Vordergrund.

**Die Portfolio-Unternehmer-SFOs (20 SFOs):** Obwohl das ursprüngliche Unternehmen nicht mehr im Besitz der Familie ist, so gibt es in diesen SFOs doch bereits wieder eine Tradition rund um das jeweilige SFO. Dieses SFO wird häufig auch emotional zu einem Identitäts-Anker der Familie. Genau wie bei Familienunternehmen ist auch bei SFOs beim bzw. nach dem Übergang zur zweiten Generation ein Wandel der Einstellung festzustellen. So ist es wieder ein gängiges Mantra, dass das SFO nur von den eigenen Kindern geliehen ist und an diese übergeben werden soll. Auffällig ist, dass 70% dieser SFOs in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren – ein höherer Wert als bei allen anderen SFO-Archetypen. Dies ist symptomatisch für die tendenziell starke Betonung von Vermögenswachstum (gegenüber Vermögenserhalt) bei diesem SFO-Archetyp.

**Die Optimierer-SFOs (22 SFOs):** Neben dem ursprünglichen Unternehmen haben diese Familien in der aktuellen Generation ein SFO gegründet, um das tendenziell große Vermögen besser zu diversifizieren. Die Unternehmen sind so etabliert, dass sie die Gewinne zu einem großen Teil nicht thesaurieren müssen (im Sinne von Überschussrenditen). Im Vordergrund stehen also pragmatische Überlegungen, wie z.B. auch eine kostengünstige und verlässliche Vermögensverwaltung. Die Identität der Familie ist in der Regel vollständig an das ursprüngliche Unternehmen geknüpft und das SFO wird als passende Lösung für die Vermögensoptimierung (insbesondere Diversifikation) angesehen. Häufig entscheiden sich die Optimierer für ein „embedded“ SFO (z.B. eine Abteilung für Vermögensverwaltung innerhalb des ursprünglichen Familienunternehmens).

**Die Bewahrer-SFOs (38 SFOs):** Diese Familien haben sowohl das ursprüngliche Unternehmen als auch das SFO über mindestens zwei Generationen bewahrt. In vielen Fällen verknüpft die jeweilige Familie mit beiden Einheiten einen emotionalen Wert und möchte diese Werte für die folgenden Generationen bewahren. Durch die lange Erfahrung mit beiden Organisationen ist die Familie in der Lage sich auch mit von früheren Generation häufig verdrängten Themen, wie z.B. der Family Governance, auseinander zu setzen. Auffällig ist, dass lediglich 32% dieser SFOs in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren – ein niedrigerer Wert als bei allen anderen SFO-Archetypen. Grundsätzlich wird bei diesen SFOs der Kapitalerhalt besonders stark über dem Vermögenswachstum priorisiert.

## SFOs, Family Equity und generationsübergreifendes Unternehmertum

---

„Generationsübergreifendes Unternehmertum –  
Verweben der Generationen.“  
(Prinzipal, Portfolio-SFO)

---

Trotz aller beobachteter Varianz gibt es ein Thema, das für die allermeisten der befragten Unternehmerfamilien von hoher Relevanz ist: Wie kann transgenerationales Unternehmertum, d.h. unternehmerische Aktivitäten, die nicht mit dem Ausscheiden bzw. Tod des Firmengründers aufhören, sondern über Generationen andauern, erzeugt werden? Transgenerationales Unternehmertum wird dabei in der Wissenschaft beschrieben als: Prozess, in dessen Verlauf Unternehmerfamilien unternehmerische Orientierungen und Denkweisen entwickeln sowie familiär-kontrollierte Ressourcen und Fähigkeiten anwenden, um neue unternehmerische, finanzielle und soziale Wertpotenziale über Generationen hinweg zu schaffen und für die Unternehmerfamilie zu erhalten (in Anlehnung an Nordqvist & Zellweger, 2010; eigene Übersetzung).

Im folgenden Abschnitt sollen anhand der gesammelten Interview-Daten folgende drei Fragen beantwortet werden: Welche Motive und Ziele verfolgen Unternehmerfamilien beim Aufsetzen eines SFO? Wie sieht die Operationalisierung des SFO und dessen strategische Entwicklung im Zeitverlauf aus? Welche Implikationen hat das SFO für die Familie?

### Ziele und Motive: Strategisches Rational der Unternehmerfamilie

Allgemein bekannt ist die Absicht der Unternehmerfamilie anhand des SFO das Vermögen zu erhalten und zu vermehren. Das zeigt sich auch in unserer Studie. So geben als primäres Ziel bei der SFO-Einrichtung etwa 40% der Befragten Vermögenserhalt und etwa 60% der Befragten risikoadjustierte Vermögensvermehrung an. Insbesondere wenn ein Großteil des Familienvermögens noch im jeweiligen Familienunternehmen gebunden ist, steht für das Vermögen im SFO der Vermögenserhalt (Fokus auf Diversifikation) im Vordergrund.

Für eine Detailanalyse haben wir die unternehmerische Orientierung der Familie (d.h. wie sehr die Familie in ihrem Denken und Handeln unternehmerisch ist), die transgenerationale Orientierung (d.h. wie sehr die jeweils folgende Generation im unternehmerischen Handeln berücksichtigt wird) und die unternehmerische Identität der Familie (d.h. wie sehr die Familie sich als Unternehmerfamilie und als Einheit wahrnimmt) auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 7 (hoch) gemessen.

Grundsätzlich gibt es insbesondere im Kontext von unternehmerischen Direktbeteiligungen und direkten Immobilieninvestitionen drei Investitions-Rationale, die sich aus der Grundausrichtung der jeweiligen Unternehmerfamilie ableiten. Die Grundausrichtung kann „opportunistisch“ (Investmententscheidungen auf Einzelfallbasis), „quasi-strategisch“ (strategisch definierte Investitionsfelder, aber teilweise opportunistische Vorgehensweisen) oder „strategisch“ (Entscheidungen auf Basis vorgefasster Investitionsstrategien) sein. Eine opportunistische Grundausrichtung führt häufig zum Investitions-Rational „kaufen, entwickeln & verkaufen“, da jedes Anlageobjekt lediglich als ein eigenständiger Business Case betrachtet wird. Eine quasi-strategische Grundausrichtung führt häufig zum Investitions-Rational „kaufen, entwickeln & selektiv verkaufen“, da jedes Anlageobjekt einem strategisch definierten Investitionsfeld zugeordnet ist, aber bei einem guten Preis oder einer guten Gelegenheit im allgemeinen durchaus verkauft wird. Eine strategische Grundausrichtung führt in vielen Fällen zum Investitions-Rational „kaufen, entwickeln & halten“, da jedes einzelne Anlageobjekt als Teil der Strategieumsetzung angesehen wird und somit nicht veräußert werden soll.

Alle drei Investitions-Rationale konnten wir bei den befragten 109 SFOs beobachten. Grundsätzlich dominierte das Rational „kaufen, entwickeln & selektiv verkaufen“ (54% der SFOs) vor „kaufen, entwickeln & halten“ (35% der SFOs) und „kaufen, entwickeln & verkaufen“ (11% der SFOs). Allerdings zeigen sich deutliche Unterschiede bei einer Differenzierung nach der Generation des SFO. Während Gründergenerationen eher das Investitions-Rational „kaufen, entwickeln & selektiv verkaufen“ oder aber in einer Minderheit „kaufen, entwickeln & verkaufen“ (z.B. bei Projektentwicklung im Immobilienbereich) bevorzugen, scheinen spätere Generationen eher ein „kaufen, entwickeln & halten“ anzustreben. Eine Erklärung hierfür ist, dass die Risikoorientierung in der ersten Generation (Mittelwert von 4,1) noch stärker ausgeprägt ist als in den folgenden Generationen (Mittelwert von 3,6).

Gleichzeitig steigt jedoch die generationsübergreifende Orientierung der späteren Generationen, mit einem Wert von 5,8 im Vergleich zu 5,0 in der ersten Generation, deutlich an. Die ursprünglich risikofreudige, unternehmerische Orientierung scheint demnach über den Generationenwechsel einer bewahrenden, risikoaversen Orientierung zu weichen.

Aus den Gesprächen konnten wir zudem erfahren, dass der Zusammenhalt der Familie und das „gemeinsame“ Investieren der Familie, anstatt einer Aufteilung des Familienvermögens und singulären Investments der einzelnen Familienmitglieder ein wichtiger Treiber für das Aufsetzen des SFO war. Hier sind jedoch verschiedene Ebenen zu unterscheiden. Rein technisch vermeiden Unternehmerfamilien die Parzellierung des gemeinsamen Vermögens, um Vermögenserosion aus Steuer- und Kosteneffekten zu vermeiden. Dies ist vor allem nach dem Verkauf des fokalen Familienunternehmens der Fall, wenn es darum geht Veräußerungsgewinne steuereffizient in eine neue gesellschaftsrechtliche Struktur zu überführen und zu re-allokieren.

---

„Gemeinsam hat man als Familie einfach mehr Schwungmasse und eine effizientere Kostenstruktur.“  
(Family Officer, Portfolio-SFO)

---

So sahen die befragten SFOs neben der steuerlichen Effizienz und den besseren Konditionen vor allem Netzwerkeffekte, Deal Flow und Losgrößenvorteile als Vorteile des gemeinsamen Investierens aus einer SFO-Struktur. Potenzielle Streitigkeiten sowie ein möglicher „Verfall à la Buddenbrooks“ der Familie über den Zeitverlauf hinweg wurden hingegen als mögliche Gründe gegen ein gemeinsames Investieren in Form eines SFO genannt. Auch spielen emotionale Faktoren eine wichtige Rolle bei der gemeinsamen Gründung eines SFO. Eine Familie, die zuvor über viele Generationen hinweg ein Familienunternehmen erfolgreich aufgebaut und geführt hat, hat keinen Grund nach dem Verkauf des Unternehmens plötzlich getrennte Wege zu gehen. Etablierte Beziehungen, Vertrauensverhältnisse und Entscheidungsprozesse erzeugen ein durch die einzelnen Familienmitglieder subjektiv wahrgenommenes, idiosynkratisches „Wir“-Gefühl. Aus der Sicht der Familie ist es daher schon fast „natürlich“ nach der aktiven Unternehmerschaft ein gemeinsames Family Office zu gründen.

---

„Unternehmerische Identität aus eigenen  
Erfolgen schöpfen.“  
(Prinzipal, Gründer-SFO)

---

Ein weiterer Motivator, den wir in unserer Studie identifizieren konnten, liegt in der Frage nach der unternehmerischen Identität begründet. Fungierte in der Vergangenheit das Familienunternehmen als Identitätspunkt der Familie, so stellt sich nach dem Verkauf des Familienunternehmens früher oder später die „Sinnfrage“: „Wer sind wir nun und wer wollen wir in Zukunft sein? Für was wollen wir stehen und was wollen wir eigentlich nun tun?“

Unsere Befragung ergab zudem, dass Unternehmerfamilien ihre unternehmerische Orientierung und ihre unternehmerische Identität mit dem Familienunternehmen nicht „mitverkaufen“. Im Gegenteil, Familien, die noch im Besitz ihres ursprünglichen Familienunternehmens sind, haben sogar eine marginal niedrigere unternehmerische Orientierung (Mittelwert von 4,0 versus 4,2) sowie nur eine marginal höhere unternehmerische Identität (Mittelwert von 5,7 versus 5,4). Gleichzeitig scheint jedoch die transgenerationale Orientierung, die vor dem Verkauf im Mittel einen Wert von 6,0 aufweist, auf einen Wert von 4,8 zu sinken. Geht mit dem Verkauf des Familienunternehmens also doch ein Stück „Bewahrungsethos“ verloren?

Wir interpretieren dies so, dass Unternehmerfamilien während des Entscheidungsprozesses das Familienunternehmen zu verkaufen einen Gesinnungswandel durchlaufen. Am Ende dessen steht nicht mehr der Erhalt des Familienunternehmens „um jeden Preis“ als erste und unbedingte strategische Zielsetzung einer Familie, sondern die Bewahrung des Status der Familie als „Unternehmerfamilie“, indem sie sich durch den Verkauf das Potenzial für zukünftige unternehmerische Zyklen bewahrt.

Auch wenn die befragten Familien nach dem Verkauf ihres Familienunternehmens weiterhin eine große Verpflichtung gegenüber ihrer Familie verspüren, sind sie eher dazu bereit ihre unternehmerischen Beteiligungen selektiv zu verkaufen, wenn sich ein geeigneter Zeitpunkt und opportune Bedingungen hierfür ergeben, als Unternehmerfamilien, die noch im Besitz des ursprünglichen Unternehmens sind. Wir führen diesen Objektivierungsprozess auf die Transaktionserfahrung zurück, die Familien während des Verkaufs des fokalen Familienunternehmens gewonnen haben.

Hier spielt der Prozess der Bewertung des Familienunternehmens eine große Rolle, da während dieses Prozesses die Familie oft zum ersten Mal mit Bewertungs- und Preismechanismen vertraut gemacht wird. Durch die Frage, „Was ist unser Unternehmen eigentlich konkret wert?“, wird die Wahrnehmung der Familie entemotionalisiert und der Fokus auf das unternehmerische Vermögen, das sogenannte „Family Equity“, gelenkt.

---

„Gemeinsames Family Equity stärkt den Familien-  
zusammenhalt, prägt dadurch die Identität der Familie  
und hilft dabei, eine einheitliche Vision zu entwickeln.“  
(Prinzipal, Bewahrer-SFO)

---

Bei „Family Equity“ handelt es sich um unternehmerisches Wagniskapital, das aus dem Verkauf von Beteiligungen oder Überschussrenditen stammt, nicht für steuerliche oder konsumtive Zwecke der Familie benötigt wird und frei vom ursprünglichen Familienunternehmen für Investitionen in alternative Anlageformen genutzt werden kann. Mit dem Verkauf des Familienunternehmens verliert die Familie ihre Hauptanlage und damit ihren zentralen Wertgenerierungsmechanismus. Viele Familien gründen daher vor allem nach dem Verkauf des ursprünglichen Familienunternehmens ein SFO und verlagern den Wertgenerierungsmechanismus in das SFO. Dadurch geht der Kommunikations- und Entscheidungsprozess auf Ebene der Unternehmerfamilie in Bezug auf die Re-Allokation des Family Equity weiter, was je nach Ausprägung des SFO zur gemeinsamen Entwicklung und Umsetzung einer Vision im Zeitverlauf beiträgt. Die Gründung eines SFO und die Bündelung des Family Equity im SFO hat jedoch noch eine weitere, elementare Konsequenz. So gab ein Großteil der Befragten an, dass „Family Equity“ eine bedeutende Rolle für die Identitätsbildung der Unternehmerfamilie spielt. Dies kann sowohl über einen direkten als auch einen indirekten Effekt geschehen. Zum einen ziehen Familien direkt eine unternehmerische Identität aus dem dynamischen Prozess des (Re-) Investierens in Sachwerte unter Risiko. Zum anderen scheinen Familien aus dem Halten neuer unternehmerischer Beteiligungen zumindest indirekt eine gemeinsame Identität als Unternehmerfamilie zu ziehen.



„Family Equity ist der Klebstoff,  
der alles zusammenhält.“

(Gesellschafter, Bewahrer-SFO, 30. Generation)

Neben den materiellen Motiven spielen bei Unternehmerfamilien auch immaterielle Motive eine wichtige Rolle, wenn es um die Einrichtung eines SFO geht. Mit diesem Schritt verfolgen Unternehmerfamilien oft die Absicht, die Werte der Unternehmerfamilie festzuschreiben und an die nachfolgenden Generationen weiterzugeben. Dieser Aspekt wurde von 80% der befragten SFOs im Interview als wichtig genannt. Diese Werte können stark durch die historischen Wurzeln der Familie geprägt sein, wie z.B. durch einen starken Bezug zu den ständischen Regeln des „ehrbaren Kaufmanns“ bei Kaufmannsfamilien oder durch eine stark religiöse Prägung bei ehemals aristokratischen Familien, die sich selbst in der Assetallokation ablesen lässt (z.B. Land- und Forstbesitz und Beteiligungen an Brauereien). Von großer Bedeutung ist aber regelmäßig auch der Gründungsmythos, die industrielle Prägung sowie der Bezug zu einzelnen Produkten, die einen Meilenstein in der unternehmerischen Entwicklung der Familie darstellen. Neben immateriellen Werten legen Familien zudem großen Wert auf Symbolik. Der Erhalt und das Eigentum, z.B. an der Ur-GmbH oder auch am „Gebäude, in dessen Keller der Ur-Großvater nach dem Krieg das erste Produkt zusammengeschaubt hat“, stellt für Familien zum Teil einen unschätzbaren Wert dar, den es durch das SFO ebenfalls zu erhalten gilt. Das SFO soll darüber hinaus aber auch praktische, unternehmerische Werte vermitteln – sei es durch Praktika, Fortbildungen oder Beiratsfunktionen für die NextGens bis hin zur Beratung und dem Controlling von unternehmerischen Direktbeteiligungen der NextGens durch die SFOs. Zusammenfassend ist festzustellen, dass Unternehmerfamilien ihre SFOs neben der reinen Investitionsfunktion zunehmend als Family Governance Mechanismus für ihr generationsübergreifendes Unternehmertum betrachten.

### Operationalisierung und strategische Entwicklung des Family Offices im Zeitverlauf

„Ein Family Office ist ein absoluter Spiegel  
des Inhabers/ der Familie.“

(Prinzipal, Gründer-SFO)

#### Institutionalisierung

Erneut muss die große Heterogenität der untersuchten SFOs betont werden. In der Tat gleicht kein Single Family Office einem anderen. Die Ausgestaltung eines SFO richtet sich nach der Ausgangssituation der Unternehmerfamilie, d.h. ihrer Vision, ihren Zielen, dem Vermögensvolumen und den individuellen Notwendigkeiten der Familie. Andererseits unterliegen die befragten Unternehmerfamilien z.T. erheblichen Strukturzwängen aus ihrer bestehenden oder vorherigen Unternehmens- und Vermögensstruktur. Demnach gaben immerhin knapp 40% der befragten Familien an, einem gesellschaftsrechtlichen und/ oder steuerlichem Strukturzwang bei der Gründung ihres SFO unterlegen zu haben. Daraus ist zu schließen, dass Familien, die beabsichtigen ihr Unternehmen zu verkaufen, die neue Struktur zumindest in Grundzügen bereits im Transaktionsprozess anlegen und gestalten sollten.

#### Ausprägungen

Wie bereits erwähnt, kann ein SFO in unterschiedlichen Formen ausgestaltet werden. Das Feld wird mit 69 Fällen klar durch SFOs in separaten legalen Einheiten dominiert, wobei „embedded“ SFOs mit 31 Fällen ebenfalls eine wichtige Ausprägung darstellen. Weniger häufig sind bisher virtuelle SFOs, die wir nur in neun Fällen identifizieren konnten. Betrachten wir die Verteilung der Family Offices nach den definierten Archetypen, so stellen wir fest, dass unter den Gründer-SFOs das virtuelle SFO vorherrschend ist. Bei der Kategorie der Optimierer-SFOs ist das „embedded“ SFO besonders häufig anzutreffen und sowohl bei Portfolio-SFOs als auch bei Bewahrer-SFOs dominieren separate Legal-Einheiten. Die Einteilung nach unterschiedlichen Arten von Institutionalisierung ist wichtig, da diese mit unterschiedlichen Vor- und Nachteilen einhergehen.



**Virtuelles Single Family Office:** Das virtuelle SFO weist mit Abstand den geringsten Institutionalierungsgrad auf, da es oft an die natürliche Person bzw. eine Personengesellschaft aus Vermögensträgern gebunden ist. Die niedrigen Formerfordernisse resultieren im höchsten Maß in unternehmerischer Flexibilität. Daher lassen sich virtuelle Strukturen oft in Gründergenerationen und bei NextGens beobachten, die ihr Vermögen mit möglichst geringem Aufwand und durch Nutzung digitaler Technologien bewirtschaften. Erwartungsgemäß sind hier, mit im Durchschnitt nur zwei Mitarbeitern und mit bis zu 60% Insourcing, die „schlanksten Strukturen“ zu beobachten. Das virtuelle SFO verlangt permanente Aufmerksamkeit und Einsatz des Vermögensinhabers, da keine redundanten Strukturen vorgesehen sind. Neben aller Effizienz hat das virtuelle SFO allerdings auch erhebliche Nachteile, da es meist an Haftungsabgrenzung, steuerlicher Thesaurierungsfähigkeit, einem umfassenden Vermögensreporting und Expertise in gewissen Assetklassen fehlt. Auch Governance spielt eine sekundäre Rolle. Folglich sind virtuelle SFOs oft bei kleineren Vermögensgrößen zu beobachten, die aufgrund von Ressourcenrestriktionen eine kosteneffiziente Struktur wählen und sich folglich auf einige wenige Assetklassen fokussieren, wie z.B. Immobilien oder Start-up Investments. Umfangreichere Investitionen, z.B. in unternehmerischen Direktbeteiligungen, sind mit einer virtuellen Struktur nicht zu empfehlen und im Rahmen unserer Untersuchung auch kaum zu beobachten.

**„Embedded“ Single Family Office:** Diese Ausprägung kann einen „Inkubationszustand“ zwischen virtuellen und legal separaten SFOs darstellen. „Embedded“ SFO Strukturen entwickeln sich typischerweise in „guten Zeiten“ der wirtschaftlichen Entwicklung des Familienunternehmens, primär aus thesaurierten Überschussrenditen, die nicht an die Unternehmerfamilie ausgeschüttet wurden. Oft kommt die Verwaltung der Konzernliegenschaften und des privaten Immobilienbestands der Familie hinzu. Aus dieser unternehmensinternen Vermögensverwaltung entwickelt sich typischerweise eine Family Office Funktion, die zwar im Unternehmen als separate Abteilung angesiedelt und typischerweise vom Finanzgeschäftsführer bzw. Vorstand verantwortet wird, aber rechtlich eine Einheit mit dem Familienunternehmen darstellt. Ein klarer Vorteil dieser Organisationsform liegt in der Finanzkraft des Familienunternehmens, das aus eigener Kraft Wachstumsfinanzierungen oder Zukäufe aus dem Konzern heraus tätigen kann. Darüber hinaus kann das „embedded“ SFO auf viele Funktionen und

Ressourcen des Familienunternehmens zurückgreifen, wodurch Ineffizienzen und redundante Strukturen vermieden werden können. Außerdem führt die weitgehende steuerliche Verschonung durch den fortwährenden Thesaurierungseffekt zu einer überproportionalen Kapitalakkumulation und dem Aufbau „stiller Reserven“. Zudem sind der Identitätseffekt und die Bindung der Familie an das Familienunternehmen nicht zu unterschätzen. Die steuerlich verschonte Übertragung der Anteile an die nächste Generation und das soziale Ansehen zu einem aktiven, traditionsreichen Familienunternehmen zu gehören, sind sicher weitere gewichtige Vorteile aus Sicht der Unternehmerfamilie. Mangelnde Unabhängigkeit vom Familienunternehmen, eingeschränkte Fungibilität für den Fall eines Verkaufs und eine weitgehend fehlende Haftungsabgrenzung sind bei allen Vorzügen dennoch gravierende Nachteile. Aus persönlichen Gesprächen wissen wir, dass viele Familien mit einem „embedded“ SFO den Wechsel in eine separate Legal-Einheit ernsthaft prüfen und erwägen.

**Unabhängiges Single Family Office (separate legale Einheit):** Die am weitesten verbreitete Ausprägungsform ist das unabhängige SFO. Oft kurz vor oder nach dem Verkauf des ursprünglichen Familienunternehmens als Beteiligungsgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH oder GmbH & Co. KG gegründet, fungiert diese Gesellschaft als „unternehmerischer Nukleus“. Neben der Haftungsabgrenzung gegenüber sowohl der Eigentümerfamilie als auch im Innenverhältnis zu einzelnen Beteiligungen, sind die steuerlichen und operativen Vorteile zu betonen. Je nach Transaktionsstruktur ist eine steuerlich minimierte Übertragung und Re-Allokation des generierten Family Equity möglich. Außerdem haben Kapitalgesellschaften den Vorteil, dass sie eine permanente vollständige bzw. teilweise Thesaurierung von (Veräußerungs-) Gewinnen ermöglichen. Weiter ist die steuerlich minimierte Abführung von Gewinnen aus einzelnen Beteiligungen wie auch der steuerliche Abzug von Finanzierungszinsen innerhalb des Konzerns, z.B. in Form von verzinslichen Gesellschafterdarlehen, bis zur Zinsschranke möglich. Dividenden an einzelne Familiengeschafter oder eine zwischengeschaltete Familienholding werden bislang nur mit dem Kapitalertragssteuersatz besteuert. Hält das SFO in seiner Beteiligungsstruktur mehrheitlich operatives Vermögen (z.B. unternehmerische Direktbeteiligungen) und weniger Verwaltungsvermögen (z.B. Immobilien oder Aktien), können Anteile am SFO bislang

noch steuerlich begünstigt, teilweise sogar unter Wegfall der Erbschaftssteuer, auf die nächste Generation übertragen werden. Weiterhin zeichnen sich Kapitalgesellschaften durch hohe Flexibilität, klare rechtliche Regelungen, allgemeine Akzeptanz und hohe Fungibilität im Beteiligungskontext aus. Für die Mehrzahl der befragten Unternehmerfamilien ist eine Kapitalgesellschaft, meist eine GmbH oder eine GmbH & Co. KG, daher die erste Wahl bei der Gestaltung ihrer Vermögens- und Beteiligungsstrukturen.

**Ausrichtung nach Organisationsform**

Mit der Evolution des Institutionalisierungsgrades verändern sich zwangsläufig auch die Ausrichtungen je nach Organisationsform. Im Rahmen unserer Erhebung ist auffällig, dass in allen Organisationsformen die quasi-strategische Ausrichtung dominiert, eine strategische Ausrichtung jedoch weiterhin eine Rolle spielt. Hier weisen „embedded“ SFOs aufgrund ihrer Verortung im ursprünglichen Familienunternehmen konsequenterweise die höchste strategische Ausrichtung auf. Gleichzeitig ist zu betonen, dass sowohl

in „embedded“ SFOs als auch separaten SFO-Einheiten ein gewisser Anteil eine opportunistische Ausprägung angibt. Rein finanziell motivierte Investitionen spielen demnach eine wichtige, wenn auch sekundäre, Rolle für die befragten SFOs. Zusammenfassend stellen wir fest, dass Unternehmerfamilien mit der Etablierung einer separaten SFO-Einheit mehrheitlich eine quasi-strategische Ausrichtung anstreben, um einer Vermögensdiversifikation über die Assetklassen Rechnung zu tragen und gleichzeitig eine „Risikoabschottung“ zu erzielen.

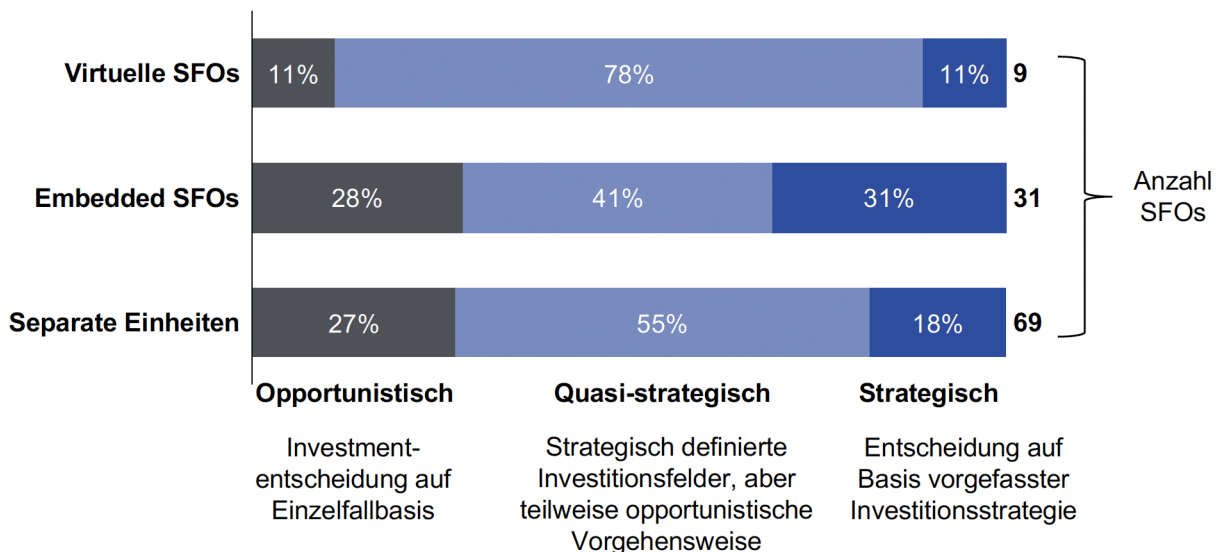


Abb. 6: Ausrichtung nach Organisationsform (prozentuale Aufteilung und absolute Anzahl)

## Prozentualer Anteil der SFOs mit Aktivitäten in der jeweiligen Assetklasse

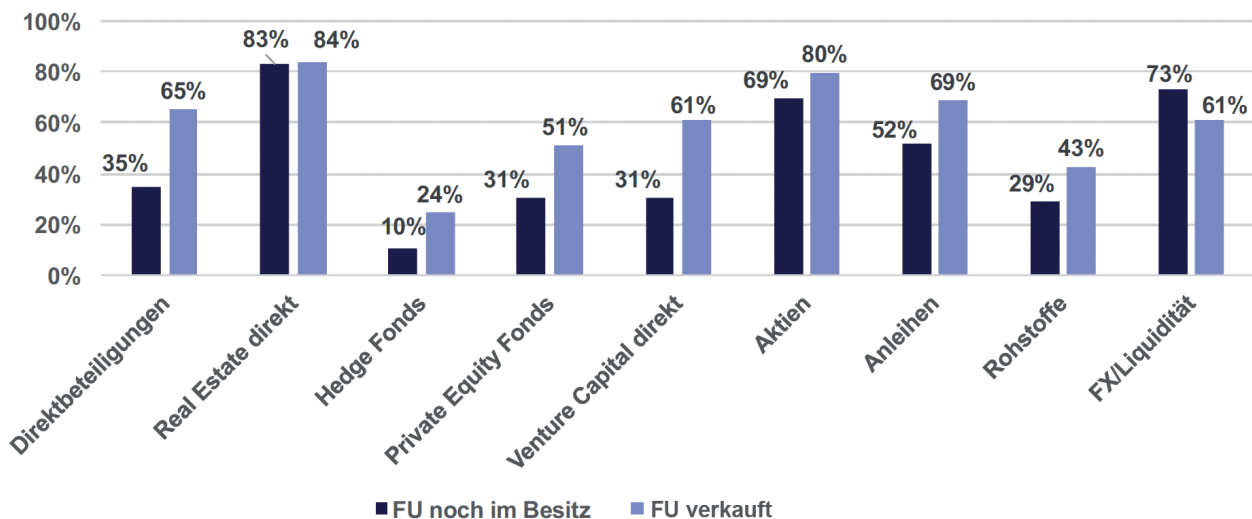


Abb. 7: Assetallokation mit und ohne Familienunternehmen

### Präferierte Assetallokation

Ebenso wie die Typologie von Family Offices verändert sich die Assetallokation im Zeitverlauf. Erneut differenzieren wir entlang der beiden Achsen „Familienunternehmen im Besitz der Familie“ und „Generationenverlauf“.

Sofern eine Unternehmerfamilie ihr Unternehmen nicht verkauft hat, stellt dieses in der Regel den größten eigenständigen Vermögenswert der Familie dar. Neben dem Familienunternehmen investieren 35% der untersuchten SFOs in unternehmerische Direktbeteiligungen, 83% in Immobilien, 10% in Hedgefonds, 31% in Private Equity, 31% in Venture Capital, 69% in Aktien, 52% in Anleihen, 29% in Rohstoffe und 73% halten Liquidität vor. Insgesamt ist festzustellen, dass SFOs im Besitz des Familienunternehmens deutlich

seltener in unternehmerische Direktbeteiligungen und seltener in indirekte Anlageformen, wie z.B. Fonds investieren. Sie investieren jedoch ebenso häufig in Immobilien und halten hohe liquide Reserven vor, was wir als „Risikoversicherung“ für das Familienunternehmen interpretieren.

Diese Assetallokation ändert sich jedoch zum Teil drastisch nach dem Verkauf des Familienunternehmens und der Re-Allokation durch das SFO. Im Vergleich wird deutlich, dass SFOs, die nicht mehr im Besitz ihres Familienunternehmens sind, deutlich stärker über die Assetklassen diversifizieren. Die Schwerpunkte liegen hier klar bei unternehmerischen Direktbeteiligungen, Private Equity Fonds und Venture Capital.

## Prozentualer Anteil der SFOs mit Aktivitäten in der jeweiligen Assetklasse

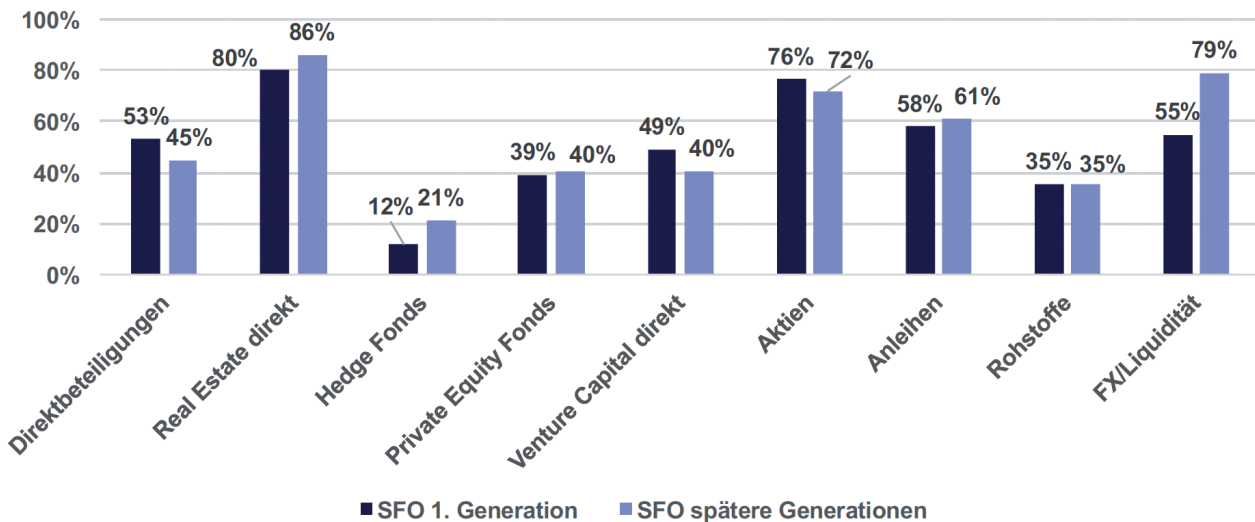


Abb. 8: Assetallokation im Generationenverlauf

Im Vergleich der ersten Generation im SFO mit nachfolgenden Generationen fällt auf, dass die Bedeutung von unternehmerischen Direktbeteiligungen klar abnimmt und dafür direkte Immobilieninvestitionen und indirekte Anlageformen und Fondsstrukturen wie Hedgefonds deutlich zunehmen. Wir interpretieren dies als Indiz dafür, dass spätere Generationen im Family Office weniger unternehmerisch und direkt investieren und im Ergebnis eher vermögensverwaltender agieren.

Interessanterweise konnten wir beobachten, dass die Bindung zum Kernunternehmen bei den 60 SFOs, die noch Anteile am Familienunternehmen halten, nicht notwendigerweise für die Ewigkeit gesetzt scheint. Von den Familien, die noch im Besitz ihres Familienunternehmens sind, erwägen 12% den (Teil-) Verkauf von (Haupt-) Beteiligungen aus folgenden strategischen Gründen:

- Historisch-positives Transaktionsumfeld und zum Teil noch nie gesehene Bewertungsniveaus
- Ungelöste Nachfolge-Fragestellungen
- Zunehmend disruptives Umfeld und binäre „Schicksalsfragestellungen“: Absolute Konzentration versus Diversifikation des Vermögens
- Vermögenstransfer auf die nächste Generation
- Veränderung der Selbstwahrnehmung vom Familienunternehmer hin zur Unternehmerfamilie bzw. zum Familieninvestor.

### Lebenszyklus-Modell des SFO

Aufbauend auf der Erkenntnis, dass SFOs genauso wie Familienunternehmen einem Lebenszyklus und substanzieller Veränderungen hinsichtlich Institutionalisierung, Assetallokation und Unternehmergeist im Zeitverlauf unterliegen, haben wir bereits in vorigen Kapiteln die Heterogenität der SFOs betont. Konkret steht dabei der „Schicksalspunkt“ einer Unternehmerfamilie, also der Verkauf des fokalen Familienunternehmens, sowie die Generation des SFO, also die Differenzierung nach der ersten versus einer späteren Generation, im Vordergrund. Bei den resultierenden vier SFO-Archetypen betonen die jeweiligen Unternehmerfamilien unterschiedliche primäre Gründe für die Existenz des jeweiligen SFO.

**Gründer-SFOs:** Familien, die ihr fokales Unternehmen verkauft haben und nun in erster Generation ein SFO gründen, betonen häufig die Re-Allokation des Familienvermögens. Denn das aus dem Verkauf erlöste Vermögen soll in der Regel zeitnah und steuerlich optimiert angelegt werden.

**Optimierer-SFOs:** Familien, deren Vermögen größtenteils im fokalen Unternehmen gebunden ist und die in erster Generation ein SFO gründen, betonen häufig die Diversifikation des Familienvermögens. Denn die Streuung eines Vermögensteils über unterschiedliche Anlageobjekte senkt das finanzielle Risiko der Familienmitglieder.

**Portfolio-Unternehmer-SFOs:** Familien, die ihr fokales Unternehmen verkauft haben und bereits in einer späteren Generation ein SFO besitzen, betonen häufig, dass das SFO der unternehmerische Nukleus der Familie ist. Denn das SFO wird in diesen Fällen besonders oft als unternehmerische Holding für Investitionen in unterschiedliche Felder angesehen.

**Bewahrer-SFOs:** Familien, denen das Ursprungsunternehmen noch gehört und die das SFO bereits in späterer Generation besitzen, betonen häufig den Aspekt der Absicherung. Denn in diesen Fällen soll das SFO oft nicht nur eine finanzielle Absicherung für Familienmitglieder, sondern auch für das jeweilige ursprüngliche Unternehmen, bieten.

SFO erste Generation	<b>Gründer-SFOs:</b> <b>Re-Allokation</b>	<b>Optimierer-SFOs:</b> <b>Diversifikation</b>
SFO spätere Generation	<b>Portfolio-Unternehmer-SFOs:</b> <b>Unternehmerischer Nukleus</b>	<b>Bewahrer-SFOs:</b> <b>Absicherung</b>
	Familienunternehmen verkauft	Familienunternehmen noch im Besitz

Abb. 9: Häufig betonter, primärer Grund für die Existenz des SFO je nach SFO-Archetyp

Eine weitere Beobachtung aus unseren Interviews ist, dass die SFOs sich keineswegs statisch verhalten. Ganz im Gegenteil, im Zeitverlauf konnten wir dynamische Entwicklungen feststellen, die sowohl von den Entwicklungen innerhalb der Familie als auch innerhalb der Unternehmen getrieben werden. Dazu zählen beispielsweise das Hinzukommen neuer beteiligter Familienmitglieder, Veränderungen in den zugrunde liegenden Zielen, Zukäufe und Verkäufe von Unternehmen, Änderungen im Zielportfolio sowie Weiterentwicklungen in bestehenden Unternehmen. Als Folge davon ändert sich auch die Größe des zu verwaltenden Familienvermögens – in jede denkbare Richtung. Während die Zielmotive (sh. Abb. 9) sowie typische Trigger-Ereignisse über alle SFOs hinweg vergleichbar sind, bzw. kategorisiert werden können, folgt jedes SFO einem individuellen Entwicklungspfad, wie in Abbildung 10 beispielhaft illustriert.

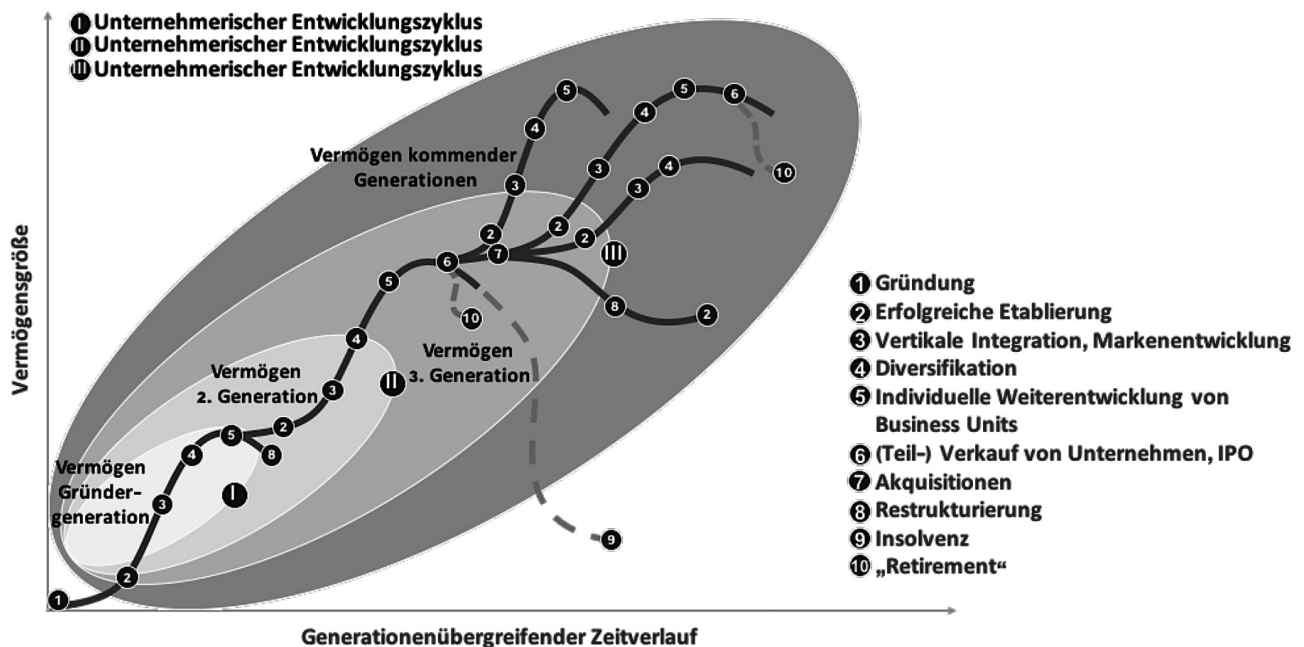


Abb. 10: Illustration des SFO-Lebenszyklus

### Implikationen für die Unternehmerfamilie

Auf der Ebene der Unternehmerfamilie stellen wir folgende zentrale Frage: Was bedeutet ein SFO für die Unternehmerfamilie und ihren Unternehmergeist? Eine Analyse der quantitativ abgefragten Skalen zeigt, dass die befragten Unternehmerfamilien durchwegs hohe Werte bei der unternehmerischen Orientierung zeigen.

Betrachten wir die jeweiligen Orientierungen und die Identität der SFOs mit und ohne Besitz des fokalen Familienunternehmens, stellen wir fest, dass die unternehmerische Identität der SFOs mit Besitz des Familienunternehmens marginal geringer ist. Ein großer Unterschied ist jedoch in

der transgenerationalen Orientierung zu verzeichnen, die nach dem Verkauf des Unternehmens abnimmt. Die unternehmerische Identität der SFOs bleibt erstaunlicherweise auf einem ähnlichen Niveau, obwohl das Familienunternehmen, das weitläufig immer als der „Identitätsanker“ betrachtet wird, verkauft wurde. Das ist ein Indiz dafür, dass Unternehmerfamilien es schaffen, ihre Identität auch über den Verkauf des Familienunternehmens hinaus durch ihre SFO-Aktivitäten zu bewahren und gegebenenfalls sogar zu stärken.

### Mittelwerte der 109 SFO-Skaleneinordnungen von 1 (sehr niedrig) bis 7 (sehr hoch)

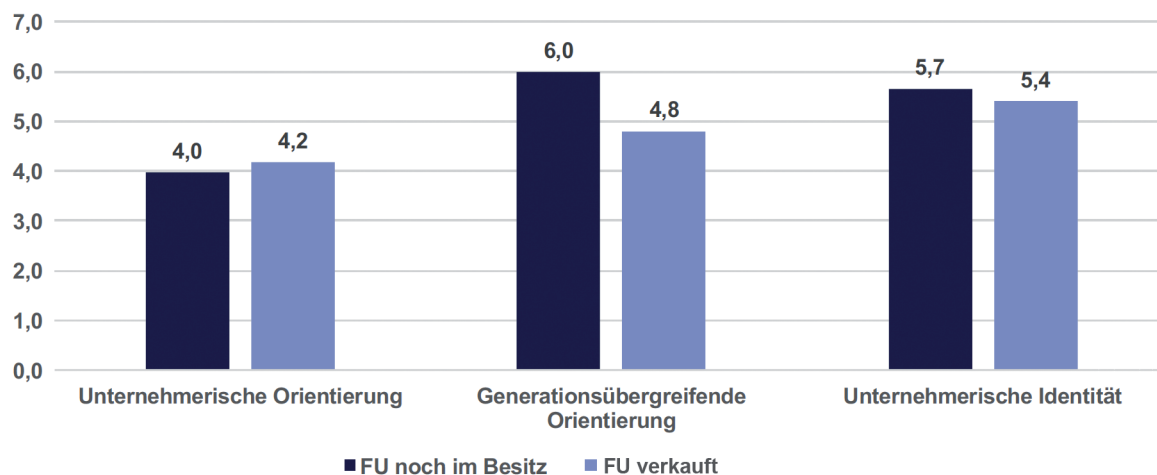


Abb. 11: Identität & Orientierung mit und ohne Familienunternehmen

Betrachten wir nun die zweite Hauptachse „SFO Gründergeneration“ versus „SFO spätere Generation“, so stellen wir fest, dass die unternehmerische Orientierung der SFOs im Generationenverlauf leicht abnimmt. Die transgenerationale Orientierung nimmt hingegen in späteren SFO Generationen zu, ebenso wie die unternehmerische Identität der Unternehmerfamilie.

Die in den Skalen angegebenen Werte zum vorherrschenden Unternehmergeist in SFOs sind in ihrer Höhe den von bestehenden Studien berichteten Werten zum Unternehmergeist in Familienunternehmen ähnlich. Das kann als Indikation gesehen werden, dass die familieninterne Nachfolge nicht wie angenommen der einzige Weg ist, um Unternehmergeist über Generationen hinweg zu bewahren und an die nächste Generation weiterzugeben – auch die Bildung eines SFO mit Beteiligung von Familienmitgliedern



kann den Unternehmergeist bewahren. Das SFO tritt damit an die Stelle der „Firma“. Diese wird somit neben ihrer reinen vermögensverwaltenden und -vermehrenden Instanz oft zum Ausgangspunkt neuer unternehmerischer Aktivitäten und zum Fixpunkt der eigenen (Familien-) Identität. Dennoch weisen die Ergebnisse darauf hin, dass über die Zeit hinweg – wenn das SFO von der ersten in spätere Generationen übergeben wird – der Unternehmergeist im Durchschnitt leicht abnimmt. Zugleich steigt jedoch die Identifikation der Familienmitglieder mit ihrem SFO. Diese Ergebnisse können vorsichtig als Wandel von einer

„Unternehmerische Direktbeteiligungen sind in unserer Familie die Klammer für das generationsübergreifende Unternehmertum.“  
(Prinzipal, Portfolio-SFO)

Auch muss bedacht werden, dass es oft Individuen gibt, die das SFO aus Familiensicht besonders formen und vorantreiben. Häufig sind diese Familienmitglieder auch in der Geschäftsführung des SFO tätig. So zeigen unsere deskrip-

### Mittelwerte der 109 SFO-Skaleneinordnungen von 1 (sehr niedrig) bis 7 (sehr hoch)

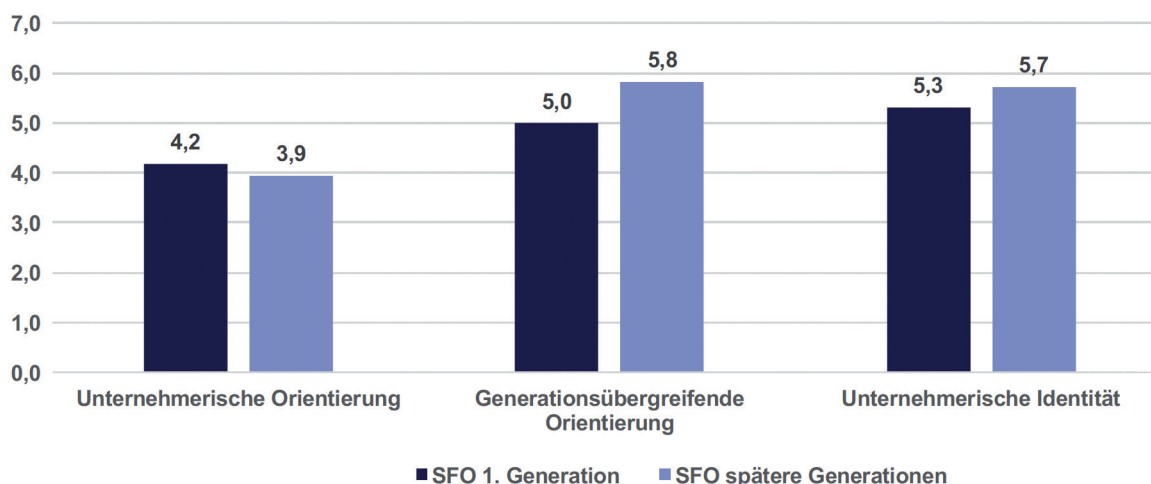


Abb. 12: Identität & Orientierung im Generationenverlauf

„Macher“-Identität zu einer „Treuhand“- oder „Verwalter“-Identität interpretiert werden. Unternehmerfamilien, denen der Erhalt des Unternehmergeistes am Herzen liegt, müssen daher analog zu Familienunternehmern Wege und Mittel finden, um den Unternehmergeist zu bewahren. Die Weitergabe passender Familiengeschichten, die Motivation zu eigenen Start-up-Gründungen, der frühe Einbezug in den „unternehmerischen Lifestyle“ aber auch die Verantwortung, das langfristige Investieren in unternehmerische Direktbeteiligungen und allen voran eine exzellente Aus- und Weiterbildung sind dabei nur einige Mechanismen, die sich in bisherigen Studien des Instituts für Familienunternehmen als Katalysatoren für dauerhaftes unternehmerisches Engagement herausgestellt haben.

tiven Ergebnisse, dass in familiengeführten SFOs im Durchschnitt nur ein bis zwei Familienmitglieder – also eine verhältnismäßig niedrige Anzahl an Individuen – operativ im SFO tätig ist. Diese Familienmitglieder sind es, die nicht nur einen besonderen Einfluss auf das SFO und seine Aktivitäten, sondern auch auf die Familie und deren Zusammenhalt ausüben. Aus diesem Grund gilt es, diese Familienmitglieder besonders zu schulen und zu motivieren.

## Family Governance & Next Generation

Der Themenbereich „Family Governance“ spielt im Rahmen der vorliegenden Studie eine zentrale Rolle, da er den Verhaltensrahmen von Unternehmerfamilien im Innenverhältnis und im Außenverhältnis vorgibt. Während Governance in Unternehmen ein bereits gut erforschter Bereich ist, wissen wir relativ wenig über Family Governance Mechanismen von Unternehmerfamilien, insbesondere im generationsübergreifenden Kontext von Single Family Offices. Im Rahmen dieser Studie konnten wir die Bedeutung, Verbreitung und Implementierung von Family Governance Mechanismen in den befragten Familien untersuchen.

### Welche Herausforderungen können Familien mit ihrer Governance adressieren?

Die Aufgaben von Governance lassen sich leicht am Bild eines „Kuchens“ erklären. Die Governance soll mit Regeln und Mechanismen sicherstellen, dass der „Kuchen“ möglichst groß ist und jeder beteiligte Stakeholder das ihm zustehende „Stück“ bekommt. Es geht also um Effizienz und Gerechtigkeit. Konkret soll Governance im Unternehmen sicherstellen, dass Ressourcen nicht verschwendet, sondern sinnvoll investiert werden und dass das Firmenergebnis nicht in die Taschen einzelner Manager und Großaktionäre fließt, sondern gerecht aufgeteilt wird. Im Kontext von SFOs muss diese Logik um die Familienkomponente erweitert werden. So geht es darum, dass bei der Effizienz auch an die nächste Generation gedacht wird und dass bei der Gerechtigkeit nicht nur vertraglich korrekt, sondern auch mit einem Blick auf den Familienfrieden gehandelt wird.

Im Rahmen der Studie wurden die folgenden Herausforderungen genannt, welche die Governance adressieren soll. Diese Punkte sind natürlich nur eine Auswahl der häufig genannten Aspekte. Je nach Familie oder SFO können weitere individuelle Aspekte hinzukommen.

Im Innenverhältnis der Unternehmerfamilie:

- Konfliktvermeidung und Konfliktlösung insbesondere bei heterogenen Familien (z.B. mehrere Stämme, parallel mehrere Generationen aktiv, etc.)
- Generationenwechsel: Ausgleich divergierender Interessen auch mit Blick auf die Vermögensübergabe
- Aus- und Weiterbildungsanforderungen (besonders für die NextGens aber auch für die CurrentGens)
- Heranführen der nächsten Generation an das SFO
- Vermeidung von „verheerenden“ Fehlentscheidungen bei der Investmentallokation (z.B. Gefahr, dass ein unqualifiziertes Familienmitglied nur wegen des „richtigen Nachnamens“ solche Entscheidungen für die gesamte Familie trifft)

Im Außenverhältnis der Unternehmerfamilie:

- Umgang mit familienfremden Managern des SFO (damit tatsächlich nur die Interessen der Familie betont werden)
- Umgang mit Presse/ Medien (damit z.B. Konflikte nicht an die Öffentlichkeit geraten)

### Welche Governance Mechanismen konnten wir bei den SFOs beobachten?

---

„Wir sind in der sechsten Generation noch dabei, weil wir niemanden beschissen haben – weder innerhalb, noch außerhalb der Familie.“  
(Prinzipal, Gründer-SFO)

---

Alle befragten SFOs haben implizit oder explizit die Bedeutung von Vertrauen und implizit vertrauensbasierten Verhaltensweisen als Governance Mechanismus betont. Die beispielhafte Aussage oben unterstreicht, dass es Teil der Familienkultur sein kann, ein ehrbares Verhalten als Erfolgsfaktor zu betonen. Darüber hinaus konnten wir drei Gruppen von konkreten Family Governance Mechanismen erfassen: (1) Familienverfassung (auch Charta genannt), (2) Gesellschafter-, Erb- und ehevertragliche Regelungen und (3) Aufsichtsgremium (z.B. Beirat).

Knapp die Hälfte der SFOs besitzen eine Familienverfassung. Diese umfasst typischerweise den idiosynkratischen Werte-/ Normenkodex, die Vision/ Mission sowie spezifische Verhaltensregeln. Obwohl dieses Instrument anders als vertragliche Regelwerke typischerweise rechtlich nicht bindend ist, messen die befragten Familien dem Erstellungsprozess und dem Werk an sich eine hohe moralische Bindungswirkung zu. Dies ist u.a. dem Umstand geschuldet, dass idealerweise alle Familienmitglieder im Erstellungsprozess involviert sind. Darüber hinaus kann dieses Instrument helfen, die Identität als Unternehmerfamilie, insbesondere nach dem Verkauf des ursprünglichen Unternehmens, zu bewahren.

Etwa drei Viertel der SFOs betonen die Bedeutung vertraglicher Regelungen, die aus Gesellschafter-, Gesellschafts-, Ehe- und Erbverträgen bestehen. Diese Regelungen betreffen sowohl die individuelle als auch die gesellschaftsrechtliche Vermögens- und Rechtsfolge innerhalb des Familienvermögens. So verpflichten sich z.B. einige Unternehmerfamilien Eheverträge abzuschließen, die im Falle einer Scheidung die Übertragung von SFO-Anteilen an Familienfremde verhindern. Ungefähr die Hälfte der SFOs hat ein Aufsichtsgremium (meist ein Beirat auf der Holdingebene), das zum Teil mit externen, die Familien beratenden Personen besetzt wird. Dies ist ein interessantes Indiz für eine sukzessive Öffnung der Familien für externes Know-how und Expertise. Ein Aufsichtsgremium kann z.B. dazu beitragen, dass größere Anlageentscheidungen aus einer anderen Perspektive und mit Blick auf vorher definierte Rahmenbedingungen geprüft werden.

### **Welche Typen von SFOs betonen welche Governance Mechanismen?**

Wie bereits beschrieben lassen sich die SFOs u.a. entlang von zwei zentralen und unabhängigen Achsen einteilen: (1) Wurde das ursprüngliche Familienunternehmen verkauft oder befindet es sich noch im Besitz der Familie? (2) Befindet sich das SFO in der ersten oder in einer späteren Generation? Im folgenden Abschnitt fassen wir die zentralen Argumente für einen möglichen Zusammenhang mit Governance Mechanismen zusammen.

Wenn das ursprüngliche Familienunternehmen bereits verkauft wurde, dann entfällt dadurch ein Treiber der Komplexität der Interessen. So wird z.B. eine Familienverfassung häufig auch geschrieben, um zu regeln unter welchen Voraussetzungen ein Familienmitglied im Unternehmen mitwirken kann. Ohne das Unternehmen entfallen viele solcher Fragestellungen, so dass es auch weniger Gründe geben könnte über eine Familienverfassung oder andere Mechanismen nachzudenken. Es ist also nicht verwunderlich, dass die Bedeutung aller drei Governance Mechanismen höher ist, wenn das ursprüngliche Familienunternehmen noch im Besitz der Familie ist.

Wenn das SFO noch in der ersten Generation ist, so herrscht zwischen den gründenden Familienmitgliedern eine gemeinsame implizite Vision bzw. eine „Handschlag-Mentalität“. Dadurch wird meist verdrängt, dass am besten in konfliktfreien Zeiten das Regelwerk für mögliche Spannungen geschaffen wird. Gerade in den ersten Jahren eines SFO werden Themen wie die Verteilung des Vermögens auf Assetklassen stärker betont als das Erarbeiten einer Familienverfassung. Typischerweise bringt der Eintritt der NextGen in die SFOs viele Herausforderungen mit sich. Nicht nur die Zahl der beteiligten Personen, sondern auch die Heterogenität ihrer Interessen steigt in der Regel. Es ist also nicht verwunderlich, dass die drei diskutierten Governance Mechanismen (Verfassung, Verträge, Aufsichtsgremium) häufiger in SFOs der späteren Generation eingesetzt werden. Den größten Anstieg konnten wir beim Thema Aufsichtsgremium beobachten. Während nur 39% der SFOs in der ersten Generation ein Aufsichtsgremium haben, steigt diese Zahl bei den SFOs der späteren Generation auf 64%.

# Single Family Offices versus Private Equity

## Charakterisierung von Family Equity versus Private Equity

Sowohl SFOs als auch Private Equity (PE) Unternehmen beteiligen sich an etablierten Unternehmen bzw. kaufen diese vollständig. PE-Unternehmen argumentieren typischerweise, dass sie für die jeweiligen Zielunternehmen der „bessere Besitzer“ sind und z.B. operative oder strategische Verbesserungen durchsetzen können, um den Unternehmenswert zu steigern. Mit dem richtigen Konzept (z.B. Spezialisierung auf einen bestimmten Typ von Zielfirmen) können PE-Unternehmen dann über ihre Fonds Gelder von primär institutionellen Investoren (z.B. Pensionskassen oder Versicherungen) und z.T. sogar von SFOs einwerben. Bei SFOs ist die Logik vollkommen anders. Das Vermögen der Familie liegt vor und soll bestmöglich verwaltet werden, wobei unternehmerische Direktbeteiligungen in etablierte Unternehmen eine wichtige Option aber keine Notwendigkeit sind.

SFOs und PE unterscheiden sich fundamental bei der strukturellen Aufstellung. PE-Unternehmen, wie z.B. KKR oder EQT, legen regelmäßig neue Fonds auf. Diese Fonds werben dann finanzielle Mittel ein und verpflichten sich vertraglich, diese Mittel z.B. nach zehn Jahren zurück zu zahlen. Jeder einzelne Fonds muss dann zeitnah Zielunternehmen erwerben, deren Wert steigern und die Firmen rechtzeitig vor der Rückzahlungsverpflichtung verkaufen. Die Struktur bei einem SFO dagegen kann sehr einfach eine GmbH im Besitz der Familie mit Anteilen an Zielunternehmen sein. Diese Struktur resultiert in einem „langen Atem“ sowie einer maximalen Flexibilität.

Seit der sogenannten „Heuschrecken-Debatte“ werden Unternehmenskäufe durch Finanzinvestoren durchaus kritisch gesehen. Dabei werden PE-Unternehmen häufig dafür kritisiert, dass sie Zielunternehmen mit hohen Schulden belasten und Mitarbeiter entlassen. SFOs versuchen sich davon klar abzugrenzen, indem sie z.B. den jeweiligen unternehmerischen Hintergrund einer Familie sowie die langfristige Orientierung betonen. Diese Abgrenzung könnte wichtig sein, wenn SFOs und PE in direkter Konkurrenz zueinander ein Zielunternehmen erwerben möchten. Ob diese Aussagen der Wahrheit entsprechen, analysieren wir in den folgenden Kapiteln. Viele Unternehmerfamilien verkaufen, zumindest bei gleichem Preis bzw. Konditionen, lieber an SFOs als an PE-Fonds.

Die Bedeutung von unternehmerischen Direktbeteiligungen hat für SFOs in den letzten Jahren zugenommen. Ein zentraler Treiber ist das Niedrigzinsumfeld seit circa 2012. In vielen Monaten der letzten Jahren, bot die sogenannte „risikofreie“ Anlage in zehnjährige deutsche Staatsanleihen unter Berücksichtigung der Inflation eine negative Rendite. Das bedeutet, dass sogar sehr konservative SFOs, welche die Bewahrung (statt Mehrung) des Vermögens verfolgen, nach alternativen Anlagen suchen. Auch wenn die Bewertungen von Zielfirmen (z.B. im Sinne des Vielfachen des jeweiligen Gewinns) in den letzten Jahren gestiegen sind und damit ein Einstieg unattraktiver werden kann, so gelten Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen auch im Jahr 2018 noch als Renditetreiber in diversifiziert aufgestellten Portfolios.

---

„Einnehmen der Finanzinvestorenbrille  
als Überlebensmechanismus.“  
(Prinzipal, Portfolio-SFO)

---

SFOs können häufig auf Ressourcen zurückgreifen, die ihnen nach dem Kauf eines Portfolio-Unternehmens entscheidende Vorteile verschaffen. So können viele Familienmitglieder die eigenen unternehmerischen Erfahrungen und Kenntnisse einbringen. Dies ist insbesondere relevant, wenn die Familie in einer verwandten Industrie unternehmerisch tätig war bzw. ist.

---

„Bei unseren Direktbeteiligungen gilt:  
Schuster bleib bei deinen Leisten.“  
(Prinzipal, Gründer-SFO)

---

Darüber hinaus haben Familienmitglieder im SFO auch das Selbstvertrauen das jeweilige Zielunternehmen zum Erfolg zu führen. Denn die Familie hat schließlich bereits unternehmerische Erfolge vorzuweisen. In diesem Zusammenhang ist es auch nicht überraschend, dass die meisten Familienmitglieder die Zielunternehmen nicht passiv über das

SFO halten möchten, sondern vielmehr bei strategischen oder sogar operativen Entscheidungen mitwirken möchten. Bei der Fragestellung, wie wichtig die operative Einflussnahme in den Zielunternehmen – für SFOs/ die Familie – ist, beantworteten 60% dies mit „sehr wichtig“.

### Deskriptive Datenanalyse

Im Rahmen unserer Studie konnten wir feststellen, dass 53 der 109 befragten SFOs (also knapp 49%) in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren. Wegen der Betonung der unternehmerischen Direktbeteiligungen vergleichen wir in diesem Studienabschnitt 55 PE-Unternehmen (mit Fokus auf Small-Mid Cap Investitionen) mit den 53 SFOs, die einen Teil ihres Vermögens in etablierte Unternehmen investieren. SFOs, die keine unternehmerischen Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen tätigen, sind bei diesen Analysen entsprechend ausgeschlossen. Denn SFOs, die z.B. ausschließlich in Immobilien investieren, haben eine vollkommen andere Finanzierungsstruktur als solche mit Direktbeteiligungen.

Auf Basis der Grundgesamtheit der 109 befragten SFOs wurde, wie oben bereits angedeutet, ersichtlich, dass die Generation des SFO sowie der Verkauf oder Besitz eines Familienunternehmens ausschlaggebend für die Entscheidung in Direktbeteiligungen zu investieren sind. 53% der SFOs in erster Generation investieren in unternehmerische Direktbeteiligungen. Befindet sich ein SFO in der zweiten oder späteren Generation, so investieren nur noch 45% in unternehmerische Direktbeteiligungen. Ist das Familienunternehmen noch im Besitz der Familie, so entscheiden sich nur 35% für unternehmerische Direktbeteiligungen. Wurde das Familienunternehmen verkauft, so steigt der Anteil auf 65%.

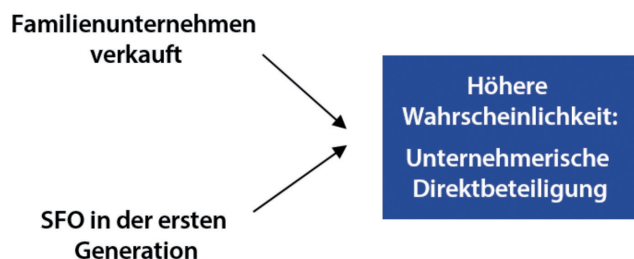


Abb. 13: Einfluss auf unternehmerische Direktbeteiligungen

Die 53 SFOs mit unternehmerischen Direktbeteiligungen differenzieren wir erneut anhand dieser unabhängigen Achsen: (1) Verkauf bzw. Besitz des Familienunternehmens; (2) erste bzw. spätere Generation des SFO. Es resultieren die folgenden vier Gruppen von SFOs. In unserer Studie beziehen wir uns auf 27 SFOs der Gründergeneration, 26 SFOs in späterer Generation, 32 SFOs, die das Familienunternehmen verkauft haben und 21 SFOs, die noch im Besitz des Familienunternehmens sind. Die größte Gruppe sind die SFOs in Gründergeneration ohne Familienunternehmen im Hintergrund („Gründer-SFOs“).

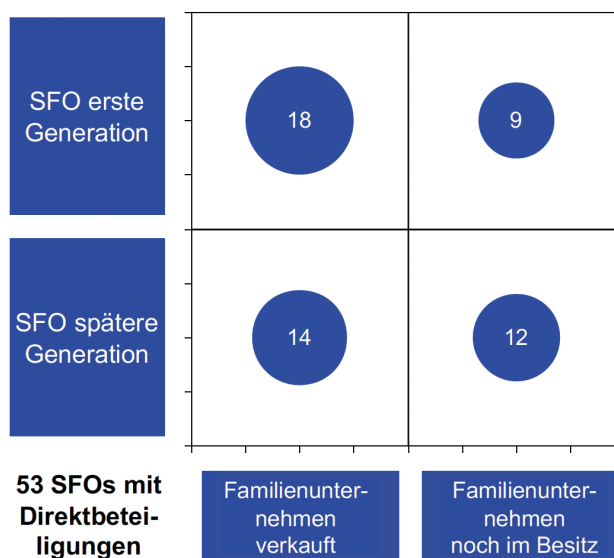


Abb. 14: Einteilung der 53 SFOs mit unternehmerischen Direktbeteiligungen in vier Quadranten

Im PE-Bereich differenzieren wir wie folgt: Von den 55 PE-Unternehmen haben 44 eine klassische Fondsstruktur mit Rückzahlungsverpflichtung und limitierter Fondslaufzeit. Die übrigen 11 PE-Firmen haben eine Evergreen-Struktur<sup>3</sup> ohne Limitierung der Laufzeit.

<sup>3</sup> Evergreen-Fonds sind offene Fonds ohne definiertes Volumen und Laufzeit. Neue Anteile zur Kapitalbeschaffung können stets ausgegeben werden.

### Anzahl der Portfoliounternehmen und Equity-Ticketgröße

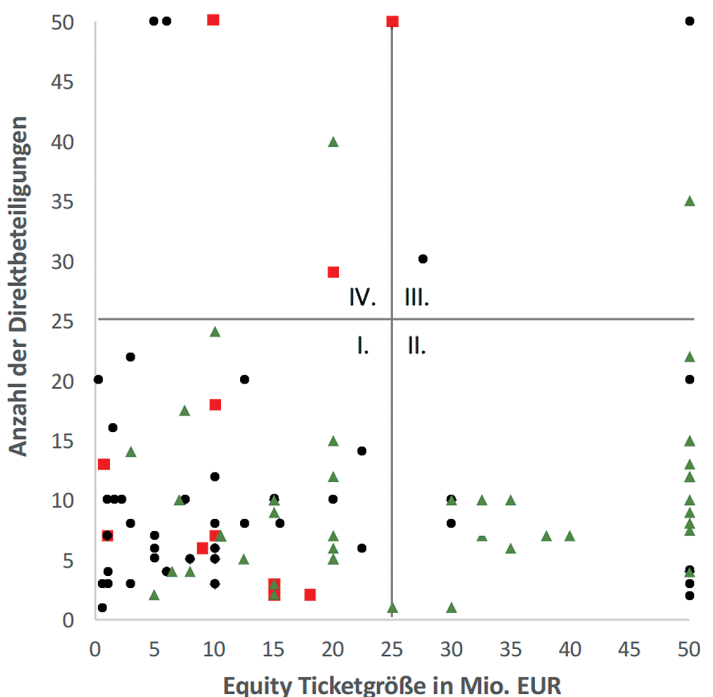
In der Datenerhebung wurde ersichtlich, dass es verschiedene Investoren-Ausprägungen hinsichtlich der Anzahl der unternehmerischen Direktbeteiligungen und der entsprechenden durchschnittlichen Equity-Ticketgröße gibt. Die folgende Grafik stellt genau diese Konstellation dar.

Fast alle klassischen PE-Unternehmen befinden sich in Quadrant I. und Quadrant II. Aufgrund der Fondsstruktur und -laufzeit investieren PE-Unternehmen in eine limitierte Anzahl unternehmerischer Direktbeteiligungen pro Fonds. Die Ticketgröße variiert je nach Fondsgröße. Die Equity-Ticketgröße klassischer PE-Fonds in unserer Studie liegt bei 22,5 Mio. EUR (Median); die Anzahl der unternehmerischen Direktbeteiligungen liegt bei durchschnittlich 10 Unternehmen pro Fonds. Dabei fokussieren sich klassische PE-Fonds auf Unternehmen mit einer Umsatzgröße von 75,0 Mio. EUR (Median).

Evergreen-Strukturen hingegen können, frei von Fondsstrukturen und Laufzeit, eine größere Anzahl an unternehmerischen Direktbeteiligungen erwerben. Evergreen-Strukturen (Quadrant I. und IV.) investieren tendenziell in kleinere

Equity-Ticketgrößen als klassische PE-Unternehmen. Dies ist nicht überraschend, da sich die relativ fixen Kosten für den Kauf eines Unternehmens (z.B. Due Diligence) bei kleinen Firmen erst lohnen, wenn diese Firmen lange gehalten werden. Die Equity-Ticketgröße von Evergreen PE-Strukturen liegt im Vergleich zu klassischen PE-Fonds deutlich niedriger, und zwar bei 10,0 Mio. EUR (Median). Die Anzahl der unternehmerischen Direktbeteiligungen liegt durchschnittlich bei 17 Unternehmen. Evergreen-Strukturen fokussieren sich auf Zielunternehmen mit einer durchschnittlichen Umsatzgröße von 40,0 Mio. EUR (Median).

Der primäre Anteil an SFOs investiert in eine überschaubare Anzahl an unternehmerischen Direktbeteiligungen und mit einer verhältnismäßig kleineren Equity-Ticketgröße (Quadrant I.). SFOs in Quadrant II. sind SFO-Strukturen mit Milliardenvermögen, die selektiv und mit größeren Losgrößen in unternehmerische Direktbeteiligungen investieren und andere Assets (wie z.B. Immobilien, liquide Anlagen) dem Gesamtportfolio beimischen. Quadrant III. umfasst SFOs mit Milliardenvermögen, die fast ausschließlich als strategische Holdingstruktur in unternehmerischen Direktbeteiligungen investieren und eine Konsolidierung der einzelnen Portfoliounternehmen anstreben. Quadrant IV. umfasst, ähnlich wie Quadrant III., SFOs mit ausschließlich unternehmerischen Direktbeteiligungen und strategischer Ausrichtung – allerdings ohne ein Milliardenvermögen im Hintergrund. Die Equity-Ticketgröße aller SFOs gemittelt liegt bei 6,8 Mio. EUR (Median). Die Anzahl der unternehmerischen Direktbeteiligungen liegt durchschnittlich bei 13 Unternehmen. SFOs fokussieren sich dabei auf Zielunternehmen mit einer durchschnittlichen Umsatzgröße von 50,0 Mio. EUR (Median).



- SFO
- Evergreen
- ▲ Private Equity (klassisch)

Anmerkung: >50 Direktbeteiligungen bzw. >50 Mio. EUR Equity Ticketgrößen werden als „50“ dargestellt

Abb. 15: Anzahl der untern. Beteiligung vs. Ticketgröße der Studienteilnehmer

„Wir entwickeln unsere unternehmerischen Beteiligungen strategisch: Wir wollen schließlich nicht nach drei Jahren die heiße Kartoffel an den Nächsten weitergeben.“  
(Prinzipal, Portfolio-SFO)

Aus der Grafik wird ersichtlich, dass viele SFOs und PE mit ähnlichen Ticketgrößen investieren und eine ähnliche Anzahl an unternehmerischen Direktbeteiligungen im Portfolio halten. SFOs und Small-Mid Cap PE-Fonds interessieren sich häufig für identische Portfoliounternehmen und stehen als deren Kapitalgeber und deren potenzieller „neuer Eigentümer“ in direkter Konkurrenz.



**Fokus**

Einige SFOs und PE-Unternehmen legen ihre Investitionsschwerpunkte auf bestimmte Branchen oder charakterisieren sich spezifisch als Mehr- oder Minderheitsinvestoren. So investieren beispielsweise 69% aller befragten SFOs als Mehrheitsinvestoren. Bei Evergreen-Strukturen und klassischen PE-Fonds liegt dieser Anteil, mit knapp über 90%, deutlich höher. Aufgrund des spezifischen Industrie-Hintergrunds der Eigentümerfamilien, legen SFOs einen etwas höheren Fokus auf gewisse Branchen. 60% der SFOs fokussieren sich auf bestimmte Branchen – durchschnittlich auf zwei Sektoren. Knapp 45% der PE-Unternehmen geben einen spezifischen Branchenfokus an und setzen diesen in durchschnittlich drei Sektoren um.

**Club-Deal Strukturen**

Insbesondere in einem kompetitiven und professionellen Marktumfeld spielt das Bündeln von Liquidität und Expertise im Deal-Sourcing und Investmentprozess eine immer

entscheidendere Rolle. Aus den Gesprächen konnten wir entnehmen, dass immer mehr SFOs aktiv Club-Deals erwägen. So investieren zum aktuellen Zeitpunkt 45% der befragten SFOs mit Direktbeteiligungen unter anderem über Club-Deal Strukturen. 92% dieser SFOs präferieren Deals mit anderen SFOs und Familien. Ein deutlicher Unterschied ist hier zwischen klassischen PE-Fonds und Evergreen-Strukturen zu erkennen. 64% aller befragten Evergreen-Strukturen gehen unter anderem Club-Deal Strukturen ein und präferieren dabei zu jeweils knapp 70% SFOs und/ oder PE-Fonds als Co-Investoren. Klassische PE-Fonds investieren primär als Einzelinvestor. Nur 36% der klassischen PE-Fonds investieren unter anderem als Club-Deal Investor und bevorzugen als Co-Investoren zu 80% andere PE-Fonds, jedoch nur zu knapp 30% Familieninvestoren<sup>4</sup>.

Die folgende Tabelle fasst die genannten Unterschiede von SFOs im Vergleich zu PE im Detail zusammen:

	SFO	PE
Liquide Mittel	Vermögen durch die Familie vorhanden	Funding durch multiple, externe Investoren
Investorengruppe	100% Familie	69% primär institutionelle Investoren; 31% primär Familieninvestoren
Finanzielle Ziele	Kapitalerhalt > Renditemaximierung	Renditemaximierung > Kapitalerhalt
Angestrebte Haltedauer	19 Jahre (Mean)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: 5 Jahre (Mean)</li> <li>• Evergreen Fonds: 10 Jahre (Mean)</li> </ul>
Equity-Ticketgröße	6,8 Mio. EUR (Median)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: 22,5 Mio. EUR (Median)</li> <li>• Evergreen Fonds: 10,0 Mio. EUR (Median)</li> </ul>
Anzahl Unternehmen	13 Unternehmen (Mean)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: 10 Unternehmen (Mean; pro Fonds)</li> <li>• Evergreen Fonds: 17 Unternehmen (Mean)</li> </ul>
Umsatzgröße Zielunternehmen	50,0 Mio. EUR (Median)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: 75,0 Mio. EUR (Median)</li> <li>• Evergreen Fonds: 40,0 Mio. EUR (Median)</li> </ul>
Mehrheitsbeteiligungen	69% der befragten SFOs agieren primär als Mehrheitsinvestor	Knapp über 90% der befragten PE investieren als Mehrheitsinvestoren
Fokus auf Sektoren	60% der SFOs fokussieren sich auf bestimmte Branchen	45% der PE fokussieren sich auf bestimmte Branchen
Durchschnittliche Anzahl der Sektoren	SFOs mit Branchenfokus: 2 Sektoren	PE mit Branchenfokus: 3 Sektoren
Club-Deal Investoren	45% der befragten SFOs investieren u.a. via Club-Deals	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: 36% investieren u.a. via Club-Deals</li> <li>• Evergreen Fonds: 64% investieren u.a. via Club-Deals</li> </ul>
Präferierte Club-Deal Struktur	Präferenz für Club-Deals mit SFOs/ Familien	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Klassischer PE-Fonds: Präferenz für Club-Deals mit anderen PE-Fonds</li> <li>• Evergreen Fonds: Ausgewogene Präferenz zwischen SFOs und/ oder PE-Fonds als Co-Investor</li> </ul>

Abb. 16: Zusammenfassung der Unterschiede von SFOs im Vergleich zu PE

<sup>4</sup> Bei der Befragung war eine Mehrfachauswahl möglich: Die prozentuale Aufteilung summiert sich daher nicht auf 100%.



## Mythen & Fakten: Family Equity versus Private Equity

Wie bereits beschrieben, gibt es eine klare Abgrenzung zwischen dem Investitionsverhalten und den Eigenschaften von SFOs und Private Equity Investoren. Im Folgenden wollen wir einige weitverbreitete Aussagen zu Single Family Offices (SFOs) und Private Equity (PE) analysieren und auf ihren Wahrheitsgehalt prüfen. Auf Basis unserer Studie klassifizieren wir diese Aussagen als „Mythen“ oder „Fakten“. Wir haben diese Aussagen in drei Gruppen kategorisiert: Langfristigkeit, Risiko und Entscheidungsfindung.

### Langfristigkeit

#### **FAKT: SFOs haben eine längerfristige Orientierung als PE**

Family Offices sind langfristig orientiert, oft mit einer Halteperiode von über 30 Jahren. Dies ist auch dadurch getrieben, dass die Entscheidungsträger in SFOs bereits an die nächste Generation der jeweiligen Familie denken.

„Wir halten unsere Beteiligungen ohne angestrebte Haltedauer und haben nicht vor diese zu verkaufen. Unternehmen werden an die nächste Generation weitergegeben.“

(Family Officer, Bewahrer-SFO)

„Unser Direktbeteiligungsportfolio ist die Lernfabrik für unsere nächste Generation.“

(Prinzipal, Bewahrer-SFO)

Die durchschnittlich angestrebte Haltedauer von SFOs unserer Studie beträgt knapp 19 Jahre. 61% aller SFOs streben an, unternehmerische Direktbeteiligungen über die nächste Generation hinweg (>30 Jahre) zu halten. Dabei ergeben sich große Unterschiede abhängig davon, ob die Eigentümerfamilie noch im Besitz des ursprünglichen Familienunternehmens ist oder nicht. Ist das Familienunternehmen noch im Besitz der Familie, so beträgt die angestrebte Haltedauer von unternehmerischen Direktbeteiligungen im Schnitt 22 Jahre. 79% haben den Wunsch, unternehmerische Beteiligungen in die nächste Generation zu übertragen (>30 Jahre).

Ist das Familienunternehmen nicht mehr im Besitz der Familie, so verringert sich die angestrebte Haltedauer im Schnitt auf 16 Jahre. Nur 50% der Familien streben an, die unternehmerischen Beteiligungen in die jeweils nächste Generation zu übertragen (>30 Jahre).

Auch der Faktor Generation spielt eine wichtige Rolle, insbesondere beim Wunsch die Beteiligungen an die nächste Generation zu übergeben. Befindet sich das SFO in erster Generation, so planen 54% dieser SFOs die Weitergabe der Direktbeteiligungen an die folgende Generation. Befindet sich das SFO in zweiter oder späterer Generation, so steigt dieser Anteil auf 68% der SFOs.

Aufgrund der Fondsstruktur streben hingegen klassische PE-Unternehmen eine deutlich kürzere Haltedauer von durchschnittlich 5 Jahren an. Evergreens (aufgrund ihrer Natur) haben vergleichsweise längere angestrebte Haltedauern von durchschnittlich 10 Jahren.

#### **MYTHOS: Nur SFOs schaffen langfristigen Wert; PE beurteilen Investitionen und Ausgaben nur auf kurze Sicht**

Es ist 84% der befragten PE-Investoren wichtig, einen langfristigen Wert zu schaffen (Werte 4 & 5 auf einer Skala von 1 bis 5). Klassische PE Fondsstrukturen unterscheiden sich in diesem Fall kaum von Evergreen-Fonds. Dieses Vorgehen beruht jedoch auf einem einfachen Kalkül:

„Wenn man ein Unternehmen gut entwickelt und es bei Verkauf einen erfolgsversprechenden 10-Jahres Horizont hat, so findet sich ein guter Käufer; zugleich hat dies positive Auswirkungen auf einen höheren Verkaufspreis.“

(PE)

SFOs streben, wie erwartet, ebenfalls eine langfristige Wertschöpfung an. 92% der befragten SFOs sehen langfristige Wertschöpfung in erworbenen Unternehmen als Schlüssel zum Erfolg (Werte 4 & 5 auf einer Skala von 1 bis 5). Die Identität als Unternehmerfamilie ist hierbei ein wichtiger Treiber.

---

„Family bedeutet responsible ownership.“  
(Family Officer, Bewahrer-SFO)

---

Unterschiede werden jedoch deutlich in Abhängigkeit vom Status des ursprünglichen Familienunternehmens. So ist es allen Familien, die noch im Besitz des Familienunternehmens sind, wichtig, langfristigen Wert auch in den unternehmerischen Beteiligungen zu schaffen. Ist das Familienunternehmen nicht mehr im Besitz der Familie, so betonen nur noch 88% der SFOs die Bedeutung von langfristiger Wertgenerierung (Werte 4 & 5 auf einer Skala von 1 bis 5). Auch die Generation des SFO spielt eine relevante Rolle. Befindet sich ein SFO in erster Generation, so ist langfristige Wertschöpfung 89% der Befragten wichtig; befindet sich das SFO in zweiter oder späterer Generation, so steigt diese Zahl auf 96%.

#### Risiko

#### MYTHOS: SFOs investieren ausschließlich mit Eigenkapital; PE mit hoher Verschuldung

PE-Fonds nutzen Fremdkapital, um die Ticketgrößen und die Rendite des jeweiligen Eigenkapitals zu erhöhen. 85% der von uns befragten PE-Fonds mischen Eigenkapital mit klassischem Fremdkapital (insb. Bankkredite) und teilweise mit Mezzanine-Finanzierungen. Der durchschnittliche Anteil an Fremdkapital pro Transaktion liegt bei 42%.

Entgegen den Erwartungen investiert ein bedeutender Anteil der SFOs mit Eigen- und Fremdkapital. 47% aller SFOs mischen bei ihren Investitionen entweder Fremdkapital oder Mezzanine-Finanzierung bei. Falls SFOs Schulden aufnehmen, so liegt der Prozentsatz von Debt mit 35% nur leicht unter dem klassischer PE-Unternehmen.

Unterschiede werden jedoch deutlich abhängig vom Status des ursprünglichen Familienunternehmens. Ist das Familienunternehmen noch im Besitz der Unternehmerfamilie, so nehmen nur 38% der SFOs Schulden auf. Ist das Familienunternehmen nicht mehr in Besitz, so nehmen 53% der SFOs Schulden auf. Erkennbar ist auch, dass die Wahrscheinlichkeit Schulden aufzunehmen für die Gründergeneration und SFOs in späterer Generation ähnlich ist.

---

„Business case ist wichtiger als financial leverage.“  
(PE)

---

PE-Unternehmen bewerten die Wichtigkeit von Financial Leverage im Investitionsprozess als „neutral“ (Wert 3,0 auf einer Skala von 1 bis 5). Wie erwartet spielt das Thema Leverage für SFOs im Vergleich eine „weniger wichtige“ Rolle (Wert: 2,3 auf einer Skala von 1 bis 5).

#### FAKT: PE gehen höhere Risiken als SFOs ein. PE betonen eher Renditemaximierung; SFOs eher Kapitalerhalt

PE sind im Schnitt risikoaffiner als SFOs – jedoch nicht so ausgeprägt wie zunächst angenommen. Zu betonen ist, dass PE zwar im Sinne der Verschuldung ein hohes Risiko eingehen, gleichzeitig aber (auch um sicher die Zinszahlungen leisten zu können) in Geschäftsmodelle mit stabilen Cash-Flows investieren. 65% der PE-Unternehmen mischen zum Teil Restrukturierungs-Themen bei. Für die restlichen PE-Unternehmen (35% unserer Befragten) ist das Thema Restrukturierung von etablierten Unternehmen ausgeschlossen. Bei SFOs ist diese Einstellung noch ausgeprägter: Nur rund 10% der befragten SFOs setzt Restrukturierungsfälle um. Besonders ist zu erwähnen, dass bei SFOs Kapitalerhalt über Renditemaximierung steht (Renditemaximierung: Wert 3,5 und Kapitalerhalt: Wert 4,1 auf einer Skala von 1 bis 5).

---

„Kapitalerhalt als Fundament.“  
(Family Officer, Portfolio-SFO)

---

PE-Fonds sehen dies anders – jedoch nicht so klar, wie zunächst angenommen. Aufgrund der Erwartungen der Investoren, der Fondsstruktur und der direkten Konkurrenz und Vergleichbarkeit mit anderen PE-Häusern, werten diese Renditemaximierung über Kapitalerhalt (Renditemaximierung: Wert 4,4 und Kapitalerhalt: Wert 3,8 auf einer Skala von 1 bis 5).

### Entscheidungsfindung

#### **FAKT: SFOs betonen nicht-finanzielle Ziele<sup>5</sup> stärker als PE**

Im Gegensatz zu PE haben alle SFOs in unserer Umfrage nicht-finanzielle Ziele betont. Allerdings legen PE einen deutlich höheren Wert auf nicht-finanzielle Ziele als zunächst angenommen.

Die Mehrheit der befragten SFOs (57%) würde eine geringere Rendite in Kauf nehmen, um nicht-finanzielle Ziele zu erreichen. Dabei spielen nicht-finanzielle Ziele für Prinzipale eine deutlich wichtigere Rolle als für externe Geschäftsführer. So würden 61% der SFOs mit familieninterner Geschäftsführung, jedoch nur 45% der SFOs mit familienexterner Geschäftsführung, zugunsten nicht-finanzieller Ziele auf Rendite verzichten. Auch die Generation der SFOs spielt hierbei eine Rolle. Befindet sich das SFO in erster Generation, so würden 63% auf Rendite verzichten, um nicht-finanzielle Ziele zu erreichen; befindet sich das SFO in einer späteren Generation, so sinkt der Anteil auf 52%. Je aktiver die Familie an der Akquise und am Investitionsprozess in etablierte Unternehmen beteiligt ist, desto wichtiger werden nicht-finanzielle Ziele im Entscheidungsprozess. Dabei sehen wir in unseren Daten leichte Unterschiede abhängig vom Besitz des ursprünglichen Familienunternehmens. 61% der Befragten mit Familienunternehmen und 55% der Befragten ohne Familienunternehmen würden zugunsten nicht-finanzieller Ziele auf Rendite verzichten.

PE-Unternehmen sind stärker auf Rendite fokussiert. Nur 25% der befragten PE mit klassischer Fondslaufzeit würden nicht-finanzielle Ziele einer höheren Rendite vorziehen. Dass diese Zahl nicht bei 0% liegt, lässt sich gegebenenfalls auch damit erklären, dass PE-Firmen langfristig eine Reputation bewahren müssen, um erfolgreich Fonds in der Zukunft auflegen zu können. In einer Zeit, in der Nachhaltigkeits-Reportings wichtiger und teilweise vom Gesetzgeber gefordert werden und die Betrachtung nicht-finanzieller Risiken für Investoren aller Art immer wichtiger wird, ist es nicht verwunderlich, dass nicht mehr ausschließlich auf finanzielle Kennzahlen geachtet wird. Anders ausgedrückt, kann durch die Verringerung des nicht-finanziellen Risikos langfristig auch das finanzielle Risiko gesenkt werden. Die Wichtigkeit nicht-finanzieller Ziele steigt mit der Langfristigkeit der Fondsstruktur an. Knapp jeder zweite Evergreen-Fonds würde zugunsten nicht-finanzieller Ziele auf Rendite verzichten.

Bei der Frage, ob man ein höheres finanzielles Risiko eingehen würde, um nicht-finanzielle Ziele zu erreichen sind sich beide Parteien einig: Tendenziell nein! Höheres finanzi-

elles Risiko zugunsten nicht-finanzieller Ziele könnten sich nur 17% der befragten SFOs vorstellen – ausschließlich familiengeführte SFO Strukturen – und 4% der PE-Unternehmen.

#### **MYTHOS: SFOs entscheiden emotional; PE entscheiden rein rational**

Im Schnitt gehen Private Equity Investoren analytischer vor als SFOs; jedoch nicht so ausgeprägt wie die Literatur und die öffentliche Meinung es annehmen. Auch bei PE spielt das Thema „Bauchgefühl“ und „persönliche Präferenzen“ eine vergleichsweise große Rolle (Wert 2,4 auf einer Skala von 1 bis 5).

---

„Rational gesehen sollten wir rein analytisch an die Sache rangehen. Das tun wir auch – nur das Bauchgefühl, persönliche Präferenzen und Vorlieben kann man dabei leider nicht ausschalten.“

(PE)

---

Bei SFOs liegt diese Einschätzung etwas höher (Wert 2,8 auf einer Skala von 1 bis 5). Unsere Studie zeigt, dass insbesondere SFOs in erster Generation mehr basierend auf dem Bauchgefühl agieren als SFOs, die sich in fortgeschrittener Generation befinden. Diese Erkenntnis ist im Einklang mit der vorher genannten Wichtigkeit nicht-finanzieller Ziele für SFOs in erster Generation. Nichtsdestotrotz konnten wir in den Gesprächen einen Trend hin zur Professionalisierung feststellen. Immer mehr SFOs rekrutieren spezialisierte PE-Mitarbeiter direkt von PE-Unternehmen. Da der Mitarbeiterkreis von SFOs und PE im Direktbeteiligungsbereich immer ähnlicher wird, zeigen einige, sehr etablierte und strukturierte Family Offices – im Gegensatz zu opportunistischeren und jungen SFOs – ein ähnlich rationales Verhalten wie PE.

#### **MYTHOS: SFOs investieren gerne in Familienunternehmen; PE meiden Familienunternehmen, da sie als „eher unprofessionell“ gelten**

55% der SFOs betonen die Präferenz einer gewissen Eigentümerstruktur beim Erwerb und der Auswahl der unternehmerischen Direktbeteiligungen. Die Präferenz von SFOs liegt dabei eindeutig, mit 97%, bei Familienunternehmen. Das Prinzip „family to family“ spielt hierbei eine entscheidende Rolle. So haben SFOs auch das Gefühl Familien-

<sup>5</sup> Nicht-finanzielle Ziele beziehen sich z.B. auf ethische und moralische Aspekte, Reputation und die generationsübergreifende und langfristige Orientierung.

unternehmen „besser einschätzen zu können“ und „mit Gleichgesinnten“ zu sprechen. Nur sehr wenige SFOs nannten eine Präferenz für Corporate Carve-outs (14%) oder für Firmen im Vorbesitz von PE (7%)<sup>6</sup>.

Erneut spielt das Thema Generation des SFO eine bedeutende Rolle. Befindet sich ein SFO in der ersten Generation, so ist 70% der Befragten die Eigentümerstruktur wichtig. Nur 38% der SFOs in einer späteren Generation nehmen die Eigentümerstruktur als Entscheidungsfaktor in den Investitionsprozess mit auf. Auch beim Aspekt Eigentümerstruktur nehmen emotionale Entscheidungsfaktoren für SFOs in der Gründergeneration eine besonders wichtige Rolle ein. Gründe hierfür sind, dass die Gründergeneration des SFO – wie oben beschrieben – mehr „aus dem Bauch heraus“ agiert. Darüber hinaus weist die Gründergeneration – durch ihren eigenen beruflichen Werdegang im eigenen Familienunternehmen – eine stärkere Verbundenheit mit Familienunternehmen im Allgemeinen auf.

Dieses Phänomen spiegelt sich auch bei SFOs mit und ohne Familienunternehmen wider. Ist das Familienunternehmen noch im Besitz, so ist die Eigentümerstruktur des zu erwerbenden Unternehmens für 62% der Befragten wichtig; wurde das Familienunternehmen bereits verkauft, so ist die Eigentümerstruktur für nur 50% der Befragten relevant. Hintergrund hierfür kann sein, dass die Identität als Familien-

unternehmer und die eigene Eigentümerstruktur gedanklich präsenter und wichtiger ist, wenn die Familie noch im Besitz des eigenen Unternehmens ist. Daher wird unter diesen Umständen ein größerer Fokus auf die Eigentümerstruktur des zu erwerbenden Unternehmens gelegt. Trotzdem präferieren alle SFO-Gruppen grundsätzlich Familienunternehmen bei der Eigentümerstruktur.

Ähnlich wie bei den befragten SFOs präferieren 55% der PE-Unternehmen eine bestimmte Eigentümerstruktur. 77% dieser Sub-Gruppe bevorzugen Familienunternehmen als Verkäufergruppe, 50% Corporate Carve-outs und 10% PE-Unternehmen.

In Summe sehen wir also sowohl bei den SFOs als auch bei PE eine deutliche Präferenz für Direktbeteiligungen in Familienunternehmen. Die Gründe dafür umfassen die typischen Stärken von Familienunternehmen (guter Ruf, loyale Mitarbeiter, etc.), aber auch die teilweise als besonders hoch eingeschätzten Wertschöpfungspotenziale (z.B. Optimierung von Organisationsstrukturen und Prozessen).

Die folgende Grafik fasst die wichtigsten quantitativen Aussagen im Bereich (1) Langfristigkeit, (2) Risiko und (3) Entscheidungsfindung der vier SFO-Gruppen (erste/ spätere Generation, mit und ohne Familienunternehmen) im Vergleich zu PE-Strukturen zusammen:

	SFO erste Generation	SFO spätere Generation	Familienunternehmen verkauft	Familienunternehmen im Besitz	PE klassisch	PE Evergreen
Anzahl der befragten SFOs/ PE	27	26	32	21	44	11
	53		53		55	
<b>Langfristigkeit</b>						
Angestrebte Haltedauer	18 Jahre (Mean)	19 Jahre (Mean)	16 Jahre (Mean)	22 Jahre (Mean)	5 Jahre (Mean)	10 Jahre (Mean)
Angestrebte Haltedauer >30 Jahre	54%	68%	50%	79%	0%	9%
Wichtig langfristigen Wert in Portfolio-Unternehmen zu schaffen	89%	96%	88%	100%	86%	73%
<b>Risiko</b>						
Beimischung von Fremdkapital	44%	50%	53%	38%	84%	91%
Wenn Beimischung von Fremdkapital	39% Debt/ 61% Equity	31% Debt/ 69% Equity	35% Debt/ 65% Equity	34% Debt/ 66% Equity	43% Debt/ 57% Equity	37% Debt/ 63% Equity
Renditemaximierung vs. Kapitalerhalt	Erhalt > Rendite	Erhalt > Rendite	Erhalt > Rendite	Erhalt > Rendite	Rendite > Erhalt	Rendite ≥ Erhalt
Verzicht auf Rendite zugunsten nicht-finanzieller Ziele	63%	52%	55%	61%	25%	45%
<b>Entscheidungsfindung</b>						
Wichtigkeit von persönl. Präferenzen und Bedürfnissen im Entscheidungsprozess	3,0 (von 5)	2,6 (von 5)	2,9 (von 5)	2,7 (von 5)	2,4 (von 5)	2,3 (von 5)
Präferenz für best. Eigentümerstruktur bei Kauf eines Portfolio-Unternehmens	70%	38%	50%	62%	52%	64%
Präferenz für Kauf von Familienunternehmen*	100%	90%	100%	92%	74%	86%
Präferenz für Kauf von Corporates*	16%	10%	13%	15%	43%	71%
Präferenz für Kauf von PE-Eigentümern*	11%	0%	13%	0%	9%	14%

\*Prozentzahlen beziehen sich auf diejenigen Unternehmen, die angegeben haben, dass eine Präferenz für eine best. Eigentümerstruktur wichtig ist; Mehrfachnennung war möglich

Abb. 17: Zusammenfassung der quantitativen Ergebnisse der vier SFO-Gruppen im Vergleich zu PE

<sup>6</sup> Bei der Befragung war eine Mehrfachauswahl möglich: Die prozentuale Aufteilung summiert sich daher nicht auf 100%.

### Kernaussage: Family Equity versus Private Equity

Die folgende Grafik zeigt die analysierten Aussagen zu PE und SFOs, gliedert diese in drei wichtige Kernkategorien und veranschaulicht welche Aussagen „Mythen“ und welche „Fakten“ sind:

<b>Langfristigkeit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SFOs haben eine längerfristige Orientierung als PE <span style="float: right;">✔</span></li> <li>▪ Nur SFOs schaffen langfristigen Wert; PE beurteilen Investitionen und Ausgaben nur auf kurze Sicht <span style="float: right;">✘</span></li> </ul>
<b>Risiko</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SFOs investieren ausschließlich mit Eigenkapital; PE mit hoher Verschuldung <span style="float: right;">✘</span></li> <li>▪ PE gehen höhere Risiken ein: Der Fokus liegt primär auf Renditemaximierung; bei SFOs auf Kapitalerhalt <span style="float: right;">✔</span></li> </ul>
<b>Entscheidungsfindung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SFOs betonen nicht-finanzielle Ziele stärker als PE <span style="float: right;">✔</span></li> <li>▪ SFOs entscheiden emotional; PE entscheiden rein rational <span style="float: right;">✘</span></li> <li>▪ SFOs investieren gerne in Familienunternehmen; PE meiden Familienunternehmen, da sie als „unprofessioneller“ gelten <span style="float: right;">✘</span></li> </ul>

✘ Mythos     
 ✔ Fakt

Abb. 18: Zusammenfassung der Mythen und Fakten

Die aufgeführten weitverbreiteten Aussagen konnten wir in unserer Studie analysieren und einige interessante Erkenntnisse gewinnen. So wird klar, dass sich die beiden Investorengruppen nicht in allen Belangen so extrem unterscheiden, wie von der Gesellschaft, den Medien und der Forschung bisher angenommen. Innerhalb der Gruppe der

SFOs gibt es große Unterschiede bei den unternehmerischen Direktbeteiligungen. Diese Unterschiede werden offensichtlich, wenn das SFO sich in der Gründergeneration (sprich in der ersten Generation) befindet und/ oder wenn das Familienunternehmen noch im Besitz der Eigentümerfamilie ist.

**Langfristigkeit:** Langfristige Orientierung spielt insbesondere für SFOs mit Familienunternehmen im Besitz und für SFOs in zweiter oder späterer Generation eine wichtige Rolle. SFOs, die das Familienunternehmen verkauft haben oder sich in der Gründergeneration befinden, weisen einen deutlich kurzfristigeren Gedankenansatz auf. Unternehmerische Direktbeteiligungen in die nächste Generation zu übertragen und in den Beteiligungen langfristigen Mehrwert zu generieren, ist für diese beiden SFO-Gruppen deutlich weniger wichtig. Dieses Phänomen stimmt mit bisherigen Erkenntnissen aus der Forschung über Familienunternehmen überein. Auch hier zeigen Gründergenerationen, die aus eigener Hand ein Unternehmen selbst geschaffen und erfolgreich gemacht haben, größere Hemmungen das Unternehmen bedingungslos an die nächste Generation zu vererben. Nachfolgende Generationen in Familienunternehmen, die selbst eine Erbfolge erlebt haben, planen in den meisten Fällen eine aktivere Übergabe an die jeweils nächste Generation. Folglich weist die Gründergeneration eines SFO, obwohl diese sich auch teilweise als Unternehmerfamilie in fortgeschrittener Generation sieht, ein identisches Verhalten wie klassische Unternehmensgründer auf.

**Risiko:** SFOs mit Familienunternehmen im Hintergrund scheinen risikoaverser zu agieren als SFOs ohne Familienunternehmen. So nehmen prozentual mehr SFOs ohne Familienunternehmen Schulden auf. Das abgetretene unternehmerische Risiko eines Familienunternehmens ermutigt SFOs in der privaten Struktur zusätzliches Risiko einzugehen. Auch wenn nur 45% aller SFOs Fremdkapital aufnehmen, so unterscheidet sich die Verschuldung dieser SFOs nur marginal von klassischen PE-Unternehmen. Als Schlussfolgerung gilt: Nimmt ein SFO Schulden auf, so agiert es auf der Finanzierungsseite ähnlich risikoaffin wie klassische PE-Unternehmen.

**Entscheidungsfindung:** Subjektive und emotionale Aspekte in der Entscheidungsfindung spielen insbesondere bei SFOs in erster Generation, sowie bei SFOs mit familieninterner Geschäftsführung eine wichtige Rolle. Wir erkennen eine klare Tendenz, dass SFOs in der Gründergeneration mehr aus ihrem Bauchgefühl heraus agieren als SFOs in zweiter oder späterer Generation. Bei SFOs in der Gründergeneration spielen Aspekte wie Renditeverzicht zugunsten nicht-finanzieller Ziele und die Eigentümerstruktur der zu erwerbenden unternehmerischen Direktbeteiligungen (Familienunternehmen werden klar präferiert) eine essentielle Rolle im Entscheidungsprozess. SFOs mit familieninterner Geschäftsführung zeigen ebenfalls eine klare Tendenz hin zur Priorisierung von nicht-finanziellen Zielen. Folglich gilt: Ist die Familie bzw. die SFO-Gründergeneration im Investitionsprozess stark involviert, so werden Entscheidungen häufiger mit Blick auf die Familienwerte getroffen.

## Derzeitige Trends und „Best Practices“ in SFOs

---

„Nichts ist so gut, dass es nicht verbessert werden kann.“

(Prinzipal, Optimierer-SFO)

---

Im folgenden Abschnitt beschreiben wir Trends und Best Practices als Antworten auf die zentralen Herausforderungen von SFOs, wie wir sie aus unseren Interviews identifizieren konnten. Diese Herausforderungen gliedern wir in folgende vier Gruppen: Rendite, Kosten, Wettbewerb und Familie.

### **Rendite-Herausforderung: Niedrigzinsumfeld**

Wie bereits erwähnt, hat das aktuelle Niedrigzinsumfeld SFOs vermehrt alternative Anlageklassen jenseits von Anleihen und Immobilien prüfen lassen. Zu diesen Alternativen gehören insbesondere Venture Capital (VC), also ein Engagement in Start-ups, und unternehmerische Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen. Die Erfahrungen mit diesen Alternativen waren für die SFOs jedoch durchaus gemischt. Im Rahmen dieser Herausforderung wurden verschiedene Best Practices identifiziert.

**Best Practice 1:** Das SFO sollte bei der Wahl von alternativen Anlageformen die individuellen Stärken der Familie berücksichtigen. So mag ein SFO mit „new economy“ Expertise im Bereich Venture Capital erfolgreich sein, aber viele andere SFOs eher mit unternehmerischen Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen. Möglicherweise erfolgt dies sogar in der Industrie, in der die Familie tätig war bzw. ist, um das entsprechende Industrierwissen weiter nutzen zu können. Nur wenn sich das SFO bzw. die Familie offen eingesteht z.B. von der „new economy“ wenig zu verstehen, kann eine rationale Entscheidung getroffen werden. Dies kann im obigen Beispiel bedeuten, dass man Venture Capital gar nicht berücksichtigt oder aber den dafür reservierten Teil des Vermögens über externe Venture Capital Spezialisten investieren lässt. Grundsätzlich konnten wir den Trend beobachten, dass insbesondere „old economy“ SFOs nach den aktiven eigenen Venture Capital Engagements der letzten Jahre diesen Bereich mehr und mehr über Fonds abbilden. Die große Ausnahme stellen hierbei SFOs dar, deren Vermögen durch den Verkauf von Technologieunternehmen/ Start-ups generiert wurden. Das folgende Zitat bringt diese Überlegung auf den Punkt:

---

„Man investiert nur, in was man sich wirklich auskennt.“

(Family Officer, Bewahrer-SFO)

---

**Best Practice 2:** Das SFO sollte die eigene Assetallokation von der Existenz und relativen Größe des ursprünglichen Familienunternehmens abhängig machen. Falls das ursprüngliche Unternehmen noch existiert und einen substantiellen Anteil des Familienvermögens bindet, so würde die klassische Portfolio-Theorie tendenziell zu anderen Assetklassen für das SFO raten, um durch ein breit diversifiziertes Portfolio Rendite-Risiko Aspekte zu optimieren.



**Kosten-Herausforderung: Administrativer Aufwand**

Der administrative Aufwand der SFOs ist in den letzten Jahren tendenziell gestiegen. Das liegt an der zunehmenden institutionellen Organisation, professionelleren/ komplexeren Prozessen, steigenden Regularien des Gesetzgebers und an steigenden Gehältern für die erforderlichen „High Potentials“.

**Best Practice 1:** Die Automatisierung bzw. das Outsourcen des Vermögensreportings kann den administrativen Aufwand eines SFO deutlich reduzieren. Kosten für automatisierte Vermögensreporting-Systeme, sowie Kosten für externe Dienstleister können sich angesichts der hohen internen Personalkosten und des zeitlichen Mehraufwands bereits nach kurzer Zeit amortisieren. Der einmalige Aufwand das Vermögensreporting umzustellen ist hoch – der langfristige Mehrwert hingegen häufig noch höher.

**Best Practice 2:** Zu prüfen ist, ob in naher Zukunft einzelne FinTechs ebenfalls zur Senkung des administrativen Aufwands beitragen können. Ein denkbare Szenario ist z.B. die automatisierte und quantitative Aktienauswahl. Zunächst gilt es jedoch abzuwarten bzw. zu testen, ob die entsprechenden Systeme ihren Zweck tatsächlich kostengünstig erfüllen und insbesondere eine attraktive Rendite gegenüber Vergleichsindizes und -portfolios erwirtschaften.

**Best Practice 3:** Neben dem Outsourcen von Reporting-Angelegenheiten sehen wir in unserer Studie einen weiteren Trend des Outsourcings von zusätzlichen Dienstleistungen wie z.B. Steuer-/ Rechtsberatung, Due-Diligence Prozessen und Immobilienbetreuung. Je mehr standardisierte Nebentätigkeiten ein SFO an Externe auslagern kann, desto mehr kann sich ein SFO auf den Investitionsprozess fokussieren.

**Kosten-Herausforderung: Investitionsnebenkosten**

SFOs beklagen sich zunehmend über die Gebühren für das aktive Management von Vermögen, z.B. in Fonds oder bei der strategischen Vermögensverwaltung bei Banken. Denn es ist wenig wahrscheinlich, dass nach Abzug dieser Gebühren Fonds oder Vermögensverwalter es schaffen, den jeweiligen Markt zu schlagen. Darüber hinaus gibt es vielfältige Anlageprodukte (z.B. Zertifikate), bei denen hohe Gebühren existieren, die aber auf den ersten Blick nicht transparent sind.

**Best Practice 1:** Selektive Investition in aktiv gemanagte Fonds, insbesondere in Anlageklassen oder Regionen, in denen man wenig eigenes Wissen mitbringt (z.B. Venture Capital im Falle von „old economy“ SFOs). Bei Märkten, in denen aktiv gemanagte Fonds Vergleichsindizes häufig nicht übertreffen (wie z.B. US Aktien) kann möglicherweise auf kostengünstige ETFs zurückgegriffen werden.

**Best Practice 2:** Mehr Insourcing von Investitionsentscheidungen – dieser Trend wurde in unseren Gesprächen mit SFOs klar deutlich. Immer mehr SFOs möchten selber aktiver gestalten und weniger Vermögensanteile von Dienstleistern managen lassen. Insourcing und aktives eigenes Gestalten führen folglich zu höheren Personalkosten, welche dem SFO offen und transparent vorliegen. Dem stehen hohe Vermögensverwaltungsgebühren von Drittanbietern gegenüber. Diese Abwägung kann zu einer Kostenreduktion führen und SFO Eigentümern mehr unternehmerische Gestaltungsfreiheit bieten.

**Best Practice 3:** Die Auswahl von einfachen Finanzprodukten („Plain Vanilla Produkten“) wie z.B. Puts in Kombination mit Aktien anstelle von komplexeren Zertifikaten kann die Investitionsnebenkosten deutlich senken. Analog gilt die Argumentation (wenn es die Vermögensgröße erlaubt) für einen breiten Korb an PE-Fonds anstelle von teuren Dach-Fonds. Oft ist die Rendite dieser komplexeren Strukturen unter Berücksichtigung der Gebühren nicht ausreichend attraktiv.

### Wettbewerbs-Herausforderung: Talente

SFOs stehen miteinander, aber auch zu PE-Firmen oder Banken im direkten Wettbewerb um die besten Talente. Dies ist besonders relevant, wenn die Familie selber nicht willens und/ oder in der Lage ist, Anlageentscheidungen selbst zu treffen. Insbesondere ein externer Geschäftsführer eines SFO muss besonders sorgsam ausgewählt werden, da diese Entscheidung große Auswirkungen auf das Familien-Vermögen haben kann. Vor allem unternehmerische Direktbeteiligungen lassen sich nur mit entsprechenden Spezialisten umsetzen. Der Mangel an persönlich und fachlich geeigneten Mitarbeitern und Nachwuchsführungskräften wird zunehmend zu einem systematischen Problem für SFOs. In der Rekrutierung und langfristigen Bindung von „High Potentials“ liegt ein zentraler Erfolgsfaktor für SFOs im deutschsprachigen Bereich.

**Best Practice 1:** Die Implementierung eines professionalisierten Recruitings sowie attraktive Stellenbeschreibungen machen es für talentierte Professionals leichter, auf einen Job in einem SFO aufmerksam zu werden. Einige Stellen innerhalb SFOs werden nur über das eigene Netzwerk besetzt. Dies engt den Kandidatenkreis unnötig ein. Eine ansprechende Internetpräsenz und ein dynamisches, unternehmerisches Auftreten nach Außen kann die Attraktivität für Talente steigern. Das folgende Zitat unterstreicht, dass SFOs auf dem Recruiting-Markt in Zukunft eine immer wichtigere Rolle spielen werden.

„Immer mehr SFOs werben PE-Mitarbeiter ab. SFOs werden unterschätzt: Früher wollten alle Uni-Absolventen in die Beratung, heute zu PE-Unternehmen, in 5 Jahren zu Family Offices.“  
(Prinzipal, Gründer-SFO)

**Best Practice 2:** SFOs benötigen ein kompetitives Vergütungs- und Kompensationsprofil. So kann eine Erfolgsbeteiligung an einzelnen Investitionen die Attraktivität von SFOs gegenüber Wettbewerbern steigern. Insbesondere SFOs mit unternehmerischen Direktbeteiligungen können passende Talente von PE-Firmen in der Regel nur dann abwerben, wenn sie diesen Mitarbeitern, ähnlich wie PE-Fonds, auch erfolgsabhängige Vergütungskomponenten bieten. Eine analoge Argumentation könnte bei anderen Assetklassen, wie z.B. der Immobilien-Entwicklung, erfolgen.

### Wettbewerbs-Herausforderung: Entscheidungsgeschwindigkeit

SFOs, die unternehmerische Direktbeteiligungen tätigen, stehen im Akquisitionsprozess zueinander, aber auch zu PE-Firmen im Wettbewerb. Wenn ein potentielles Zielunternehmen zum Verkauf steht, so ist die Entscheidungsgeschwindigkeit einiger SFOs zu langsam, um den Zuschlag zu erhalten. Dies verdeutlicht auch das folgende Zitat:

„SFOs sind nicht wettbewerbsfähig, da sie nicht die Prozesse haben und zu langsam sind.“  
(PE)

**Best Practice 1:** Klare Strukturen und explizite schriftliche Regelungen von Verantwortlichkeiten. Dies gilt insbesondere im Falle von Fremdgeschäftsführern. Die Familie sollte z.B. klar regeln, bis zu welchem Investitionsvolumen ein Fremdgeschäftsführer eigenständig tätig werden kann.

**Best Practice 2:** Wenn SFOs unternehmerische Direktbeteiligungen tätigen, dann sollten sie auch Mitarbeiter haben, die auf diese Assetklasse spezialisiert sind. Tatsächlich ist dies in den meisten SFOs nicht der Fall.

„In Deutschland gibt es – im Vergleich zu den USA – weniger reinrassige SFOs, die sich im PE-Umfeld auskennen.“  
(PE)

### **Familien-Herausforderung: Heranführen der NextGen an das SFO**

Das SFO dient insbesondere im Falle eines verkauften ursprünglichen Familienunternehmens als Anker der Identität für die Unternehmerfamilie. Deshalb ist es nicht überraschend, dass Unternehmerfamilien zunehmend darüber nachdenken, wie sie die nächste Generation an das SFO heranführen können.

**Best Practice 1:** In mehreren Interviews wurde uns mitgeteilt, dass die NextGen im Rahmen des SFO einen kleineren Vermögensteil („Spielgeld“) eigenverantwortlich investieren können. Der nächsten Generation frühzeitig Vertrauen zu schenken und sie (in gewissem Rahmen) investiv mitgestalten zu lassen, regt Interesse, Neugier aber auch eine emotionale Verbindung zum SFO an.

**Best Practice 2:** SFOs sollten die NextGens frühzeitig an der Aufstellung des SFO teilhaben lassen. So ist der vor einigen Jahren zu beobachtende Trend zu Venture Capital auch durch die entsprechenden Interessen der NextGen getrieben worden. Separate VC Vehikel werden z.B. der SFO Struktur angegliedert. Eine flexible SFO Struktur ist wichtig, um auf die Bedürfnisse der NextGen einzugehen und auch der NextGen die Möglichkeit zu bieten sich aktiv einzubringen und mitzugestalten und auch auf deren Bedürfnisse einzugehen.

**Best Practice 3:** Professionalisierung des Übergabeprozesses und Vorbereitung sowohl der CurrentGens als auch der NextGens. Externe Ratgeber und Vermittler können den Übergabeprozess erleichtern und die Kommunikation der beiden Generationen aktiv und strukturiert steuern.

---

„Abstammung ist kein Privileg, sondern Verpflichtung.“  
(Prinzipal, Bewahrer-SFO)

---

### **Familien-Herausforderung: Interessenausgleich in der Familie**

Je heterogener die Familie hinter dem SFO ist, desto wahrscheinlicher kommt es zu divergierenden Interessen und gegebenenfalls zu Konflikten. Dies gilt nicht nur mit Blick auf die diskutierten NextGens, sondern auch mit Blick auf unterschiedliche Familienstämme sowie auf im SFO aktive versus passive Familienmitglieder.

**Best Practice 1:** SFOs sollten sich bereits in „guten Zeiten“ und idealerweise bei der Gründung des SFO Gedanken über Governance Fragen machen. Ist das SFO stark unternehmerisch aktiv und schlank aufgestellt, so fehlt oft die Zeit, Muße und Kreativität sich über Governance Themen auszutauschen.

**Best Practice 2:** SFOs sollten aus den bekannten Governance Mechanismen, also Familienverfassung, vertragliche Regelungen und Aufsichtsgremien, die für den jeweiligen Fall passenden Elemente aussuchen. Auch hier gibt es kein Musterbeispiel, das auf jedes SFO zutrifft. Die Identität und der Charakter des SFO bestimmen den passenden Weg.

---

„Wir als Family Office liefern stille Arbeit nach außen und effektive Arbeit für die Familie.“  
(Family Officer, Optimierer-SFO)

---

## Schlusswort

„Geld und Blut schweißen besonders zusammen.“  
(Prinzipalin, Gründer-SFO)

Diese Aussage eines Interview-Partners bringt auf den Punkt, in welcher Form Familienbande und Vermögen zusammenhängen. In der Tat ist erst die Kombination der beiden Faktoren entscheidend. Denn viele Unternehmerfamilien, die ihr eigenes Unternehmen verkaufen, stellen fest, dass (wie bei vielen anderen Familien) die Kontakte, z.B. unterschiedlicher Stämme, nach etwa zwei Generationen abreißen. Es ist also nicht verwunderlich, dass Unternehmerfamilien ein SFO auch deshalb gründen, damit der Zusammenhalt der Familie und auch die Identität als Unternehmerfamilie erhalten wird.

Mit der vorliegenden Studie wollen wir unser Verständnis von SFOs erweitern. Konkret konnten wir zentrale Eckdaten für einen erheblichen Teil der SFOs in Deutschland erheben. So können wir die unterschiedlichen Größen, Strukturen und Ansätze erfassen.

Besonders spannend ist die Heterogenität der SFOs. Im Laufe der Studie haben wir nach unterschiedlichen Charakteristika unterschieden, wie z.B. der Generation des SFO oder dem Besitz des ursprünglichen Familienunternehmens. Eine Differenzierung, die unsere SFOs in zwei fast gleiche Gruppen teilt, sticht jedoch besonders hervor und erklärt viele Unterschiede innerhalb der Gruppe der SFOs: SFOs mit versus ohne unternehmerische Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen.

Die SFOs mit unternehmerischen Direktbeteiligungen sind vor allem dadurch charakterisiert, dass ein besonders hoher Anteil der jeweiligen Familien das ursprüngliche Familienunternehmen nicht mehr besitzt und nun über diese Direktbeteiligungen das eigene Unternehmer-Gen wieder sinnvoll einbringen und zugleich erhalten möchte.

„Das Investieren in Direktbeteiligungen  
ist Ausdruck von Familienpsychologie.“  
(Family Officer, Optimierer-SFO)

Im Vergleich dazu gibt es viele Unternehmerfamilien, die noch im Besitz des ursprünglichen Familienunternehmens sind und parallel ein SFO ohne unternehmerische Direktbeteiligungen aufgebaut haben. Da die primäre Logik hier häufig die Vermögensdiversifikation ist, ist es auch nicht verwunderlich, dass viele dieser SFOs primär in klassische und risikoarme Assetklassen, wie insbesondere Immobilien, investieren.

Die Bewahrung des generationenübergreifenden Unternehmertums ist eine zentrale Herausforderung für viele Unternehmerfamilien. Im Rahmen unserer Interviews konnten wir die Themen Family Equity und SFOs in diesem Kontext verknüpfen. Mit unserer Studie konnten wir die Erschaffung und die identitätsbildende Funktionsweise von Family Equity in den verschiedenen Ausprägungsformen von SFOs erstmals erfassen. Im Ergebnis ist Family Equity von immanter Bedeutung für das generationsübergreifende Unternehmertum – bisher wenig beachtet in Praxis und Wissenschaft.

Außerdem konnten wir im Vergleich zu PE die Mythen von den Fakten trennen. Dabei erhärteten sich populäre Aussagen, z.B. mit Blick auf die kürzere Haltedauer bei PE. Allerdings ist besonders hervorzuheben, dass zumindest auf Basis unserer Interviews wir es als Mythos ansehen, dass PE rein rational entscheiden. Zudem stellten wir fest, dass zumindest ein Teil der untersuchten SFOs durchaus Fremdkapital in ähnlicher Höhe wie PE aufnimmt.

Mehrere Trends und „Best Practices“ können wir für SFOs festhalten. Erstens hat das aktuelle Niedrigzinsumfeld SFOs vermehrt alternative Anlageklassen jenseits von Anleihen und Immobilien prüfen lassen. Die gemischten Erfahrungen mit diesen Alternativen hat jedoch gezeigt, dass die individuellen Stärken der Familien eingebracht werden müssen. So mag ein SFO mit „new economy“ Expertise im Bereich Venture Capital erfolgreich sein, aber viele andere SFOs eher mit unternehmerischen Direktbeteiligungen in etablierten Unternehmen. Zweitens hat im Zuge der zunehmenden Professionalisierung der SFOs auch ein Umdenken bezüglich Kosten begonnen. SFOs versuchen zunehmend Investitionsnebenkosten im Sinne externer Fonds zu vermeiden und interne Kosten, z.B. beim Reporting durch Automatisierung, zu senken. Drittens beachten SFOs zunehmend, dass sie im Wettbewerb (z.B. um Talente) stehen und entsprechend reagieren müssen. Viertens beobachten wir, dass Familienthemen zunehmend relevant sind und dass Governance Aspekte wie eine Familienverfassung zunehmend als „Best Practice“ angesehen werden.

Mit diesem Praxisreport haben wir einen ersten Einblick in die vielfältigen Erkenntnisse aus unseren Interviews geben können. Im nächsten Schritt werden wir die Analysen weiter detaillieren. Mittelfristig ist es unser Ziel, auch für die Wissenschaft bestehende Theorien rund ums Unternehmertum weiterzuentwickeln bzw. theoretische Zusammenhänge auf Basis unserer Daten empirisch zu testen.

Viele spannende Fragestellungen zu SFOs sollten von zukünftigen Studien adressiert werden. So könnten Forscher z.B. den Erfolg eines SFO definieren (Kapitalerhalt, Familienfriede, etc.) und herausarbeiten, welche Faktoren die Wahrscheinlichkeit des gegebenenfalls individuell definierten Erfolgs erhöhen. Konkret könnte man analysieren, ob z.B. die Existenz einer Familienverfassung tatsächlich hilft, Konflikte rund um das SFO zu vermeiden bzw. zu lösen. Weiterhin wäre es spannend, welche Vorgehensweisen vielversprechend sind, um zentrale Herausforderungen von SFOs (z.B. Talent-Akquise) meistern zu können.

Wir hoffen, dass diese Studie den unterschiedlichen Unternehmerfamilien von Nutzen sein wird. Dabei denken wir sowohl an Familien mit bereits bestehenden SFOs als auch an Familien, die über den Aufbau eines eigenen SFO nachdenken. In beiden Fällen hoffen wir, dass die Erkenntnisse unserer Studie wertvolle Denkanstöße bieten, denn das übergreifende Thema SFO ist von zentraler Bedeutung – nicht nur für das individuelle Vermögen, sondern auch für die jeweiligen Familien und unsere Volkswirtschaft.

## Weiterführende Literatur

- Bierl PA (2016): „Die Rolle von Family Offices auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen“, erschienen in Schalast C (2016): Aktuelle Aspekte des M&A Geschäfts, Jahrbuch 2016, S. 123–153; Frankfurt School Verlag, Frankfurt am Main.
- Bierl PA, Kammerlander N (2018): Family Equity Generation – The central survival mechanism of entrepreneurial families. Paper presented at the International Family Research Academy (IFERA) annual conference in Zwolle, Netherlands (Nominated for Best Conference Theme Paper Award).
- Dehlen T, Zellweger TM, Kammerlander N, Halter F (2014): The role of information asymmetry in the choice of entrepreneurial exit routes. *Journal of Business Venturing* 29(2): 193–209.
- Haupt F, Hilger T (2006): Das Family Office: Integrierter Dienstleister oder strategischer Berater? WHU Forschungspapier. Vallendar.
- Kammerlander N, Sieger P, Voordeckers W, Zellweger TM (2015): Value creation in family firms: A model of fit. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2): 63–72.
- Kammerlander N (2016): “I want this firm to be in good hands”: Emotional pricing of resigning entrepreneurs. *International Small Business Journal*, 34(2): 189–214.
- Kammerlander N (2018): Nachfolge im Mittelstand: Fallstricke und Best Practices. WhitePaper WHU, Institut für Familienunternehmen.
- Kammerlander N, van Essen M (2017): Family firms a more innovative than other companies. *Harvard Business Review*. January, 25.
- Kempers M, Leitterstorf MP, Kammerlander N (2018): Risk behavior of family firms: A literature review, framework, and research agenda. In Memili E and Dibrell C: *The Palgrave Handbook of Heterogeneity among Family Firms*, Palgrave Books.
- Leitterstorf MP, Rau S (2014): Socioemotional wealth and IPO underpricing of family firms. *Strategic Management Journal*, 35(5): 751–760.
- Leitterstorf MP, Wachter MM (2016): Takeover premiums and family blockholders. *Family Business Review*, 29(2): 214–230.
- Nordqvist M, Zellweger TM (2010): Transgenerational entrepreneurship: Exploring growth and performance in family firms across generations. Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Richter F, Eiben J (2009): Der Family Office Manager: Anforderungsprofil und Beziehung zur Eigentümerfamilie. WHU-Forschungspapier. Vallendar.
- Schell S, de Groot JK, Hack A, Kammerlander N (2018): We are family!?! Disentangling the owner family in family business. *Academy of Management Best Paper Proceedings*.
- Schickinger A, Leitterstorf MP, Kammerlander N (2018): Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. Working Paper. WHU, Institut für Familienunternehmen.
- Tiefensee A, Grabka MM (2017): Das Erbvolumen in Deutschland dürfte um gut ein Viertel größer sein als bisher angenommen. *DIW Wochenbericht Nr. 27.2017*, (565–570). DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V., Berlin.
- Welsh DHB, Memili E, Rosplock K, Roure J, Segurado JL (2013): Perceptions of entrepreneurship across generations in family offices: A stewardship theory perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3): 213–226.
- Zellweger TM, Kammerlander N (2015): Family, wealth, and governance: An agency account. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 39(6): 1281–1303.
- Zellweger TM, Kammerlander N (2016): Generationenübergreifende Wertgenerierung in Familienunternehmen – Langfriststrategien für Unternehmerfamilien. Heft 25 der Schriftenreihe des Kirsten Baus Instituts für Familienstrategie, Stuttgart.