

# Vermögende Verwaltung im doppelten Sinn

Anders als in der Assekuranz besteht bei Family Offices eine große Heterogenität in der Kapitalanlage. Welchen Weg ein Family Office einschlägt, hängt stark von seinem jeweiligen Hintergrund ab. Dies wird auch im Interview mit einem realen, aber anonymen Family Office deutlich, das seine Schwerpunkte auf Immobilien und Private Equity legte.

Von Patrick Eisele

Obelix verlässt Gallien! Diese Botschaft rauschte in der zweiten Adventwoche durch den Blätterwald. Hintergrund ist, dass Gérard Depardieu, und damit ausgerechnet der Darsteller des französischen Nationalhelden Obelix, vor der Steuerpolitik Frankreichs ins Ausland flüchtete. Belgien und England sollen schon zahlreiche begüterte Steuerflüchtlinge aus Frankreich aufgenommen haben. Allgemein wird derzeit zudem Singapur mit Blick auf Rechtssicherheit und Wirtschaftswachstum als die kommende Family-Office-Destination überhaupt gehandelt. Droht nun auch ein Exodus deutscher Millionäre und Milliardäre?

## Sehr heterogen: Depardieu, die Geissens und Haniels

„Damit wird eher kokettiert“, sagt jemand, der es als Generalbevollmächtigter eines auf Diskretion bedachten Family Office wissen muss. Das Family Office wird vom „Manager Magazin“ in der Kategorie „Die ärmeren Reichsten“ mit einem Vermögen von 250 Millionen Euro aufgeführt. „Auswanderungen sind die Ausnahme. Schließlich schätzt man auch die Infrastruktur in Deutschland und kann außerdem höchstens das liquide Vermögen mitnehmen. Mieten und Gewerbeerträge werden dort besteuert, wo sie anfallen.“ Womöglich war der Umzug von Depardieu also nicht ganz bedacht. Depardieu soll in Frankreich Weingüter, ein Schloss, ein Hotel, mehrere Restaurants und einen Fischladen besitzen.

Auch mit einem anderen Vorurteil räumt der Family-Office-Geschäftsführer auf: „Wir besorgen keine Opernkarten und machen auch keine Testfahrten vor Autokäufen der Familie. Wir kümmern uns nur um geschäftliche und finanzielle Dinge.“

Homogen ist bei Family Offices nur die Heterogenität. Große Unterschiede bestehen bei der Veranlagung und der Administration. Bei den neureichen Geissens aus Köln erscheint zum Beispiel alles etwas trivialer als bei den Haniels aus Duisburg. Bei den Haniels – Geldadel seit 1756 – ist die Administration über die Jahrhunderte zu einer Herkules-Aufgabe mutiert. Einmal im Jahr muss eine Gesellschafterversammlung für über 600 Familienmitglieder organisiert werden. Auf dieser vielköpfigen Versammlung müssen dann auch Entscheidungen getroffen werden.

## Family Offices haben spezielles Demografieproblem

Auch das Vermögen der interviewten Familie wird einheitlich administriert. Schließlich soll das Vermögen aller Mitglieder auch zum Beispiel mit Blick auf Steuerfragen professionell verwaltet werden und so auch für künftige Generationen erhalten bleiben. Da der Patron erst in den 90er Jahren sein Unternehmen verkaufte, ist die Familie noch relativ überschaubar. Allerdings lässt sich bereits ein Demografieproblem erkennen. Der Patron zählt heute nicht nur ein großes Vermögen, sondern auch 23 Enkel, Großnichten und Großneffen. Sollte in dieser Generation jeder jeweils drei Kinder bekommen, wären es etwa 70 Urenkel. „Es ist fraglich, ob man auch für diese Generation dann noch ein auskömmliches Vermögen generieren kann. Außerdem ist die heutige Kopfzahl immer noch so klein, dass es schwierig wird, wenn ein Familienmitglied seine Anteile an ein anderes weitergeben möchte“, nennt der Geschäftsführer zwei Herausforderungen beim Namen. Bei den Haniels sollte die Organisation einer internen Börse von Unternehmensanteilen – die nur innerhalb der Familie weitergegeben werden dürfen – dagegen leichter fallen.

Der Geschäftsführer betreute das damalige Unternehmen von der Bankenseite aus und wurde dann von der Familie engagiert. Er schätzt die größeren Anlagefreiheiten im Vergleich zu einer Lebensversicherung und den Umstand, dass auch wenig Druck zum Window Dressing vor dem Bilanzstichtag besteht. Von den Private-Wealth-Abteilungen der Banken ist der Generalbevollmächtigte trotz seiner beruflichen Vergangenheit „nicht so sehr“ überzeugt. Er kritisiert deren verengten, margenbezogenen Blickwinkel: „Der Fokus der Banken liegt auf geldbezogenen, möglichst eigenen Produkten. Family Offices fahren dagegen eher auf der Sachwertschiene.“

## Affinität zu Immobilien und Private Equity

Insgesamt zählt das in einer wenig mondänen, sehr gewerblich geprägten Umgebung gelegene Family Office zehn Mitarbeiter. Die Studie „Mythos Family Office“ vom Bayerischen Finanzzentrum, Complementa und JP Morgan ergab 2009 für Single-Family-Offices eine durchschnittliche Mitarbeiterzahl von drei bis fünf. Der Geschäftsführer verweist darauf, dass die meiste Manpower für das Immobilienmanagement gebunden ist und dieses mit Blick auf nötige Reparaturen, Vermietungen, Verbuchungen oder die Nebenkostenabrechnungen arbeitsintensiv ist. Deshalb stützt man sich für Immobilien auch noch auf Externe. Der Interviewpartner entspricht aber der Studie bei deren Erkenntnis, dass die Anlagestrategien der einzelnen Family Offices nicht nur sehr heterogen, sondern auch stark durch die Herkunft sowie die Affinität des Vermögensinhabers geprägt werden. Aufgrund des Geschäftsfelds des früheren familieneigenen Unternehmens hält man Einzelhandelsimmobilien, die an Kaufland, Marktkauf oder Real vermietet werden. Dazu werden Wohnungsbestände gekauft und weitergegeben. Von Wohnungsvermietungen sieht man mit Blick auf Renditen und Mieterrechte ab. Von Immobilienfonds, die gezeichnet wurden, um international zu diversifizieren, wurde sich nach schlechten Erfahrungen wieder verabschiedet.

Verwaltet wird im Family Office nur das eigene Vermögen. Den Gedanken, Multi-Family-Office zu sein, vertieft die Familie auch mit Blick auf mögliche Haftungen und Regulierungen nicht. Zudem müsste dann auch das Zahlenwerk anders aufbereitet werden. Neben MS Office besteht nur noch ein Buchhaltungsprogramm. „Unser Reporting ist relativ hemdsärmlig. Die Details erläutere ich der Familie dann mündlich.“ Neben der Geldverwaltung für die Familie, die innerhalb einer Familienstiftung administriert wird, betreut das Family Office auch eine klassische Stiftung, die der Patron, übrigens Träger des Bundesverdienstkreuzes, ins Leben gerufen hat.

Insgesamt nimmt das Thema Ressourcen einen großen Teil des Gesprächs ein. An den Investments ist das Family Office aber lieber nah dran. Ein Schwerpunkt der Allokation liegt mit etwa einem Viertel auf Private Equity. Bei geringen Ressourcen rät die Branche gern zu Dachfonds oder zum Outsourcing an einen Advisor. Das Family Office geht jedoch – auch mit Blick auf die Fee-Struktur von Dachfonds

und das eigene Volumen – über Zielfonds und wählt diese selbst aus. „Immer wenn man etwas auslagert, ist man aber nicht mehr so ganz drin“, so die rechte Hand des Patrons. „Darum besuche ich auch Private-Equity-Konferenzen oder die Expo Real und tausche mich dort aus“, führt er weiter aus.

Doch wie behält man bei etwa 4.000 General Partnern in Europa und den USA und deren Fondspalette mit einem sehr schlanken Team dann den Überblick für die Auswahl und das Controlling? Die Lösung des Geschäftsführers liegt in der Verengung des Universums auf vertraute Partner. „Es gibt Gesellschaften, mit denen ich sowohl verschiedene Regionen als auch Unternehmensgrößen abdecken kann.“ Ein fokussierter Manageransatz auf gestandene Anbieter hat zudem den Vorteil, dass das Reporting besser vergleichbar wird und das Problem weniger akut ist, ob auch das Closing in absehbarer Zeit erfolgreich gelingt und dann auch genug Dealflow besteht. Zu den Favoriten des Investors gehören zum Beispiel Triton und Carlyle. Von Carlyle hat das Family Office insgesamt 22 Fonds gezeichnet. „Ich gehe lieber in ein größeres Commitment mit einem Haus, mit dem schon entsprechende Erfahrungen gesammelt wurden. Dabei achte ich noch darauf, ob es beim Anbieter Personalwechsel gab.“ Zu exotischen Investments wie Afrika oder Peru, die nur eine überschaubar höhere Renditeerwartung haben, ist der Geschäftsführer jedoch auch nicht mit den vertrauten Anbietern gewillt.

## Investiert wird mit vertrauten Partnern

Mit Blick auf die Ressourcen des Office und das Phänomen, dass bei Private Equity alle Anbieter – und sogar schon Neugründungen – auf ihren Platz im Top-Quartil verweisen, ist dieses Vorgehen ein probater Ansatz. „Egal wer kommt – er zählt zu den Besten. Und mir wird immer vermittelt, dass ich einen großen Fehler mache, wenn ich nicht investiere.“ Gerade bei Neugründungen hält sich der Investor darum zurück. „Dadurch lassen wir auch schöne Chancen liegen und es tut mir auch leid für die Anbieter. Aber ich muss eben auch versuchen, meine Aufgabe bestmöglich zu lösen.“ Denjenigen, die mit Private Equity beginnen wollen, rät der erfahrene Limited Partner, klein anzufangen, Erfahrungen zu gewinnen und Rückflüsse abzuwarten. Eine Million pro Fonds sollte man committen können.

Prinzipiell ist das Family Office aber auch daran interessiert, frisches Blut in die Manager-Allokation zu bekommen. So hat er in Fachgesprächen mit dem Berater Detlef Mackewicz beispielsweise Secondary-Investments als ein vielversprechendes Segment festgelegt und mit dessen Hilfe auch attraktive Fondsanbieter identifiziert. Mackewicz weist darauf hin, dass fokussierte Partnerwahl auch auf Seiten der Anbieter gegeben sein kann, was sich als Qualitätsmerkmal deuten lässt. „Manche Anbieter nehmen Geld am liebsten von langfristigen Investoren, bei denen sie beim nächsten Fundraising davon ausgehen können, dass der Investor auch wieder zeichnet. Manche Fonds wollen auch nur Family Offices als Geldgeber haben.“ Auf

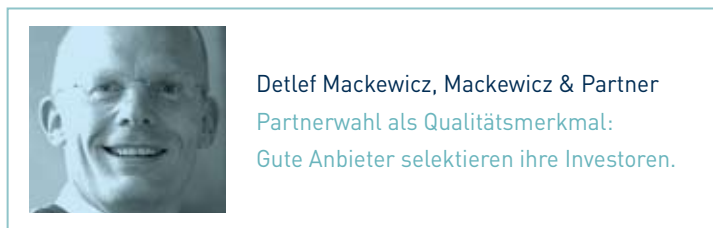
unregelmäßiger Basis tauscht man sich auch mit anderen Family Offices aus. Allerdings habe jedes Family Office andere Schwerpunkte bei Asset-Klassen und Regionen.

In einer aktuellen Private-Equity-Studie von Mackewicz & Partner werden Erfolgskriterien genannt, die es beim Aufbau eines Private-Equity-Portfolios zu berücksichtigen gilt. In erster Linie wurde erkannt, dass Private-Equity-Portfolios einen guten Diversifikationsgrad in Bezug auf Regionen, Gründungsjahre und Fondstypen sowie Anzahl der Portfoliounternehmen aufweisen sollten. Verschiedene wissenschaftliche Untersuchungen, so Mackewicz, weisen darauf hin, dass bereits mit zehn Private-Equity-Fonds in einem Portfolio ein Diversifikationsgrad erreicht wird, bei dem eine Verlustwahrschein-

und Steuern als Benchmark. Angenehmerweise liegt der Anlagehorizont laut Studie bei knapp 70 Prozent der Mandanten bei bis zu 15 Jahren. Der Vergleichsmaßstab des Interviewpartners ist dagegen der Markt. Bei Immobilien kommt das Family Office auf eine Rendite auf die Bruttoinvestitionen, also ohne Leverage, von sechs bis sieben Prozent. Bei Private Equity liegt die Renditeerwartung bei mindestens 15 Prozent, weil man die Katze im Sack kauft und zudem nicht weiß, wann das Geld abgerufen wird und wann wie viel zurückkommt. In der Private-Equity-Studie von Mackewicz & Partner ergab sich eine Renditeerwartung von acht bis zwölf Prozent netto. Interessanterweise nannten die Family Offices unter den 42 befragten Anlegern deutlich geringere Renditeziele als die institutionellen Investoren und gaben den Kapitalerhalt als Priorität an.

Im Normalfall finanzieren sich bei einem reifen Portfolio quasi wie bei einem perpetuum mobile die Abrufe durch die Ausschüttungen. Die Ausnahme von der Regel: 2008. „Damals gingen alle Cashflow-Rechnungen kaputt. Die Ausschüttungen blieben aus, die Capital Calls waren zwar geringer, kamen aber trotzdem.“ Erschwerend kam hinzu, dass Aktien auf ein Niveau absackten, zu dem man nicht mehr verkaufen wollte. „Dank unserer Immobilien und der langfristigen Mietverträge konnten wir diese Löcher aber stopfen“, blickt der Investor zurück.

Bei Aktien bestehen keine Abruf- und Blind-Pool-Kalamitäten. Ebenso steht die Liquiditätsfrage nicht im Raum. In Aktien ist das Family Office aber nur zu fünf Prozent allokiert – aus eher politischen Gründen: „Ich will nicht, dass mein Patron jeden Tag kommt und fragt, ob ich schon gesehen hätte, dass Aktie X um drei Prozent gefallen ist, und was wir nun machen sollen.“ Dieses Problem besteht in illiquiden Asset-Klassen weniger. „Bei Immobilien sieht man dagegen nur die regelmäßigen Cashflows und bei Private Equity pro Quartal einen Bericht, der sich am Fair Market Value orientiert und nicht an irrationalen Börsenausschlägen. Dagegen versuche ich bei Gold die andauernden Preisfeststellungen auszuhalten und Gedanken an ‚Hättste doch‘-Geschäfte zu vermeiden.“



Detlef Mackewicz, Mackewicz & Partner  
Partnerwahl als Qualitätsmerkmal:  
Gute Anbieter selektieren ihre Investoren.

lichkeit des eingesetzten Kapitals weitgehend ausgeschlossen werden kann. Zudem empfehle sich für Private Equity eine langfristige Anlagestrategie. Die Managerdiversifikation wird in der Studie aber nicht unter den Erfolgsfaktoren aufgeführt. Dies deckt sich mit den Erfahrungen des Family Office.

Eine vermutete Benchmark wie „realer Kapitalerhalt plus alle 30 Jahre Erbschaftsteuer“ gibt es ebenso wenig wie eine offizielle strategische Asset-Allokation. Laut einer Family-Office-Studie des Center for Family Office der European Business School von Professor Peter Schaubach fungiert bei mehr als zwei Dritteln der Mandanten von Multi-Family-Offices eine bestimmte absolute Rendite nach Inflation