

**Entrepreneurial Finance in Familienunternehmen:  
Vier Aufsätze zu Private-Equity-Finanzierungen und  
strategischen Investitionsentscheidungen**

**Inaugural-Dissertation**

zur Erlangung der Doktorwürde  
(doctor rerum politicarum – Dr. rer. pol.)

an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät  
der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

von

Marisa Henn, M.Sc.

Wissenschaftliche Mitarbeiterin am  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre,  
insb. Entrepreneurship und Finanzierung

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf  
Universitätsstraße 1, 40225 Düsseldorf, Deutschland

Erstgutachterin: Univ.-Prof. Dr. Eva Lutz,  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre,  
insb. Entrepreneurship und Finanzierung,  
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Zweitgutachter: Univ.-Prof. Dr. Christian Schwens,  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre,  
insb. Management,  
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Düsseldorf 2018



*Meiner Familie*



## **Danksagung**

Die Dissertation entstand während meiner Zeit am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Entrepreneurship und Finanzierung. Zum erfolgreichen Abschluss einer Promotion bedarf es eines starken Teams, das einen auf dem Weg zum Ziel mit fachlicher Expertise, aufbauenden Worten und viel Humor begleitet. Ich bin in der glücklichen Situation von herausragenden Persönlichkeiten während meiner Promotionszeit umgeben gewesen zu sein, denen ich im Folgenden von ganzem Herzen danken möchte.

Ganz besonderer Dank gilt meiner Doktormutter Prof. Dr. Eva Lutz, die mich behutsam in die Welt der Wissenschaft eingeführt und während der gesamten Zeit tatkräftig begleitet und unterstützt hat. Es ist eine große Bereicherung mit ihr zusammenzuarbeiten, weil sie nicht nur die Forschung, sondern auch immer den dahinterstehenden Menschen im Blick hat. Ich bin ihr sehr dankbar, dass sie ein Auge für meine Interessen und Neigungen hatte und mich dadurch optimal auf meinen weiteren Karriereweg vorbereitet hat.

Ich danke zudem Herrn Prof. Dr. Schwens für die Übernahme des Zweitgutachtens und Frau Prof. Dr. Neyer für ihre Bereitschaft als Vorsitzende der Prüfungskommission zu fungieren.

Zudem haben mich die besten Arbeitskolleg/innen der Welt auf dem Weg der Promotion begleitet. Ich danke Arne, Bennet, Caro, Christian, Constantin, Marina, Natalie, Simone und Thomas von ganzem Herzen für die vielen lustigen Stunden – sei es am Lehrstuhl, in den Weinbergen, im Theater oder im Rahmen von verschiedensten Karnevalsaktivitäten. Auch bedanke ich mich herzlich für die vielen geistreichen und angeregten Diskussionen während der Mittagspausen.

Ohne meine Familie wäre ich wahrscheinlich nicht in der glücklichen Lage, diese Danksagung schreiben zu dürfen. Meinen Eltern und meiner Schwester bin ich für die bedingungslose Liebe, den Rückhalt und die Unterstützung während der Promotion und auf meinem gesamten bisherigen Lebensweg unendlich dankbar. Einen maßgeblichen Anteil zum erfolgreichen Abschluss der Promotion hat mein Mann Phillip. Er hat alle Höhen und Tiefen dieser aufregenden Zeit hautnah miterlebt und mir durch seine positive Lebenseinstellung jede noch so große Herausforderung schmackhaft gemacht. Ich bin sehr dankbar, mit ihm auf diese Zeit zurückblicken zu können und freue mich auf viele weitere gemeinsame Abenteuer.

Ich widme diese Dissertation in tiefster Dankbarkeit meinem Mann und meinen Eltern.

Düsseldorf, im Mai 2018

Marisa Henn

**Inhaltsverzeichnis**

**Abbildungsverzeichnis ..... IV**

**Tabellenverzeichnis ..... V**

**Abkürzungs- und Symbolverzeichnis ..... VI**

**A. Einleitung ..... 1**

1. Theoretischer Bezugsrahmen ..... 1

1.1 Bedeutung von Familienunternehmen ..... 1

1.2 Definitionsansätze von Familienunternehmen ..... 4

1.3 Einführung in Theorieansätze in der Forschung zu Familienunternehmen ..... 8

1.3.1 Verwendete Theorien und Konzepte ..... 8

1.3.2 Prinzipal-Agent-Theorie ..... 9

1.3.3 Stewardship-Theorie ..... 10

1.3.4 Ressourcentheorie ..... 11

1.3.5 Konzept des sozioemotionalen Vermögens ..... 11

1.3.6 Zwischenfazit ..... 14

2. Inhaltliche Schwerpunkte der Dissertation ..... 15

2.1 Ziel der Dissertation ..... 15

2.2 Finanzierung von privatgehaltenen Familienunternehmen durch Private Equity ..... 15

2.3 Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen ..... 19

2.4 Inhaltlicher Überblick der Studien ..... 20

2.5 Formale Anmerkungen zu den Studien ..... 24

**B. Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen ..... 26**

1. Einleitung ..... 26

2. Relevanz von Unternehmenskontrolle und Vertrauen für Familienunternehmen in Private-Equity-Finanzierungen ..... 28

3. Beschreibung des untersuchten Datensatzes ..... 31

4. Ergebnisse ..... 34

4.1 Finanzierungsanlässe für Private Equity ..... 34

4.2 Kontrolle in Private-Equity-Finanzierungen ..... 38

4.2.1 Minderheitsbeteiligung vs. Mehrheitsbeteiligung ..... 38

4.2.2 Ausübung von Vetorechten durch die Private-Equity-Gesellschaft ..... 42

4.2.3 Zusammensetzung des Beirats ..... 45

4.2.4 Vertragliche Vereinbarung einer Rückkaufoption ..... 47

4.3 Konflikte mit der Private-Equity-Gesellschaft ..... 49

4.4 Vertrauen in Private-Equity-Manager/innen ..... 51

5. Fazit und Ausblick ..... 54

<b>C.</b>	<b>Studie 2: Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control</b> .....	<b>57</b>
1.	Introduction .....	57
2.	Background Literature and Hypothesis Development .....	59
2.1	Family Firms and Private Equity .....	59
2.2	Impact of Financing Reasons on the Willingness of Family Firms to Cede Control.....	61
2.2.1	Seeking Private Equity to Solve Problems Related to Ownership Changes.....	62
2.2.2	Seeking Private Equity to Realize Growth Strategies.....	63
2.2.3	Seeking Private Equity to Overcome a Company Crisis .....	64
2.3	Impact of Prior Experience with Private Equity on the Willingness of Family Firms to Cede Control.....	65
3.	Sample and Research Design .....	66
3.1	Sample.....	66
3.2	Measurements.....	66
3.3	Common Method Bias (CMB).....	68
4.	Empirical Results .....	68
5.	Conclusion.....	77
<b>D.</b>	<b>Studie 3: Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Managern</b> .....	<b>80</b>
1.	Einleitung .....	80
2.	Theoretische Grundlagen und Ableitung der Untersuchungshypothesen .....	83
2.1	Relevanz der Kompetenz und der Wahrnehmung der Kompetenz des Private-Equity-Managers in einer Private-Equity-Finanzierung.....	83
2.2	Einfluss zwischenmenschlicher Ähnlichkeit auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung .....	85
2.2.1	Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads.....	87
2.2.2	Ähnlichkeiten hinsichtlich der Branchenkenntnisse.....	88
2.3	Altersspezifische Charakteristika des Geschäftsführers auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers .....	90
2.3.1	Gleichaltrigkeit .....	90
2.3.2	Lebensalter des Geschäftsführers .....	91
3.	Methodik .....	93
3.1	Stichprobe.....	93
3.2	Variablen .....	94
3.2.1	Abhängige Variable .....	94
3.2.2	Unabhängige Variablen .....	94
3.2.3	Kontrollvariablen .....	94
3.2.4	Common Method Bias und Non Response Bias.....	96
4.	Ergebnisse .....	97
4.1	Deskriptive Statistik und Regressionsergebnisse.....	97

4.2	Robustheit der Ergebnisse .....	100
5.	Zusammenfassung und Ausblick .....	101
<b>E.</b>	<b>Studie 4: Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions .....</b>	<b>105</b>
1.	Introduction .....	105
2.	Literature Review and Hypotheses .....	107
2.1	Investment Decisions in Family Firms.....	108
2.1.1	Investment Decision Criterion: Family Firm Ownership .....	108
2.1.2	Investment Decision Criterion: Industry Relatedness.....	109
2.1.3	Investment Decision Criterion: Firm Profitability .....	110
2.1.4	Investment Decision Criterion: Industry Growth .....	110
2.1.5	Investment Decision Criterion: Majority Control.....	111
2.2	The Role of Family Firms' Investment Strategies in M&A Transactions ..	112
2.2.1	Investment Decision Criterion: Family Firm Ownership .....	113
2.2.2	Investment Decision Criterion: Industry Relatedness.....	113
2.2.3	Investment Decision Criterion: Firm Profitability.....	114
2.2.4	Investment Decision Criterion: Industry Growth .....	114
2.2.5	Investment Decision Criterion: Majority Control.....	115
3.	Method .....	115
3.1	Construction of Conjoint Analysis .....	115
3.2	Sample .....	118
3.3	Hierarchical Linear Modeling .....	119
4.	Empirical Results .....	119
4.1	Descriptive Analysis .....	119
4.2	Regression Results .....	121
4.2.1	Relative Importance of Investment Decision Criteria .....	121
4.2.2	Comparison of Investment Decision Criteria of Diversified and Focused Family Firms.....	124
5.	Conclusion.....	127
<b>F.</b>	<b>Fazit .....</b>	<b>130</b>
1.	Zentrale Ergebnisse und Forschungsbeiträge.....	130
1.1	Private Equity in Familienunternehmen.....	130
1.2	Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen .....	134
1.3	Praktische Implikationen.....	135
2.	Limitationen und zukünftiger Forschungsbedarf .....	136
2.1	Private Equity in Familienunternehmen.....	136
2.2	Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen .....	138
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>140</b>
	<b>Anhang .....</b>	<b>159</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung A-1: Überblick über Definitionen von Familienunternehmen .....	6
Abbildung B-1: Finanzierungsanlässe für die Nutzung von Private Equity .....	35
Abbildung B-2: Verteilung von Minderheits- und Mehrbeteiligungen bei Private-Equity-Finanzierungen .....	39
Abbildung B-3: Prozentuale Verteilung von zustimmungspflichtigen Geschäften bei Private-Equity-Finanzierungen .....	43
Abbildung B-4: Zusammensetzung des Beirats .....	46
Abbildung B-5: Vereinbarung einer Rückkaufoption .....	47
Abbildung B-6: Konflikte in Private-Equity-Finanzierungen.....	49
Abbildung B-7: Vertrauen in den Private-Equity-Manager – Wohlwollen .....	52
Abbildung B-8: Vertrauen in den Private-Equity-Manager - Kompetenz .....	52
Abbildung B-9: Vertrauen in den Private-Equity-Manager - Integrität .....	53
Figure C-1: Interaction effect of the ownership financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares.....	73
Figure C-2: Interaction effect of the growth financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares.....	74
Figure C-3: Interaction effect of the crisis financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares.....	74
Figure C-4: Interaction effect of prior experience with private equity on the relation between family firms and the proportion of sold shares.....	75
Abbildung D-1: Plot des quadratischen Effekts der Variablen Alter_GF .....	100
Figure E-1: Example of a conjoint card .....	117
Figure E-2: Benefit contributions of parameter values of base model.....	123
Figure E-3: Differences in benefit contributions between diversified and focused family firms .....	124
Figure E-4: Benefit contributions of parameter values for diversified and focused family firms .....	126

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle A–1: Charaktersitika der Studien .....	22
Tabelle B–1: Übersicht Datenstruktur.....	32
Tabelle B–2: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der FIBER-Dimensionen .....	34
Tabelle B–3: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des Finanzierungsanlasses .....	36
Tabelle B–4: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der verkauften Unternehmensanteile an Private-Equity- Gesellschaften.....	40
Tabelle B–5: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der eingeräumten Vetorechte .....	43
Tabelle B–6: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Zusammensetzung des Beirats.....	46
Tabelle B–7: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Vereinbarung einer Rückkaufoption.....	48
Tabelle B–8: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des Vorkommens von Konflikten .....	50
Tabelle B–9: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der wahrgenommenen vertrauensbildenden Eigenschaften der Private-Equity-Manager .....	53
Table C–1: Descriptive Statistics of Private Equity Investments .....	69
Table C–2: Results of OLS Regressions .....	70
Table C–3: Results of Tobit Regressions .....	71
Table C–4: Mean Values, Median, Standard Deviations, and Correlations .....	76
Table C–5: Propensity Score Matching .....	77
Tabelle D–1: Variablen des ökonometrischen Modells .....	96
Tabelle D–2: Deskriptive Statistik .....	97
Tabelle D–3: Regressionsanalyse.....	98
Tabelle D–4: Multikollinearitätsanalyse .....	101
Table E–1: Description of Attributes and Parameter Values .....	117
Table E–2: Demographics of Data .....	118
Table E–3: Descriptive Statistics .....	120
Table E–4: Base Model and Interactions .....	122
Table E–5: Correlation Matrix and Variance Inflation Factors .....	127

**Abkürzungs- und Symbolverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
CEO	Chief Executive Officer
CMB	Common Method Bias
CoI	Components of Involvement
DL	Dienstleistung
e.g.	exempli gratia / for example
engl.	Englisch
et al.	et alii / und andere
Fam.	Family
FF	Family Firms
F-PEC	Family - Power, Experience, Culture
GDP	Gross Domestic Product
GF	Geschäftsführung
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
M&A	Mergers & Acquisitions
Max	Maximum
Min	Minimum
MoMB	Members of Management Board
MoSB	Members of Supervisory Board
N	number
NFU	Nicht-Familienunternehmen
Obs.	Observations
OLS	Ordinary Least Squares
p	p-Wert zur Angabe der statistischen Signifikanz
PCA	Principal Component Analysis
S	Seite
SD	Standard Deviation

SFI	Substantial Family Influence
SH	Shareholder
St	Stock
TEUR	Tausend Euro
VIF	Variance Inflation Factors
$\alpha$	Cronbachs Alpha
$\beta$	beta / regression coefficient
%	Prozent

### A. Einleitung

#### 1. Theoretischer Bezugsrahmen

##### 1.1 Bedeutung von Familienunternehmen

Familienunternehmen sind die global dominierende Unternehmensform und haben einen maßgeblichen Einfluss auf die Weltwirtschaft (Chrisman, Chua & Sharma, 2005; Daspit, Chrisman, Sharma, Pearson & Long, 2017; Debicki, Matherne, Kellermanns & Chrisman, 2009; Miller & Le Breton-Miller, 2005). So sind zwei Drittel der Unternehmen weltweit der Gruppe der Familienunternehmen zuzuordnen (Family Firm Institute, 2016). Darüber hinaus erwirtschaften Familienunternehmen jährlich rund 70 % des weltweiten Bruttoinlandsprodukts und beschäftigen zwischen 50 und 80 %<sup>1</sup> aller Erwerbstätigen weltweit (European Family Businesses, 2012; Tharawat, 2016; Osunde, 2017).

Insbesondere in Deutschland ist die Unternehmenslandschaft durch Familienunternehmen geprägt (Gottschalk et al., 2014; Wolter & Sauer, 2017). Je nach definitorischer Abgrenzung, Datenbasis und Untersuchungszeitraum sind zwischen 88 % (Gottschalk et al., 2014) und 93,6 % (Wolter & Sauer, 2017) aller deutschen Unternehmen der Gruppe der Familienunternehmen zugehörig.<sup>2</sup> Auch aus volkswirtschaftlicher Sicht haben Familienunternehmen in Deutschland eine herausragende Bedeutung. So erzielten allein privatgehaltene familienkontrollierte Unternehmen im Jahr 2016 55 % des Gesamtumsatzes in Deutschland und beschäftigten mehr als die Hälfte aller in Deutschland gemeldeten Erwerbstätigen (Stiftung Familienunternehmen, 2017). Darüber hinaus sind 14 % der weltweit größten Familienunternehmen in Deutschland ansässig, wozu namhafte Unternehmen wie die Schwarz-Gruppe, die Metro AG sowie die ALDI-Gruppe zählen (Center for Family Business, 2017).

Aufgrund des wirtschaftlichen Stellenwerts von Familienunternehmen ist es nicht verwunderlich, dass in den vergangenen Jahrzehnten Familienunternehmen als Forschungsgegenstand verstärkt Einzug in die Wissenschaft erhalten haben. Während in den 1980er Jahren pro Jahr etwa 30 begutachtete wissenschaftliche Artikel zum Thema Familienunternehmen

---

<sup>1</sup> Variiert länderspezifisch, siehe für detaillierte Informationen Tharawat (2016).

<sup>2</sup> Wolter & Sauer (2017) haben 16.500 deutsche Unternehmen hinsichtlich ihrer Eigentümer- und Leitungsstrukturen untersucht. Der Anteil eigentümer- und familiengeführter Unternehmen liegt im Jahr 2014 bei 93,6 %. Gottschalk et al. (2014) untersuchen im Jahr 2013 auf Grundlage des Mannheimer Unternehmenspanels die Eigentümerstrukturen von 2,7 Millionen deutschen Unternehmen. Während 91 % der untersuchten Unternehmen familienkontrolliert sind, sind 88 % der untersuchten Unternehmen sowohl familienkontrolliert als auch eigentümergeführt.

veröffentlicht wurden, werden seit 2010 jährlich mehr als 800 Forschungsbeiträge publiziert (Daspit et al., 2017; Sharma, 2015).

Das seit Jahren anhaltende Interesse an Familienunternehmen in der Wissenschaft ist jedoch nicht ausschließlich auf ihre wirtschaftliche Bedeutung zurückzuführen. Insbesondere durch das Zusammenspiel von Familie und Unternehmen ergeben sich einzigartige Charakteristika in Familienunternehmen, die das Forschungsfeld der Familienunternehmen vielseitig machen. Um die spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen zusammenzufassen und der Forschung zu Familienunternehmen eine eigene theoretische Fundierung zu geben, entwickelten Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes (2007) das Konzept des *sozioemotionalen Vermögens* (engl.: *Socioemotional Wealth*).

Eines der spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen, die in diesem Konzept genannt werden, ist die hohe Wertschätzung nichtfinanzieller Werte (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012; Gomez-Mejia, Cruz, Berrone & De Castro, 2011; Gomez-Mejia et al., 2007). Während Nicht-Familienunternehmen primär finanzielle Ziele verfolgen, berücksichtigen Familienunternehmen neben finanziellen Zielen auch nichtfinanzielle Ziele, wie beispielsweise den langfristigen Bestand des Familienunternehmens durch eine familieninterne Unternehmensnachfolge (Barnett, Long & Marler, 2012; Berrone et al., 2012; Chua, 2003; Gomez-Mejia et al., 2007; Lee, Lim & Lim, 2003; Scholes, Westhead & Burrows, 2008). So wird die familieninterne Unternehmensnachfolge durch die Besetzung relevanter Führungspositionen durch Familienmitglieder und/oder Familieneigentum gewährleistet und manifestiert eine enge Verflechtung von Familie und Unternehmen (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002; Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2011; Gomez-Mejia et al., 2007; Klein, 2000). Darüber hinaus besitzen Familien in der Regel eine lange Familientradition. Traditionen bestimmen nicht nur die Beziehungen zwischen Familienmitgliedern, sondern nehmen auch Einfluss auf das Unternehmen (Gomez-Mejia et al., 2011; Tagiuri & Davis, 1996). Zudem besitzt in Familienunternehmen auch die Pflege von bereits langanhaltenden und vertrauensvollen Geschäftsbeziehungen mit Stakeholdern einen höheren Stellenwert als bei Nicht-Familienunternehmen (Berrone et al., 2012; Miller & Le Breton-Miller, 2005; Miller, Lee, Chang & Le Breton-Miller, 2009).

Ein weiteres Charakteristikum ist der starke Einfluss von Emotionalität auf unternehmerische Entscheidungen in Familienunternehmen (Allen & Meyer, 1990; Eddleston & Kellermanns, 2007; Gomez-Mejia et al., 2011; O'Reilly & Chatman, 1986). Insbesondere

durch die enge Verflechtung von Familie und Unternehmen erhalten aus der Familie stammende Emotionen Einzug in wirtschaftliche Entscheidungen. Diese Emotionen können sowohl positiv, wie beispielsweise Wärme, Frohsinn, Geborgenheit und Zuneigung, als auch negativ, wie zum Beispiel Hass, Eifersucht und Zorn, sein (Allen & Meyer, 1990; Epstein, Bishop, Ryan, Miller & Keitner, 1993; Gomez-Mejia et al., 2011).

Als weiteres spezifisches Charakteristikum von Familienunternehmen gilt die starke Identifikation mit dem Unternehmen, die häufig durch die Übereinstimmung von Firmen- und Familienname ersichtlich wird (Berrone et al., 2012; Dyer & Whetten, 2006; Gomez-Mejia et al., 2011; Klein, Astrachan & Smyrnios, 2005; O'Reilly & Chatman, 1986). Durch die starke Identifikation mit dem Unternehmen und der engen Verflechtung zwischen Familie und Unternehmen projizieren Familienmitglieder häufig die Reputation des Unternehmens auf das Familienimage. Daraus resultiert, dass die Reputation des Unternehmens einen höheren Stellenwert in Familienunternehmen einnimmt als in Nicht-Familienunternehmen (Chen, Chen, Cheng & Shevlin, 2010; Gomez-Mejia et al., 2011).

Zur Jahrtausendwende widmeten sich Wissenschaftler/innen vornehmlich der Analyse von Unterschieden zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen (z. B. Anderson & Reeb, 2003; Coleman & Carsky, 1999; Gudmundson, Hartman & Tower, 1999; Littunen, 2003; Westhead, Cowling & Howorth, 2001). Aktuell rücken vermehrt Untersuchungen in den Vordergrund, die sich mit der Heterogenität von Familienunternehmen beschäftigen (Chua, Chrisman, Steier & Rau, 2012; Daspit et al., 2017; Nordqvist, Sharma & Chirico, 2014). So stellen Nordqvist et al. (2014) beispielsweise fest, dass sich Familienunternehmen in ihren Governance-Strukturen voneinander unterscheiden und der Familieneinfluss sowohl im Management als auch bezüglich der Eigentümerstrukturen variieren kann. Le Breton-Miller & Miller (2013) bestätigen Unterschiede hinsichtlich der Wertschätzung des sozioemotionalen Vermögens unter Berücksichtigung der Familiengeneration: Während die erste Generation den Schutz des sozioemotionalen Vermögens als übergeordnetes Ziel ansieht, verwässert die Wertschätzung des nichtfinanziellen Vermögens mit jeder weiteren Generation.

Aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung und der aufgezeigten spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen ist die Forschung zu Familienunternehmen sowohl aus theoretischer als auch aus praktischer Sicht wichtig.

## 1.2 Definitionsansätze von Familienunternehmen

In der Forschung existiert eine Vielzahl an Definitionen zu Familienunternehmen. Ein gängiger Ansatz, der *Components-of-Involvement-Ansatz (CoI-Ansatz)*, basiert auf der Messung des Familieneinflusses. Im Rahmen dieses Definitionsansatzes wird der Familieneinfluss anhand des familiären Besitzes von Gesellschafteranteilen und/oder der familiären Besetzung von Leitungs- und Aufsichtsorganen ermittelt (Allen & Panian, 1982; Chua, Chrisman & Sharma, 1999; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana & Makri, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Miller, Le Breton-Miller & Scholnick, 2007; Westhead et al., 2001).

Prominente Definitionen im Rahmen des CoI-Ansatzes für börsennotierte Familienunternehmen sind hierbei die *Ultimate-Owner-Definition* sowie die *Founding-Family-Definition* (Achleitner, Kaserer, Kauf, Günther & Ampenberger, 2009). Nach der Ultimate-Owner-Definition, bei der ausschließlich die Eigentümerstruktur als Grundlage zur Klassifizierung eines Familienunternehmens herangezogen wird, handelt es sich um ein Familienunternehmen, wenn eine Privatperson oder eine Familie direkt oder indirekt mindestens 10 % oder 20 % der Gesellschafteranteile hält (Achleitner, Kaserer, Günther & Volk, 2011). Die Founding-Family-Definition hingegen berücksichtigt sowohl die Eigentümerstruktur als auch die Zusammensetzung der Leitungs- und/oder Überwachungsorgane. Als Familienunternehmen werden dieser Definition folgend, diejenigen Unternehmen klassifiziert, in denen die Gründerfamilie entweder einen Eigentumsanteil von mindestens 25 % am Unternehmen hält oder mindestens 5 % der Gesellschafteranteile und mindestens einen Sitz im Vorstand oder Aufsichtsrat hält (Achleitner et al., 2011).

Zur Messung des familiären Einflusses in privatgehaltenen Unternehmen im Rahmen des CoI-Ansatzes entwickelte Klein (2000) zur Jahrtausendwende die folgende Formel, mithilfe derer der *Substantial Family Influence (SFI)* berechnet werden kann (Achleitner et al., 2011).

$$\text{If } St \text{ Fam} > 0 \text{ SFI} = \frac{S \text{ Fam}}{S \text{ total}} + \frac{MoSB \text{ Fam}}{MoSB \text{ total}} + \frac{MoMB \text{ Fam}}{MoMB \text{ total}} \geq 1$$

*St* = Stock; *MoMB* = Members of management board; *MoSB* = Members of supervisory board; *Fam* = Family members

Formel 1: Berechnung des Substantial Family Influence (Klein, 2000).

Wie aus Formel 1 hervorgeht, berechnet sich der SFI durch die Addition des prozentualen Familieneinflusses in den Bereichen Gesellschafterstruktur, Sitzverteilung im Beirat und

Sitzverteilung in der Geschäftsführung. Ist das Ergebnis mindestens eins, wird von einem Familienunternehmen ausgegangen (Klein, 2000).

Etwa zeitgleich mit der Veröffentlichung des SFI-Ansatzes publizierten Chua et al. (1999) einen Forschungsbeitrag, in dem sie unter Berücksichtigung der Schwachstellen des CoI-Ansatzes einen weiteren Definitionsansatz, den *Essence-Ansatz*, präsentierten. Während gemäß des CoI-Ansatzes die alleinige Feststellung eines dominierenden Familieneinflusses für die Klassifizierung des Familienunternehmens ausreichend ist, bezogen Chua et al. (1999) erstmals die spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen in die Definition eines Familienunternehmens mit ein. So ist laut dem Essence-Ansatz für die Identifizierung eines Familienunternehmens die familienspezifische Kultur entscheidend, die durch den Familieneinfluss entstehen kann, jedoch nicht zwingend entstehen muss (Chua et al., 1999). Erst wenn Entscheidungen, Strategien und Ziele einen Familieneinfluss aufweisen, handelt es sich nach dem Essence-Ansatz um ein Familienunternehmen. Als Beispiele für ein familienspezifisches Ziel nennen die Wissenschaftler/innen das Ziel der familieninternen Unternehmensnachfolge oder die Vergrößerung des Wohlstandes der Familie (Chua et al., 1999).

Im Jahr 2002 erschien mit der Publikation der *F-PEC-Skala* ein weiterer operationalisierbarer Definitionsansatz, der zentrale Elemente aus dem CoI-Ansatz und dem Essence-Ansatz aufgreift und miteinander verbindet (Astrachan et al., 2002). Die F-PEC-Skala untersucht anhand der drei Dimensionen Macht (**P**ower), Erfahrung (**E**xperience) und Kultur (**C**ulture) die Stärke des Familieneinflusses in einem Unternehmen. Die Macht-Dimension enthält die von Klein (2000) entwickelte SFI-Skala und entspricht damit dem CoI-Ansatz. Die zweite Dimension „Erfahrung“ bezieht sich auf die kumulierten Erfahrungen der Familienmitglieder, die die Familie über Generationen hinweg gesammelt hat. Dem Essence-Ansatz entsprechend umfasst die dritte Kategorie das Wertesystem des Unternehmens und untersucht beispielsweise, inwiefern die Familienwerte Einzug in die Vision und Strategie des Unternehmens erhalten haben (Astrachan et al., 2002). Die F-PEC-Skala bezieht erstmals die Heterogenität von Familienunternehmen in die Definition mit ein, da der Familieneinfluss anhand einer metrischen Variablen und nicht, wie in den Definitionen zuvor, dichotom abgebildet werden kann. Schwierigkeiten bei der Operationalisierung der F-PEC-Skala ergeben sich insbesondere bei der Kultur-Dimension, da die Dimension häufig nur anhand von qualitativen Studien erhoben werden kann (Achleitner et al., 2011).

Um einen aktuellen Einblick in die Verwendung unterschiedlicher operationalisierbarer Definitionen in der Forschung zu Familienunternehmen zu gewähren, werden im Rahmen der Dissertation alle qualitativ-empirischen und quantitativ-empirischen Publikationen hinsichtlich der verwendeten Definitionen von Familienunternehmen analysiert, die zwischen 2015 und November 2017 in der höchstgerankten Zeitschrift zu Familienunternehmen, dem *Family Business Review*, erschienen sind.

Insgesamt umfasst die Analyse 35 Beiträge, von denen in sieben Beiträgen Familienunternehmen nicht explizit definiert werden. Aufgrund der vorgefundenen Definitionsvielfalt in den verbleibenden 28 Studien werden diese zunächst in die Kategorien CoI-Ansatz und Essence-Ansatz eingeteilt. Es wurde dann analysiert, welche der für die Messung des Familieneinflusses verwendeten Komponenten genutzt wurden. Daraus ergeben sich sechs Kategorien:

CoI-Ansatz: (1) *Familienmanagement*, (2) *Familieneigentum*, (3) *Familienmanagement & Familieneigentum*, (4) *kontrollierender Familieneinfluss - nicht weiter spezifiziert*,

CoI-Ansatz und Essence-Ansatz: (5) *Familieneigentum & Familienwerte*, (6) *Familieneigentum & Familienmanagement & Familienwerte*.<sup>3</sup>

Die folgende Abbildung enthält die Ergebnisse der Eingruppierung.<sup>4</sup>

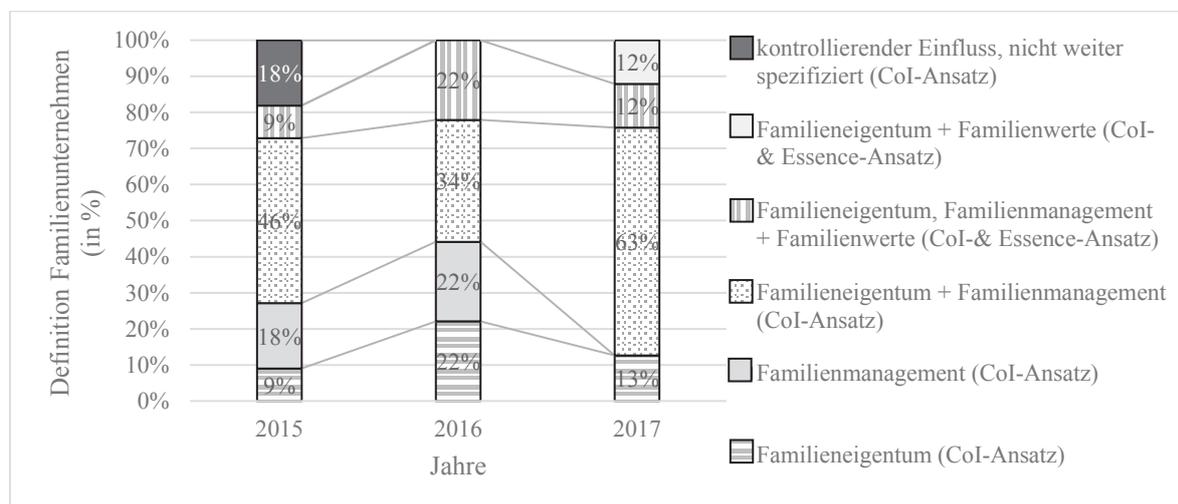


Abbildung A-1: Überblick über Definitionen von Familienunternehmen der im Family Business Review erschienen Beiträge von Januar 2015 bis November 2017

<sup>3</sup> Beispiel: Kategorie 1 Familienmanagement umfasst alle Papiere, in denen Familienunternehmen ausschließlich anhand des Familieneinflusses in der Geschäftsführung/Vorstand identifiziert wurden.

<sup>4</sup> Anhang 1 verfügt über detaillierte Informationen zu den verwendeten Papieren.

Auffallend ist, dass bei der Betrachtung des gesamten Untersuchungszeitraums, Familienunternehmen am häufigsten anhand der Kombination Eigentümer- und Managementstruktur identifiziert werden. So verwendeten im Jahr 2017 mehr als die Hälfte aller untersuchten Studien zur Identifizierung von Familienunternehmen deren Eigentümer- und Managementstruktur. Darüber hinaus findet sich in allen Definitionen in 2017 die Eigentümerstruktur wieder. Weitergehend ist ein Trend hinsichtlich der vermehrten Verwendung einer Kombination des CoI-Ansatzes und des Essence-Ansatzes erkennbar. Während familienzuspezifische Ziele, wie beispielsweise das Ziel einer familieninternen Unternehmensnachfolge, im Jahr 2015 in nur 9 % der untersuchten Studien Berücksichtigung bei der Definition von Familienunternehmen fanden, bezogen 24 %<sup>5</sup> der analysierten Beiträge in 2017 familienzuspezifische Zielsetzungen in die Definition von Familienunternehmen mit ein. Auffallend ist außerdem, dass im Jahr 2017 keine Studie zur Identifizierung von Familienunternehmen ausschließlich den Familieneinfluss im Managementbereich als Identifikationskriterium herangezogen hat, während in den Jahren 2015 und 2016 noch 18 % bzw. 22 % der Studien Familienunternehmen ausschließlich anhand der Zusammensetzung der Geschäftsführung definierten.<sup>6</sup>

Wenngleich die Anzahl der Kategorien bereits die existierende Definitionsvielfalt aufzeigt, wird der oben genannte Eindruck bei isolierter Betrachtung einer Definition nochmals verstärkt. Die Bandbreite zur Identifizierung des Familieneinflusses in der Kategorie *Familien-eigentum & -management & -werte* reicht beispielsweise vom Vorhandensein einer nicht näher spezifizierten mehrheitlichen Kontrolle im Bereich Eigentum und Management (De Massis, Kotlar, Frattini, Chrisman & Nordqvist, 2016a) bis hin zur Notwendigkeit einer vollständigen Kontrolle der Familie über Eigentum und Management (Kammerlander, Dessì, Bird, Floris & Murru, 2015). Studien, die die Vorgaben der F-PEC-Skala oder den SFI-Ansatz nutzen, sind im Rahmen der Analyse nicht vorzufinden. Hinsichtlich der Analyse von börsennotierten Unternehmen verwenden Leitterstorf & Wachter (2016) und Jayamohan, McKelvie & Moss (2017) die Founding-Family-Definition.

Für das Forschungsfeld zu Familienunternehmen ergeben sich aus der Analyse verschiedene Implikationen. Allein die Vielzahl verwendeter Definitionen spiegelt die Heterogenität und Komplexität von Familienunternehmen wider. Die Verwendung unterschiedlicher Definitionen hat zur Folge, dass die Klassifizierung der untersuchten Unternehmen (Nicht-

---

<sup>5</sup> Definitionen „Familieneigentum + Familienwerte“ sowie „Familieneigentum, Familienmanagement und Familienwerte“.

<sup>6</sup> Weiterführende Informationen zu den verbleibenden Kategorien sind der Tabelle H-1 in Anhang 1 zu entnehmen.

Familienunternehmen/Familienunternehmen) in den Studien stark voneinander abweichen kann. Studienergebnisse sind daher bei Verwendung unterschiedlicher Definitionen in der Regel nicht vergleichbar. Vorteilhaft hingegen ist, dass durch die Verwendung unterschiedlicher Definitionen der Facettenreichtum von Familienunternehmen in der Forschung differenziert und realitätsnah untersucht wird. So können durch die Verwendung verschiedener Definitionen die Heterogenität von Familienunternehmen zutreffend abgebildet und auf den ersten Blick widersprüchliche Ergebnisse besser erklärt werden.

Die Dissertation umfasst vier Studien und zwei Definitionen. Im ersten Teil der Arbeit werden privatgehaltene Familienunternehmen anhand des Familieneigentums (> 50 %) von Nicht-Familienunternehmen abgegrenzt.<sup>7</sup> Diese Definition wurde gewählt, da das Familieneigentum ein fester Bestandteil in allen im Jahr 2017 aufgeführten Definitionen ist. Darüber hinaus werden in der Studie Private-Equity-Finanzierungen untersucht, im Rahmen derer der Verkauf von durch die Familie gehaltenen Unternehmensanteilen eine übergeordnete Rolle spielt. Im zweiten Teil der Dissertation werden ausschließlich Familienunternehmen untersucht. Zur besseren Abbildung der Heterogenität wurden familiengeführte und/oder durch Familieneigentum kontrollierte Unternehmen in diesem Teil berücksichtigt.<sup>8</sup>

### **1.3 Einführung in Theorieansätze in der Forschung zu Familienunternehmen**

#### **1.3.1 Verwendete Theorien und Konzepte**

Während erste Studien in den achtziger Jahren zu Familienunternehmen vorwiegend deskriptiver und theoretischer Natur waren (Berrone et al., 2012), nahm die empirische Forschung zu Familienunternehmen in den ersten beiden Jahrzehnten des 21. Jahrhunderts rapide zu. Dies hat zur Folge, dass zum jetzigen Zeitpunkt bereits eine Vielzahl von Publikationen in hochgerankten wissenschaftlichen Zeitschriften erschienen sind (u. a. Chrisman et al., 2005; Gomez-Mejia et al., 2014; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia, Makri & Kintana, 2010).

Neben der Definitionsproblematik ist das erste Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts durch die Erarbeitung einer geeigneten Theorie zur Erläuterung der spezifischen Charakteristika und Verhaltensweisen von Familienunternehmen geprägt. Basierend auf einer Vielzahl von Ausschreibungen (engl.: Call for Papers), die zur Entwicklung einer einheitlichen Theorie

---

<sup>7</sup> Definition (2) der Gruppierung „CoI-Ansatz“.

<sup>8</sup> Definitionen (1), (2) und (3) der Gruppierung „CoI-Ansatz“.

aufriefen (Chrisman, Steier & Chua, 2008), entwickelten Wissenschaftler/innen anhand bestehender Theorien aus dem finanzwirtschaftlichen Bereich und dem des strategischen Managements verschiedene Paradigmen für Familienunternehmen. Prominente Theorien sind hierbei die Prinzipal-Agent-Theorie (Morck & Yeung, 2003; Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001), die Stewardship-Theorie (Miller & Breton-Miller, 2006), die Ressourcentheorie (Habbershon, Williams & MacMillan, 2003; Habbershon & Williams, 1999) und das aus dem Forschungsfeld zu Familienunternehmen heraus entstandene Konzept des sozioemotionalen Vermögens (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Anhand dieser Theorien wird versucht, einzigartige Charakteristika von Familienunternehmen zu beschreiben und zu erklären. Im Folgenden wird kurz auf die einzelnen Theorien und deren Anwendung im Kontext von Familienunternehmen eingegangen.

### **1.3.2 Prinzipal-Agent-Theorie**

Nach der Prinzipal-Agent-Theorie entstehen Agency-Kosten u. a. beim Vorhandensein von Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten zwischen Geschäftsführer/innen (Agenten) und Gesellschafter/innen (Prinzipale) eines Unternehmens. Agency-Kosten umfassen sowohl alle Handlungen der Geschäftsführer/innen, die nicht im Sinne der Gesellschafter/innen sind, als auch alle Maßnahmen (Regelungen, Incentivierung), die die Verringerung von Informationsasymmetrien und Interessenskonflikte zwischen Geschäftsführer/innen und Gesellschafter/innen zum Ziel haben (z. B. Incentivierung, Verträge) (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977).

In ihrer ursprünglichen Form geht die Prinzipal-Agent-Theorie davon aus, dass in inhabergeführten Unternehmen aufgrund der Personalunion von Geschäftsführung und Gesellschafter/innen keine Informationsasymmetrien und Interessenkonflikte entstehen können (Jensen & Meckling, 1976). Übertragen auf den Kontext von Familienunternehmen wurde deshalb zunächst vermutet, dass in Familienunternehmen, in denen sowohl Gesellschafter/innen als auch Geschäftsführer/innen Familienmitglieder sind, Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien aufgrund der engen familiären Beziehungen zwischen Gesellschafter/innen und Geschäftsführer/innen seltener vorkommen und deshalb Agency-Kosten nicht oder in vernachlässigbarem Maße auftreten (Zellweger & Kammerlander, 2015).

Im Verlauf der Zeit haben wissenschaftliche Studien jedoch vermehrt dargelegt, dass Prinzipal-Agent-Konflikte zwischen Gesellschafter/innen und Geschäftsführer/innen in inhabergeführten Familienunternehmen auftreten und, im Gegensatz zur ursprünglichen Annahme, erhebliche Agency-Kosten verursachen können (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003;

Schulze et al., 2001). Schulze et al. (2001, 2003) zeigen in ihren Arbeiten beispielsweise, dass insbesondere der Altruismus zwischen Familienmitgliedern ein entscheidender Faktor zur Entstehung von Agency-Kosten (Typ I) ist. So bevorzugen Familienmitglieder bei der Besetzung von Leitungspositionen im Unternehmen häufig Familienangehörige, selbst wenn diese oft geringere fachliche Qualifikationen als externe Bewerber besitzen. Die geringeren fachlichen Fähigkeiten des Familienmitglieds erfordern im Gegenzug eine strengere Überwachung, um unternehmerische Fehlentscheidungen zu vermeiden oder auszubessern (Schulze et al., 2001).

Weitere Agency-Kosten (Typ II) entstehen bei Betrachtung der Eigentümerstrukturen von Familienunternehmen. Familien, die im mehrheitlichen Besitz von Unternehmensanteilen sind, können ihre Interessen in Gesellschafterversammlungen gegenüber Minderheitsgesellschaftern durchsetzen (Zellweger & Kammerlander, 2015). Positive Effekte sind hierbei, dass die Familienangehörigen das Management überwachen und Fehlverhalten unmittelbar sanktionieren können. Gleichzeitig ist es Familienangehörigen aufgrund ihrer uneingeschränkten Macht gegenüber Minderheitsgesellschaftern jedoch möglich, eigene familiäre finanzielle und nichtfinanzielle Interessen gegenüber Minderheitsgesellschaftern durchzusetzen und diesen dadurch zu schaden. Diese Art von Agency-Konflikt ist in der Literatur als *Majority-Minority-Owner Agency-Problem* bekannt (Chrisman, 2004; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2002).

### **1.3.3 Stewardship-Theorie**

Unter Verwendung der Stewardship-Theorie stellen Miller & Breton-Miller (2006) die spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen heraus, um den positiven Einfluss auf die Performance von Familienunternehmen zu erklären. Im Gegensatz zur Prinzipal-Agent-Theorie gehen Vertreter der Stewardship-Theorie davon aus, dass Angestellte eines Unternehmens intrinsisch motiviert sind und das Gesamtwohl des Unternehmens über das eigene Wohlergehen und die eigene Nutzenmaximierung stellen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Donaldson & Davis, 1991; Fox & Hamilton, 1994). Außerdem identifizieren sich Angestellte, die als Stewards agieren, stark mit dem Unternehmen und setzen sich für die Erreichung der Unternehmensziele selbstlos ein (Davis, Schoorman, Mayer & Tan, 2000).

Diese Verhaltensweisen finden Miller & Breton-Miller (2006) bei Mitarbeiter/innen von familiengeführten Unternehmen wieder, die entweder der Unternehmerfamilie zugehörig sind oder eine enge emotionale Verbindung zu Familienmitgliedern vorweisen. So zeigen Miller & Le Breton-Miller (2005), dass in Familienunternehmen Führungskräfte die Vision

des Unternehmens vollumfänglich unterstützen, ihre Mitarbeiter und Stakeholder besonders wertschätzen und motiviert sind, sich für die Unternehmerfamilie und das unternehmerische Kollektiv einzusetzen.

### **1.3.4 Ressourcentheorie**

Auch die aus dem strategischen Managementbereich stammende Ressourcentheorie wurde in der Vergangenheit häufig als Ansatz zur Erklärung der spezifischen Charakteristika eines Familienunternehmens verwendet (Habbershon et al., 2003; Habbershon & Williams, 1999; Sirmon & Hitt, 2003). Gemäß der Ressourcentheorie besitzt ein Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Unternehmen, wenn es über seltene, schwer zu imitierende, werthaltige und nicht austauschbare Ressourcen verfügt (Barney, 1991).

Basierend auf der Ressourcentheorie analysieren Sirmon & Hitt (2003) die Ressourcen in Familienunternehmen, die sie anhand der fünf Kategorien *Human Capital*, *Social Capital*, *Patient Financial Capital*, *Survivability Capital* und *Governance Structure* abbilden. In der Kategorie *Social Capital* werden beispielsweise die Vorteile der vertrauensvollen Beziehungen zwischen Familienmitgliedern und Stakeholdern beschrieben. Wohingegen die Kategorie *Patient Financial Capital* die in Familienunternehmen häufig vorzufindende Abneigung gegenüber externem Fremd- und Eigenkapital beinhaltet, durch die Familienmitglieder Kontroll- und Einflussmöglichkeiten sicherstellen (Sirmon & Hitt, 2003).

### **1.3.5 Konzept des sozioemotionalen Vermögens**

Wenngleich die aufgezeigten Theorien wichtige Beiträge zur Erklärung der spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen leisten, gibt es zwei zentrale Kritikpunkte, die zur Entwicklung einer aus dem Forschungsfeld heraus entstandenen neuen Theorie, die des sozioemotionalen Vermögens (engl.: *Socioemotional Wealth*), führten (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Die aufgeführten Theorien gehen grundsätzlich davon aus, dass das Streben nach wirtschaftlichem Erfolg das zentrale Ziel eines Unternehmens ist (Berrone et al., 2012). Aufgrund der Verflechtung von Familie und Unternehmen und dem damit einhergehenden Verfolgen von nichtfinanziellen Zielen in Familienunternehmen können Theorien, die eine Gewinnmaximierungsabsicht voraussetzen, das Verhalten von Familienunternehmen nicht umfassend darstellen (Berrone et al., 2012). Darüber hinaus ist es mit den genannten Theorien nicht möglich, die Heterogenität von Familienunternehmen zutreffend abzubilden (Berrone et al., 2012).

Um den Kritikpunkten Abhilfe zu schaffen und Familienunternehmen eine passende theoretische Fundierung zu geben, entwickelten Gomez-Mejia et al. (2007, 2010); Berrone,

Cruz, Gomez-Mejia & Larraza-Kintana (2010) und Berrone et al. (2012) das Konzept des sozioemotionalen Vermögens, das in der Literatur große Akzeptanz gefunden hat (Berrone et al., 2012).<sup>9</sup> Es umfasst die Annahme, dass das übergeordnete Ziel von Familienunternehmen der Schutz des sozioemotionalen Vermögens ist, welches alle nichtfinanziellen Aspekte und emotionalen Werte (engl.: affective endowments) in einem Familienunternehmen umfasst (Berrone et al., 2012). Grundlage des Modells bildet die Behavioral Agency Theory, die von Wiseman & Gomez-Mejia (1998) und Gomez-Mejia, Welbourne & Wiseman (2000) bereits Jahre zuvor entwickelt wurde und wiederum Bestandteile der Prospect Theory, Behavioral Theory of a Firm und der Prinzipal-Agent-Theorie enthält (Berrone et al., 2012).

Gemäß des Konzepts des sozioemotionalen Vermögens treffen Unternehmer Entscheidungen anhand eines Referenzwertes. Während in Nicht-Familienunternehmen die Referenz das finanzielle Vermögen ist, liegt das Hauptaugenmerk bei Entscheidungen in Familienunternehmen auf dem Schutz und der Erweiterung des sozioemotionalen Vermögens (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Familienunternehmer/innen wägen bei Entscheidungsfindungen deshalb die potentiellen Zuwächse und Verluste des sozioemotionalen Vermögens ab (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Etwaige Gefährdungen des sozioemotionalen Vermögens versuchen Familienunternehmer/innen bei finanzieller Stabilität zu vermeiden, was häufig aus wirtschaftlicher Sicht zu „irrationalen“ Entscheidungen führt (Berrone et al., 2012). Aufgrund der potentiellen Gefährdung des sozioemotionalen Vermögens diversifizieren Familienunternehmen beispielsweise weniger als Nicht-Familienunternehmen, wenngleich eine Diversifizierung das wirtschaftliche Risiko im Familienunternehmen langfristig reduzieren könnte (Gomez-Mejia et al., 2010). Wissenschaftler/innen sprechen in Bezug auf wirtschaftliche Entscheidungen in Familienunternehmen deshalb von einem *Mixed Gamble*. Mit dem kurzfristigen Schutz des sozioemotionalen Vermögens geht häufig ein erhöhtes wirtschaftliches Risiko einher, welches wiederum langfristig das gesamte sozioemotionale Vermögen gefährden kann (Gomez-Mejia et al., 2010). Angewandt auf das Diversifizierungsbeispiel bedeutet das, dass Familienunternehmen mit der Entscheidung gegen eine Diversifizierung das sozioemotionale Vermögen im Familienunternehmen kurzfristig schützen können. Langfristig gehen sie allerdings, durch die Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung einer Branche, das Risiko

---

<sup>9</sup> In 2012 erhielten Gomez-Mejia et al. (2007) für ihre Studie den „Research Impact Award“ der Entrepreneurship-Division der Academy of Management. Die Studien von Berrone et al. (2012); Berrone et al. (2010) sind darüber hinaus die am häufigsten zitiertesten Studien der renommierten Zeitschriften *Administrative Science Journal* und dem *Family Business Review*.

ein, das gesamte Vermögen finanzieller und sozioemotionaler Art infolge einer Unternehmensinsolvenz zu gefährden (Gomez-Mejia et al., 2010).

Für den Aufbau, Erhalt und die Vergrößerung des sozioemotionalen Vermögens ist ein kontrollierender Einfluss der Familie im Unternehmen ausschlaggebend (Berrone et al., 2012). Einen detaillierten Einblick in die einzelnen Bestandteile des sozioemotionalen Vermögens geben Berrone et al. (2012) durch die Entwicklung der FIBER-Skala, mithilfe derer das sozioemotionale Vermögen im Familienunternehmen bestimmt werden kann. Nach Berrone et al. (2012) besteht die Skala aus fünf Kategorien und umfasst dabei (1) *die Kontrolle und den Einfluss der Familie im Unternehmen (Dimension F – Family control and influence)*, (2) *die starke Identifikation der Familienmitglieder mit dem Unternehmen (Dimension I – Family members' identification with the firm)*, (3) *die emotionalen Beziehungen innerhalb der Familie und zwischen der Familie und relevanten Stakeholdern (Dimension B – Binding social ties)*, (4) *den hohen Stellenwert emotionaler Bindungen im Familienunternehmen (Dimension E – Emotional attachment)* und (5) *das Ziel einer familieninternen Unternehmensnachfolge (Dimension R – Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession)*

Wenngleich das Konzept des sozioemotionalen Vermögens in der Literatur große Beachtung gefunden hat, lassen sich Entwicklungspotentiale identifizieren (Cruz, Cruz, Arredondo & Arredondo, 2016). Ein zentraler Kritikpunkt ist die fehlende Operationalisierbarkeit der FIBER-Dimensionen aufgrund der zu umfangreichen Skalen und die damit verbundene fehlende Möglichkeit zur direkten Messung des sozioemotionalen Vermögens in Familienunternehmen (Chua, Chrisman & De Massis, 2015; Hauck, Suess-Reyes, Beck, Prügl & Frank, 2016; Kellermanns, Eddleston & Zellweger, 2012; Le Breton-Miller & Miller, 2013; Schulze & Kellermanns, 2015). So stellen Miller & Le Breton-Miller (2014) beispielsweise fest, dass Argumentationen in wissenschaftlichen Artikeln auf dem Konzept des sozioemotionalen Vermögens basieren, das sozioemotionale Vermögen in den Familienunternehmen jedoch bislang nur indirekt über den Familieneinfluss abgefragt werden kann. Hauck et al. (2016) entwickelten deshalb im Jahr 2016 im Rahmen der Validierung der FIBER-Skala die REI-Skala, die lediglich die Dimensionen *R – Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession*, *E – Emotional attachment* und *I – Family members' identification with the firm* abbildet.

Inwiefern sich die Skala zur Messung des sozioemotionalen Vermögens in der Wissenschaft etablieren wird, hängt insbesondere von deren Operationalisierbarkeit ab. Während

sich die entwickelte Skala für Fragebogenstudien aufgrund ihres deutlich geringeren Umfangs als die FIBER-Dimensionen zu eignen scheint, ist ihre Anwendung hingegen im Rahmen von Datenbankanalysen aufgrund der Nicht-Verfügbarkeit von weichen Kriterien, wie beispielsweise der Feststellung einer starken emotionalen Bindung zwischen Familienmitgliedern, problematisch.

### **1.3.6 Zwischenfazit**

Die Forschung zu Familienunternehmen hat sich in den letzten Jahrzehnten stetig vergrößert und weiterentwickelt, was zu einem besseren Verständnis von Familienunternehmen führte. Während insbesondere zur Jahrtausendwende noch das Finden einer geeigneten Definition als Hauptaufgabe vieler Wissenschaftler/innen verstanden wurde, hat inzwischen die Definitionsvielfalt als Resultat der Komplexität von Familienunternehmen in der Literatur Akzeptanz gefunden (Chua et al., 2012).

Gleichzeitig hat die Entwicklung einer auf Familienunternehmen zutreffenden Theorie die Wissenschaft in den vergangenen Jahren intensiv beschäftigt. Durch das Konzept des sozioemotionalen Vermögens haben Wissenschaftler/innen einen Theorieansatz entwickelt, mit Hilfe dessen die einzigartigen Charakteristika von Familienunternehmen und insbesondere die Auswirkungen der familienspezifischen Charakteristika bei Entscheidungen in Familienunternehmen erklärt werden können. Auch die Heterogenität von Familienunternehmen wird im Rahmen dieses Ansatzes berücksichtigt.

Auffällig in der aktuellen Literatur ist jedoch, dass das Konzept des sozioemotionalen Vermögens als theoretische Fundierung zur Erklärung von familienspezifischen Verhaltensweisen verwendet wird, der tatsächliche Wert des sozioemotionalen Vermögens in Familienunternehmen jedoch in den Studien nicht ermittelt wird (Miller & Le Breton-Miller, 2014). Stattdessen werden die in Kapitel 1.2 aufgeführten Definitionsansätze zur Bestimmung des sozioemotionalen Vermögens verwendet, die sich vornehmlich auf die Messung des Familieneinflusses und ggf. der Generation der Unternehmerfamilie beschränken. Das liegt u. a. an der fehlenden Datenverfügbarkeit von weichen Kriterien<sup>10</sup> in Datenbanken und dem Fehlen von validierten und wissenschaftlich anerkannten und etablierten Skalen, die das sozioemotionale Vermögen bestimmen. Durch die Etablierung einer solchen Skala, die im Idealfall in reduzierter Form auch im Rahmen von Datenbankanalysen eingesetzt werden kann, könnte zukünftig das sozioemotionale Vermögen eines Familienunternehmens bestimmt werden. Dadurch würden die Ungenauigkeiten zwischen Definition und

---

<sup>10</sup> z. B. Emotionale Bindung zwischen Familienmitgliedern.

Theorie verringert werden, was das Konzept des sozioemotionalen Vermögens als gängige Theorie im Forschungsfeld zu Familienunternehmen langfristig etablieren könnte.

## **2. Inhaltliche Schwerpunkte der Dissertation**

### **2.1 Ziel der Dissertation**

Unter Berücksichtigung der spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen und der Theorie des sozioemotionalen Vermögens untersucht die vorliegende Dissertation das Finanzierungs- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen.

Sowohl die Auswahl einer geeigneten Finanzierung als auch Akquisitionsentscheidungen sind wichtige strategische Entscheidungen in Familienunternehmen und für die Sicherung der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit von elementarer Bedeutung (Dawson, 2011; Mitchell Lee & Mirvis, 2001; Scholes, Wright, Westhead, Bruining & Kloeckner, 2009). Hinsichtlich des Schutzes des sozioemotionalen Vermögens nehmen Familienunternehmer/innen sowohl externe Eigenkapitalfinanzierungen als auch Unternehmensakquisitionen in der Regel als eine Gefahr wahr (Dawson, 2011; Tappeiner, Howorth, Achleitner & Schraml, 2012). Unter Berücksichtigung dieser Sachverhalte ist das zentrale Ziel der Dissertation, Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen detailliert zu untersuchen sowie Besonderheiten zu analysieren, die auf das Vorhandensein des sozioemotionalen Vermögens rückschließen lassen.

Während sich der erste Teil der Dissertation mit der Finanzierung von privatgehaltenen Familien- und Nicht-Familienunternehmen durch Private Equity beschäftigt, analysiert der zweite Teil der Dissertationsschrift Akquisitionsentscheidungen von Familienunternehmen. Zur besseren Herausarbeitung der zentralen Forschungsfragen wird in den folgenden Abschnitten separat auf die Finanzierung sowie auf Investitionsentscheidungen von Familienunternehmen eingegangen.

### **2.2 Finanzierung von privatgehaltenen Familienunternehmen durch Private Equity**

Gemäß der Pecking-Order-Theorie bevorzugen Unternehmen bei der Finanzierung internes Eigenkapital, gefolgt von externem Fremdkapital und externem Eigenkapital (Coleman & Carsky, 1999; Morck & Yeung, 2003; Romano, Tanewski & Smyrnios, 2001). Die Reihenfolge ergibt sich aus den mit der jeweiligen Finanzierungsform einhergehenden steigenden Informationsasymmetrien (Tappeiner et al., 2012). Bei Familienunternehmen sind neben

vorherrschenden Informationsasymmetrien auch der mit der Finanzierungsform einhergehende Kontrollverlust ein entscheidendes Kriterium bei der Auswahl der geeigneten Finanzierungsform (Tappeiner et al., 2012). Sind interne Mittel nicht in ausreichender Form verfügbar, greifen Familienunternehmen deshalb häufig zunächst auf die externe Fremdfinanzierung in Form von Bankkrediten zurück (Coleman & Carsky, 1999). Insbesondere für privatgehaltene Familienunternehmen stellt sich der Bezug von externem Fremdkapital, aufgrund der im Zuge der Finanzkrise verschärften Kreditvergaberichtlinien, jedoch als zunehmend schwierig dar (Ivashina & Scharfstein, 2010). Familienunternehmen greifen deshalb vermehrt auf eine Eigenkapitalfinanzierung in Form von Private Equity zurück (Scholes et al., 2009).

Beim Eingang einer Private-Equity-Finanzierung erhalten Familienunternehmer/innen finanzielle Mittel durch den Verkauf von Unternehmensanteilen an Private-Equity-Gesellschaften (Landström, 2007; Mason & Harrison, 1999). In Abhängigkeit des Volumens der verkauften Unternehmensanteile erwerben Private-Equity-Gesellschaften Mitsprache- und Kontrollrechte, die sie zur Professionalisierung und Wertsteigerung des Portfoliounternehmens einsetzen (Lerner & Schoar, 2005; Tappeiner et al., 2012). Familienunternehmer/innen sind deshalb beim Eingang einer Private-Equity-Finanzierung mit einem Kontrollverlust konfrontiert, durch den der Schutz des sozioemotionalen Vermögens nicht länger umfassend gewährleistet werden kann.

Wenngleich sowohl Private-Equity-Gesellschaften als auch Familienunternehmer/innen den Erhalt von unternehmerischer Kontrolle anstreben, divergieren sie grundlegend in ihren Strategien und Zielsetzungen. Während Familienunternehmer/innen langfristig orientiert sind und vorwiegend nichtfinanzielle Ziele verfolgen (Berrone et al., 2012), investieren Private-Equity-Gesellschaften durchschnittlich zwischen fünf bis zehn Jahre in Portfoliounternehmen, um anschließend die Unternehmensanteile gewinnbringend zu verkaufen (Dawson, 2011). Die divergierenden Zielsetzungen von Private-Equity-Gesellschaften und Familienunternehmer/innen, kombiniert mit dem beidseitigen Streben nach unternehmerischer Kontrolle, lassen die Analyse von Private-Equity-Finanzierungen in Familienunternehmen für die Wissenschaft attraktiv werden.

Bestehende Literatur hat bislang hauptsächlich Private Equity in Familienunternehmen aus der Perspektive der Private-Equity-Gesellschaften untersucht (Ahlers, Hack & Kellermanns, 2014; Ahlers, Hack, Madison, Wright & Kellermanns, 2016; Dawson, 2011).

Dawson (2011) analysiert beispielsweise relevante Investitionskriterien anhand derer Private-Equity-Gesellschaften Familienunternehmen selektieren und zeigt, dass Private-Equity-Gesellschaften bevorzugt in professionalisierte Familienunternehmen investieren, in denen der Familieneinfluss nach erfolgter Finanzierung nur noch schwach vorhanden ist. Ahlers et al. (2016) beschäftigen sich mit der Unternehmensbewertung eines Familienunternehmens aus Perspektive einer Private-Equity-Gesellschaft und gehen hierbei insbesondere auf die Bewertung des sozioemotionalen Vermögens ein.

Im Rahmen der Fallstudie des Unternehmens Messer Group GmbH untersuchen Achleitner, Herman, Lerner & Lutz (2010) erstmals aus Perspektive des Familienunternehmens eine Private-Equity-Finanzierung und stellen fest, dass trotz unterschiedlicher Zielsetzungen die Private-Equity-Finanzierung so verlaufen ist, dass Teile des Unternehmens heute wieder in Familienhand sind. Tappeiner et al. (2012) stellen die Relevanz der Familie hinsichtlich der Wahrung von unternehmerischer Kontrolle in Familienunternehmen heraus, indem sie in Form einer qualitativen Studie Minderheitsbeteiligungen von Private-Equity-Gesellschaften in Familienunternehmen analysieren (Tappeiner et al., 2012).

Bislang gibt es jedoch keine wissenschaftlichen Erkenntnisse, inwiefern sich die besondere Wertschätzung des sozioemotionalen Vermögens und die damit verbundenen spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen auf die Ausgestaltung und den Verlauf einer Private-Equity-Finanzierung auswirken. Des Weiteren fehlt das Verständnis dafür, ob und in welcher Form sich Private-Equity-Finanzierungen in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der vertraglichen Ausgestaltung<sup>11</sup> unterscheiden. Außerdem wurde bislang nicht untersucht, inwiefern personenspezifische Aspekte (z. B. Konfliktaufkommen, Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in) zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Private-Equity-Kontext variieren.

Auch für die Praxis ist das Schließen der identifizierten Forschungslücke von Relevanz, da Private-Equity-Gesellschaften ein detaillierteres Verständnis über die Besonderheiten von Investitionen in Familienunternehmen erhalten. Darüber hinaus könnte das in der Literatur häufig verbreitete negative Image von Private-Equity-Gesellschaften durch die Untersuchung zwischenmenschlicher Kriterien<sup>12</sup> entkräftet werden. Die identifizierten Forschungslücken werden mithilfe der Beantwortung folgender Forschungsfrage geschlossen:

---

<sup>11</sup> z. B. Vergabe von Vetorechten, Sitzverteilung in aufsichtsrechtlichen Gremien, Rückkaufoptionen.

<sup>12</sup> z. B. Vertrauensaspekte oder Konfliktaufkommen.

1. *Worin unterscheiden sich Private-Equity-Finanzierungen in privatgehaltenen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf vertragliche und personenbezogene Aspekte?*

Die zweite Forschungsfrage beschäftigt sich mit der Untersuchung von Einflussfaktoren, die sich auf den Verkauf von Unternehmensanteilen in privatgehaltenen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen auswirken. Bislang existieren in der Literatur vorwiegend qualitative Untersuchungen und Fallstudien im Kontext von Private-Equity-Finanzierungen (Achleitner et al., 2010; Tappeiner et al., 2012). So konnte beispielsweise aufgezeigt werden, dass der Verbleib von unternehmerischer Kontrolle in Familienunternehmen ein wichtiges Entscheidungskriterium ist. Allerdings berücksichtigt die Literatur zu Private Equity bislang nicht die Beweggründe für diesen Bezug. So fehlt in der Literatur ein klares Verständnis dafür, warum Familienunternehmen Private Equity nutzen und in welcher Abhängigkeit der Finanzierungsanlass mit dem Verkauf von Unternehmensanteilen steht. Auch fehlt der Wissenschaft tiefgehendes Verständnis darüber, unter welchen Bedingungen Familienunternehmen einen höheren Kontrollverlust akzeptieren und damit den Schutz des sozioemotionalen Vermögens gefährden. So könnten sich beispielsweise die finanzielle Situation des Unternehmens oder auch Erfahrungswerte mit Private Equity positiv auf die Höhe der verkauften Unternehmensanteile auswirken. Die zweite Forschungsfrage lautet deshalb:

2. *Wodurch wird der Verkauf von Unternehmensanteilen privatgehaltener Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen an Private-Equity-Gesellschaften beeinflusst?*

Während bestehende quantitative Studien zu Private Equity vorwiegend Interaktionen zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Portfoliounternehmen auf Unternehmensebene analysieren (z. B. Cressy, Munari & Malipiero, 2007; Cumming, Siegel & Wright, 2007; Davis et al., 2014; Gompers & Lerner, 2000), beschäftigt sich die dritte Forschungsfrage mit personenspezifischen Aspekten im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung. Die Analyse von personenbezogenen Sachverhalten im Kontext von Private-Equity-Finanzierungen ist insofern relevant, als dass Entscheidungen sowohl auf Seiten des Portfoliounternehmens als auch auf Seiten der Private-Equity-Gesellschaft durch Personen getroffen werden und damit möglichen Verzerrungen und menschlichem, irrationalen Verhalten unterliegen können. Achleitner et al. (2010) weisen beispielsweise im Rahmen ihrer Fallstudie

darauf hin, dass bei der Auswahl einer geeigneten Private-Equity-Gesellschaft neben finanziellen Auswahlkriterien auch personenbezogene Kriterien über eine Finanzierung entscheiden, wie beispielsweise das Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in.

Neben dem Vertrauen ist die wahrgenommene Kompetenz ein weiteres relevantes Auswahlkriterium, da eine Private-Equity-Finanzierung in der Regel eine Beratungsleistung durch die Private-Equity-Gesellschaft umfasst, die häufig auch als *Smart Money* bezeichnet wird (Kaplan & Schoar, 2005). Während bestehende Studien vorwiegend die notwendige Expertise der Geschäftsführer/innen des Portfoliounternehmens aus Sicht des Private-Equity-Managers untersuchen (Brubaker, Durrant & Kuehler, 2017; Gow, Kaplan, Larcker & Zakolyukina, 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004), beschäftigt sich die dritte Forschungsfrage mit Einflussgrößen auf die wahrgenommene Kompetenz des/der Private-Equity-Manager/in aus Perspektive der Geschäftsführer/innen.

Bestehende Entrepreneurial-Finance-Literatur zeigt, dass Investitionsentscheidungen aufgrund von wahrgenommenen Ähnlichkeiten verzerrt werden können (Franke, Gruber, Harhoff & Henkel, 2006). Darüber hinaus liefern Studien Erkenntnisse darüber, dass sich sowohl Geschäftsführer/innen in jungen als auch in alten Jahren häufig selbst überschätzen, was zu irrationalen Entscheidungen führt (Billett & Qian, 2008; Forbes, 2005; Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005, 2008; Taylor, 1975). Inwiefern wahrgenommene Ähnlichkeiten und das Alter der Geschäftsführer/innen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung die Kompetenzwahrnehmung des/der Private-Equity-Manager/in beeinflussen können, wurde bislang nicht untersucht. Da Auswahlentscheidungen der Portfoliounternehmen mitunter auf nichtfinanziellen Kriterien, wie der Kompetenz, beruhen, könnte das Aufdecken von möglichen Verzerrungen zu einem fundierten Verständnis und zur Verbesserung von Auswahlentscheidungen im Private-Equity-Kontext beitragen. Die dritte Forschungsfrage lautet deshalb:

3. *Inwiefern beeinflussen personenbezogene Kriterien die durch die Geschäftsführer/innen der Portfoliounternehmen wahrgenommene Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung?*

### **2.3 Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen**

Neben der Finanzierung von privatgehaltenen Unternehmen durch Private Equity beschäftigt sich die vorliegende Dissertation mit Akquisitionentscheidungen von Familienunternehmen.

Die Unternehmensakquisition als eine Form des anorganischen Wachstums ist eine Möglichkeit zur Sicherung der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen (Mitchell Lee & Mirvis, 2001). Aufgrund der im Vergleich zum organischen Wachstum hohen einmaligen Investitionssummen und starken Informationsasymmetrien zwischen den Inhabern der Käufer- und Verkäuferunternehmen sowie der Abhängigkeit von externer Expertise bei der Integration des akquirierten Unternehmens stellen Unternehmenskäufe jedoch ein hohes Risiko für Familienunternehmen hinsichtlich des Schutzes des sozioemotionalen Vermögens dar (Gomez-Mejia, Patel & Zellweger, 2015).

Die bestehende Literatur zu Akquisitionsentscheidungen in Familienunternehmen beschäftigt sich bisher vorwiegend mit der Diversifizierung von Familienunternehmen im Rahmen von Mergers & Acquisitions (M&A) (Gomez-Mejia et al., 2010; Gomez-Mejia et al., 2015; Miller, Breton-Miller & Lester, 2010). Die Ergebnisse in der Literatur sind jedoch widersprüchlich. Während Gomez-Mejia et al. (2015) zeigen, dass Familienunternehmen zum Schutz des sozioemotionalen Vermögens weniger diversifizieren als Nicht-Familienunternehmen, stellen Miller et al. (2010) ein erhöhtes Diversifizierungsaufkommen in Familienunternehmen als in Nicht-Familienunternehmen fest. Ursachen für die gegensätzlichen Ergebnisse können zum einen die isolierte Betrachtung eines Investitionskriteriums, zum anderen jedoch auch die fehlende Berücksichtigung der Heterogenität von Familienunternehmen sein.

Zur Reduktion widersprüchlicher Ergebnisse sowie zum Zwecke eines umfangreicheren und detaillierteren Verständnisses von Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen beschäftigt sich die vierte Forschungsfrage mit dem Einfluss unterschiedlicher Investitionskriterien auf die Investitionswahrscheinlichkeit von Familienunternehmen. Die vierte Forschungsfrage lautet daher:

*4. Wie beeinflussen unterschiedliche Investitionskriterien die Investitionsentscheidung von Familienunternehmen im Rahmen einer Unternehmensakquisition unter Berücksichtigung der Heterogenität von Familienunternehmen?*

## **2.4 Inhaltlicher Überblick der Studien**

Die Dissertation umfasst vier Studien, wobei sich die Studien in der genannten Reihenfolge mit der Beantwortung der in Kapitel 2 hergeleiteten Forschungsfragen beschäftigen. Während die ersten drei Studien das Verständnis über Private Equity in Familienunternehmen anhand eines fragebogenbasierten Datensatzes erweitern, offeriert die vierte Studie mittels

einer Conjoint-Analyse tiefgehende Einblicke in das Investitionsverhalten von Familienunternehmen im Rahmen einer Unternehmensakquisition. Alle Studien haben zum Ziel, die in Kapitel 2 identifizierten Forschungslücken zu schließen.

Einen Überblick über die Aufsätze gibt Tabelle A-1, die neben den zentralen Zielen und Forschungsbeiträgen der einzelnen Studien, Informationen über die theoretischen Fundierungen, die verwendeten Datensätze sowie über die methodischen Vorgehensweisen enthält.

Tabelle A-1: Charakteristika der Studien

	<b>Titel</b>	<b>Theoretische Fundierung</b>	<b>Forschungsziele</b>	<b>Forschungsbeiträge</b>	<b>Datensatz</b>	<b>Hauptvariablen</b>	<b>Methodik</b>
<b>1. Studie</b>	Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen	Socioemotional Wealth, Prinzipal-Agent-Theorie	Analyse von Gemeinsamkeiten und Unterschieden zwischen Private-Equity-finanzierten Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf unternehmensspezifische Kriterien (z. B. Finanzierungsanschluss, Verkauf von Unternehmensanteilen, Zusammensetzung des Beirats) und personenspezifische Kriterien (z. B. Konflikte, Vertrauensaspekte)	<ol style="list-style-type: none"> <li>Entmythisierung (1) des negativen Images von Private-Equity-Finanzierungen und (2) der Nutzung von Private Equity in privat gehaltenen Unternehmen.</li> <li>Herausstellen von Gemeinsamkeiten und Unterschieden bei privat gehaltenen Unternehmen im unternehmerischen und personenspezifischen Kontext.</li> </ol>	Zwischen 73 und 75 deutsche private-Equity-finanzierte Unternehmen (abhängig vom Untersuchungsgegenstand)	An Private-Equity-Gesellschaft verkaufte Unternehmensanteile, Finanzierungsanlass, Zusammensetzung des Beirats, Vertragsbausteine (Rückkaufoption, Vetorechte), Konfliktaufkommen, Vertrauen,	Deskriptive Analyse (z. B. T-Test Statistiken, Wilcoxon-Test Statistik)
<b>2. Studie</b>	Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control	Socioemotional Wealth, Prinzipal-Agent-Theorie	Analyse des Familieninflusses auf den Verkauf von Unternehmensanteilen an Private-Equity-Gesellschaften unter Berücksichtigung unterschiedlicher Finanzierungsanlässe und der Erfahrung der Geschäftsführer/innen mit Private Equity.	<ol style="list-style-type: none"> <li>Theoretisierung und Bestätigung der Relevanz von Unternehmenskontrolle zum Schutz des sozioemotionalen Vermögens in Familienunternehmen bei Private-Equity-Finanzierungen</li> <li>Aufzeigen der Heterogenität von Familienunternehmen unter Berücksichtigung des Finanzierungsanlasses, respektive des finanziellen und sozioemotionalen Vermögens.</li> <li>Theoretisierung und Bestätigung des Einflusses von Erfahrung mit Private Equity auf den Verkauf von Unternehmensanteilen.</li> </ol>	75 deutsche private-equity-finanzierte Unternehmen	Abhängige Variable: An Private-Equity-Gesellschaft verkaufte Unternehmensanteile  Unabhängige Variable: Familienunternehmen  Moderatoren: Finanzierungsanlässe (Wachstum, Krise, Gesellschaftswechsel/-konflikt), Erfahrung mit Private Equity	OLS-Regression, Tobit-Regression, Propensity-Score Matching  Interaktionseffekte
<b>3. Studie</b>	Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Manager/innen	Prinzipal-Agent-Theorie, Theorie der sozialen Identität, Selbstkategorisierungstheorie, Lerntheorie	Analyse der Geschäftsbeziehung zwischen Private-Equity-Manager/innen und Geschäftsführer/innen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung und Berücksichtigung des Einflusses von Ähnlichkeitsmerkmalen zwischen Geschäftsführer/innen und Private-Equity-Manager/innen sowie des Einflusses des Alters der Geschäftsführer/innen auf die durch Geschäftsführer/innen wahrgenommene Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen.	<p>Erste quantitative Studie, die Private Equity auf Personenebene untersucht:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Aufzeigen des Einflusses von Ähnlichkeiten zwischen Private-Equity-Manager/in und Geschäftsführer/in auf die Kompetenzwahrnehmung des/der Private-Equity-Managers/in.</li> <li>Erweiterung der Erkenntnisse über den Einfluss von Alter und Selbstüberschätzung auf die Kompetenzwahrnehmung einer Person.</li> <li>Vornahme eines Perspektivwechsels: Untersuchung von Einflussfaktoren der Kompetenzwahrnehmung der Private-Equity-Manager/innen</li> </ol>	75 deutsche private-equity-finanzierte Unternehmen	Abhängige Variable: Durch die Geschäftsführer/innen wahrgenommene Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen  Unabhängige Variablen: Ähnlichkeit i) Bildungsgrad ii) Branchenkenntnisse iii) Gleichaltrigkeit  Quadratischer Effekt: Alter der Geschäftsführer/innen	OLS-Regression  Quadratische Effekte

<p><b>4. Studie</b></p>	<p>Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions</p>	<p>Socioemotional Wealth</p>	<p>Analyse von Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen im Akquisitionskontext unter Berücksichtigung von fünf Investitionskriterien.</p>	<p>1. Entwicklung eines Studiendesigns mit dem die Relevanz von verschiedenen Investitionskriterien verglichen und analysiert werden kann. 2. Theoretisierung und Bestätigung der Heterogenität im Hinblick auf den Diversifizierungsgrad von Familienunternehmen und deren Einfluss auf die Relevanz von Investitionskriterien.</p>	<p>480 Investitionsentscheidungen von 32 Individuen in 29 deutschen Familienunternehmen</p>	<p>Abhängige Variable: Investitionswahrscheinlichkeit  Unabhängige Variable: Beteiligungshöhe Familienunternehmen Branchennähe Branchenwachstum Unternehmensprofitabilität  Moderator: Diversifizierungsgrad der Familienunternehmen</p>	<p>Conjoint Analyse  Hierarchisch-Lineare Modellierung, Multilevel-Mixed Effects Linear Regressions  Interaktionseffekte</p>
-------------------------	--	------------------------------	--	--	---	--	--

## 2.5 Formale Anmerkungen zu den Studien

Die den Hauptteil der Dissertation bildenden Studien sind separate Forschungsprojekte, die sich in unterschiedlichen Entwicklungsstadien befinden. Im Folgenden wird ein Überblick über den aktuellen Stand der einzelnen Studien gegeben.

Studie 1: Henn, Marisa; Lutz, Eva (2017): Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen, In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, angenommen.

Studie 2: Henn, Marisa; Lutz, Eva (2017): Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control, In: The Journal of Entrepreneurial Finance: Jg. 18, Nr. 2, S. 1-28.

Konferenzteilnahmen:

- Konferenz der deutschsprachigen Forschungszentren und Institute für Familienunternehmen 2015 (Präsentation im Rahmen des Doktorandenkolloquiums), Friedrichshafen, 2.3.2015
- 19. Interdisziplinäre Jahreskonferenz zu Entrepreneurship, Innovation und Mittelstand (G-Forum) (Präsentation im Rahmen des Doktorandenkolloquiums), Kassel, 7.10.2015
- Konferenz der deutschsprachigen Forschungszentren und Institute für Familienunternehmen 2016, Siegen, 8.3.2016
- 20. Interdisziplinäre Jahreskonferenz zu Entrepreneurship, Innovation und Mittelstand (G-Forum), Leipzig, 5.10.2016
- European Academy of Management 2017, Glasgow, UK, 21.6.2017

Auszeichnungen:

- Nominierung für den Best-Paper-Award in der Kategorie Family Business and Mittelstand Research Award auf dem G-Forum 2016, Leipzig

Studie 3: Henn, Marisa (2017): Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Manager/innen, eingereicht am 17.1.2018 bei Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung.

Studie 4: Henn, Marisa; Hueck, Julian; Hülsbeck, Marcel; Lutz, Eva (2017): Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions, eingereicht am 18.1.2018 bei Family Business Review.

Konferenzteilnahmen:

- Konferenz der deutschsprachigen Forschungszentren und Institute für Familienunternehmen 2017, 6.3.2017 (Plakatformat)
- 21. Interdisziplinäre Jahreskonferenz zu Entrepreneurship, Innovation und Mittelstand (G-Forum), Wuppertal, 6.10.2017

## **B. Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen<sup>13</sup>**

### **1. Einleitung**

Im Jahr 2004 entfachte Franz Müntefering, ein führender deutscher Sozialdemokrat, durch seine Kritik an Private-Equity-Gesellschaften eine öffentliche Debatte. Müntefering verglich Private-Equity-Gesellschaften mit Heuschrecken und stellte sie als brutal agierende und egoistische Geschäftspartner/innen dar, die durch Durchsetzung rücksichtsloser Maßnahmen zur Kostenreduktion in investierten Unternehmen ausschließlich die Erwirtschaftung einer hohen Rendite verfolgen würden (Müntefering, 2004).

In der Praxis beklagen in erster Linie Familienunternehmen ein durch die Private-Equity-Finanzierung entstehenden Kontrollverlust (Tappeiner et al., 2012). Dieser folgt aus dem Geschäftsmodell einer Private-Equity-Gesellschaft, das vorsieht, finanzielle Mittel durch den Kauf von Unternehmensanteilen zur Verfügung zu stellen (Oehler & Schalkowski, 2013). Insbesondere für Familienunternehmen ist jedoch der Erhalt von Kontrolle über unternehmerische Entscheidungen wichtig. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich Familienunternehmen in ihrer Zielsetzung grundlegend von Private-Equity-Gesellschaften unterscheiden. Familienunternehmen verfolgen neben finanziellen Zielen auch nichtfinanzielle Ziele, wie beispielsweise das Pflegen von langfristigen Geschäftsbeziehungen oder die starke Bindung zwischen Familienmitgliedern und dem Familienunternehmen (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Sie verfügen, im Gegensatz zu Nicht-Familienunternehmen, neben einem finanziellen Vermögen über ein stärkeres sozioemotionales Vermögen, das es durch die Wahrung von Unternehmenskontrolle zu schützen gilt (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007).

Deshalb scheint Private Equity für Familienunternehmen grundsätzlich weniger attraktiv zu sein als für Nicht-Familienunternehmen. In der Praxis zeigt sich jedoch, dass auch Familienunternehmen Private Equity als Finanzierungsinstrument nutzen.<sup>14</sup> Insbesondere der Erhalt von Managementunterstützung durch die Private-Equity-Gesellschaft und die damit verbundene Möglichkeit der Professionalisierung des Familienunternehmens kann dieses Finanzierungsinstrument für Familienunternehmen attraktiv werden lassen. Aufgrund der

---

<sup>13</sup> Autorinnen: Marisa Henn, Prof. Dr. Eva Lutz

<sup>14</sup> Vgl. hierzu die von Tappeiner et al. (2012) durchgeführte Studie zu Private-Equity-finanzierten Familienunternehmen.

aufgezeigten spezifischen Eigenschaften von Familienunternehmen ist jedoch von Unterschieden zwischen familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen in der Ausgestaltung einer Private-Equity-Finanzierung auszugehen.

Die vorliegende Studie hat das Ziel, Unterschiede einer Private-Equity-Finanzierung zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen aufzudecken und zu analysieren. Hierbei werden sowohl harte Faktoren, wie der Finanzierungsanlass einer Private-Equity-Finanzierung und der Einsatz von unterschiedlichen Kontrollinstrumenten durch die Private-Equity-Gesellschaft, als auch weiche Faktoren, wie das Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in und auftretende Konflikte zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Portfoliounternehmen, analysiert. Die Signifikanz der aufgezeigten Unterschiede wird mittels t-Tests und Wilcoxon-Rangsummen-Tests geprüft.

Untersucht werden insgesamt 75 Private-Equity-Finanzierungen von deutschen privat gehaltenen Unternehmen. Die Rücklaufquote der im Sommer 2015 durchgeführten fragebogenbasierten Studie liegt bei 14,7 %.

Die Studie hat drei zentrale Ergebnisse. Erstens wird Private Equity sowohl bei Familienunternehmen als auch bei Nicht-Familienunternehmen in Deutschland häufig als Wachstumsfinanzierung eingesetzt, wohingegen es in der öffentlichen Wahrnehmung oft mit Restrukturierungsfinanzierungen gleichgesetzt wird. Zweitens hat der Erhalt von Kontrolle in Familienunternehmen über unternehmerische Entscheidungen einen höheren Stellenwert als bei Nicht-Familienunternehmen, weil sie weniger Unternehmensanteile an die Private-Equity-Gesellschaft übertragen und häufiger eine Rückkaufoption als Nicht-Familienunternehmen vereinbaren. Drittens laufen knapp die Hälfte aller untersuchten Private-Equity-Finanzierungen konfliktfrei ab und sowohl Familienunternehmen als auch Nicht-Familienunternehmen haben ein moderates bis hohes Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in.

Die Studie erweitert den finanzwirtschaftlichen Forschungsstrang und die Forschung zu Familienunternehmen in dreierlei Hinsicht. Erstens wird, entgegen der öffentlichen Wahrnehmung, Private Equity in Deutschland nicht hauptsächlich als Restrukturierungsfinanzierung eingesetzt, sondern zu Wachstumszwecken. Ursache für den hohen Anteil an Wachstumsfinanzierungen ist möglicherweise der in Deutschland erschwerte Zugang zu öffentlichen Eigenkapitalmärkten verglichen mit den USA (Pagano, Panetta & Zingales, 1996). Zweitens entkräften die beiden letzten Ergebnisse die in der Vergangenheit oftmals

negative Darstellung von Private Equity und zeigen, dass Private-Equity-Manager/innen die Interessen anderer Shareholder und Stakeholder bei Entscheidungsfindungen berücksichtigen. Die Studie impliziert, dass Unternehmen bei einer Private-Equity-Finanzierung zwar einen Kontrollverlust zu akzeptieren haben, dieser jedoch von der Private-Equity-Gesellschaft nicht stark ausgenutzt wird. Drittens erweitert die Studie die Forschungsarbeit zu Familienunternehmen, indem gezeigt wird, dass Familienunternehmen zwar weniger Kontrolle an Private-Equity-Gesellschaften abgeben, jedoch das Verhältnis zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Familienunternehmen sich trotz unterschiedlicher Ziel- und Wertvorstellungen nicht von dem Verhältnis zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Nicht-Familienunternehmen unterscheidet.

## **2. Relevanz von Unternehmenskontrolle und Vertrauen für Familienunternehmen in Private-Equity-Finanzierungen**

Der Erhalt von Kontrolle über relevante strategische Entscheidungen in Portfoliounternehmen ist wichtig, damit Private-Equity-Gesellschaften ihr übergeordnetes finanzielles Ziel, dem Erwirtschaften einer hohen Rendite beim späteren Verkauf der Unternehmensanteile des Portfoliounternehmens, erreichen (Bassen, Schiereck & Wegner, 2007; Dawson, 2011; Oehler & Schalkowski, 2013). Nach der Prinzipal-Agent-Theorie, erstmals eingeführt durch Jensen & Meckling (1976), sind Private-Equity-Gesellschaften beim Eingehen eines Private-Equity-Investments mit Prinzipalproblemen konfrontiert. Insbesondere durch die spezifischen Charakteristika von privatgehaltenen kleinen Unternehmen, wie zum Beispiel deren eingeschränkte Weitergabe von Informationen an die Öffentlichkeit und der damit verbundenen Möglichkeit des Geheimhaltens von relevanten Unternehmensinformationen (Cole, Goldberg & White, 2004), entstehen hohe Informationsasymmetrien zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Portfoliounternehmen. Die vertragliche Fixierung von Kontrollrechten für Private-Equity-Gesellschaften ist wichtig, um Informationsasymmetrien während des Investments zu reduzieren. Sie befähigen Private-Equity-Gesellschaften, bei zentralen unternehmerischen Entscheidungen, die den zukünftigen wirtschaftlichen Erfolg der Portfoliounternehmen entscheidend beeinflussen können, mitzuwirken.

Im Gegenzug sind die bisherigen Gesellschafter/innen eines Portfoliounternehmens beim Eingehen einer Private-Equity-Finanzierung mit einem Kontrollverlust konfrontiert, der je nach vertraglicher Ausgestaltung der Private-Equity-Finanzierung mehr oder weniger stark

ausfällt. Insbesondere für Familienunternehmen ist ein Kontrollverlust über unternehmerische Entscheidungen von großer Bedeutung, da die Zielsetzung eines Familienunternehmens mit der Zielsetzung einer Private-Equity-Gesellschaft teilweise divergiert. Im Gegensatz zu Nicht-Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaften verfolgen Familienunternehmen neben finanziellen Zielen auch nichtfinanzielle Ziele (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Olson et al., 2003; Sharma, 2004; Stafford, Duncan, Dane & Winter, 1999). Die besonderen Charakteristika von Familienunternehmen werden in dem Konzept des Socioemotional Wealth, erstmals eingeführt durch Gomez-Mejia et al. (2007), zusammengefasst. Die Dimensionen des sozioemotionalen Vermögens in einem Familienunternehmen umfassen die Kontrolle und den Einfluss der Familie über das Unternehmen, die enge emotionale Bindung zwischen der Familie und dem Unternehmen, die Identifikation mit dem Unternehmen, die starke Bindung zwischen Familienmitgliedern und ihren Geschäftspartnern sowie zwischen Familienmitgliedern untereinander und die Weitergabe des Unternehmens an die nächste Generation (Berrone et al., 2012; Zellweger, Kellermanns, Chrisman & Chua, 2012). Insbesondere die erste Dimension, der Erhalt und die Erweiterung von Kontrolle durch die Familie, ist besonders wichtig, um das nichtfinanzielle Vermögen im Familienunternehmen zu schützen und zu erweitern (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Zellweger et al., 2012).

Obwohl die Wahrung von Kontrolle für Familienunternehmen eine wichtige Rolle spielt und die Finanzierung über Private Equity einen Kontrollverlust impliziert, wird Private Equity auch von Familienunternehmen bezogen (Tappeiner et al., 2012). Dies zeigt, dass Entscheidungen bei Familienunternehmen nicht ausschließlich unter Berücksichtigung des Kontrollaspekts getroffen werden, sondern, dass eine Abwägung der Vor- und Nachteile von Private Equity im Hinblick auf die langfristige Veränderung der Vermögenssituation im Unternehmen stattfindet. Dadurch dass das Verfolgen von nichtfinanziellen Zielen in Familienunternehmen eine übergeordnete Rolle spielt, erfolgt die Entscheidung unter Abwägung der potenziellen Zuwächse und Verluste des sozioemotionalen Vermögens (Gomez-Mejia et al., 2014). Das Eingehen einer Private-Equity-Finanzierung bedeutet zwar einen Kontrollverlust, welcher jedoch nicht zwingend das nichtfinanzielle Vermögen langfristig schädigen muss. So kann beispielsweise durch die Vereinbarung einer Rückkaufoption in einer Private-Equity-Finanzierung, bei der die Altgesellschafter des Unternehmens ein Vorkaufsrecht über die Anteile der Private-Equity-Gesellschaft erhalten (Fenn, Liang & Prowse, 1997), die familieninterne Nachfolge oder die engen sozialen Bindungen zu Lieferanten und Kunden durch die Private-Equity-Finanzierung geschützt und

ggf. durch die Professionalisierung des Familienunternehmens nachhaltig vergrößert werden. Das Abwägen von Vor- und Nachteilen entfällt, wenn sich Familienunternehmen in einer Situation befinden, in der eine Finanzierung dringend notwendig ist, um beispielsweise eine Unternehmensinsolvenz abzuwenden. So können Familienunternehmer/innen bei einer Unternehmensinsolvenz ihr gesamtes Vermögen verlieren, was eine Private-Equity-Finanzierung trotz des möglichen Kontrollverlusts attraktiv werden lässt.

Gomez-Mejia et al. (2010) und Westhead & Howorth (2007) weisen zudem darauf hin, dass die Relevanz von nichtfinanziellen und finanziellen Zielen in einem Familienunternehmen situationsabhängig ist. Familienunternehmen unterscheiden sich deshalb innerhalb ihrer Gruppe und bilden keinen monolithischen Block. Weiterführende Studien bestätigen die Heterogenität in Familienunternehmen und erklären Unterschiede durch die unterschiedliche Priorisierung der Dimensionen des sozioemotionalen Vermögens und der Stärke des sozioemotionalen Vermögens innerhalb eines Familienunternehmens (Barnett et al., 2012; Cennamo, Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012; García-Álvarez & López-Sintas, 2001).

In Bezug auf Private-Equity-Finanzierungen kann die Heterogenität von Familienunternehmen Auswirkungen auf die Bereitschaft zur Kontrollabgabe, aber auch im Hinblick auf die Verwendung von Private Equity haben. Familienunternehmen, die ein niedrigeres sozioemotionales Vermögen vorweisen oder aber sich in einer finanziell angespannten Situation befinden, werden eine relativ hohe Bereitschaft zur Abgabe von Unternehmenskontrolle vorweisen. Hingegen werden Familienunternehmen, die ein hohes sozioemotionales Vermögen in ihrem Unternehmen gebunden haben, dieses durch ihre Kontrollmacht besonders zu schützen versuchen.<sup>15</sup>

In einer Private-Equity-Finanzierung sind neben dem Kontrollaspekt soziale Komponenten wie Vertrauen wichtig, um Informationsasymmetrien zwischen Portfoliounternehmen und Private-Equity-Gesellschaften zu reduzieren. Sowohl die Bereitschaft zur Abgabe von Unternehmenskontrolle als auch das Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in sind für Familienunternehmen wichtige Komponenten in einer Private-Equity-Finanzierung, was die Untersuchung besonders interessant macht.

---

<sup>15</sup> Vgl. Dimension F des FIBER-Modells (Berrone et al., 2012).

### **3. Beschreibung des untersuchten Datensatzes**

Der Datensatz basiert auf einer fragebogenbasierten Studie, die im Sommer 2015 in Deutschland durchgeführt wurde und beinhaltet ausschließlich deutsche, privatgehaltene Unternehmen, die Private Equity erhalten haben. Unternehmen, die im Finanzbereich tätig sind, wurden von der Befragung ausgeschlossen. 614 Unternehmen konnten durch die Nutzung der AMADEUS Datenbank identifiziert werden, die die vorstehenden Kriterien erfüllten. Auf dem Postweg wurden der/die Geschäftsführer/in des Unternehmens kontaktiert, bei Unternehmen mit mehreren Geschäftsführer/innen wurde der Fragebogen an den Vorsitzenden der Geschäftsführung adressiert. Geschäftsführer/innen wurden als Adressaten ausgewählt, da diese wichtige strategische und finanzielle Entscheidungen im Unternehmen treffen und auch das größte Wissen über die Private-Equity-Finanzierung und dessen vertragliche Ausgestaltung haben sollten.

Insgesamt wurden 90 Fragebögen zurückgeschickt, was eine Rücklaufquote von 14,7 % ergibt. Aufgrund von einer Vielzahl an fehlenden Daten und der Tatsache, dass einige angeschriebene Unternehmen, entgegen den Angaben in der AMADEUS Datenbank, nie Private-Equity-finanziert waren, wurden insgesamt 75 Unternehmen in die Analyse aufgenommen.

Als Familienunternehmen wurden in Anlehnung an die Definition von Stockmans, Lybaert & Voordeckers (2010) diejenigen Unternehmen klassifiziert, bei denen eine Familie vor Erhalt der Private-Equity-Finanzierung mehr als 50 % der Unternehmensanteile gehalten hat. Tabelle B-1 gibt einen Überblick über den Datensatz und beschreibt diesen im Hinblick auf die Branchenverteilung, die Verteilung der Unternehmen innerhalb Deutschlands, die Unternehmensgröße und dem Unternehmensalter der untersuchten Unternehmen.

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

Tabelle B-1: Übersicht Datenstruktur

		(1) Datensatz		(2) Familienunternehmen		(3) Nicht-Familienunternehmen	
		<i>absolut</i>	<i>in %</i>	<i>absolut</i>	<i>in %</i>	<i>absolut</i>	<i>in %</i>
Anzahl Unternehmen		75	100 %	19	25 %	56	75 %
Branche	Dienstleistung	25	33 %	4	21 %	21	37 %
	Industrie	50	67 %	15	79 %	35	63 %
Größe	klein	13	17 %	3	16 %	10	18 %
	mittel	15	20 %	6	31 %	9	16 %
	groß	47	63 %	10	53 %	37	66 %
Unternehmensalter		Mittelwert		Mittelwert		Mittelwert	
		50,39		65,05		45,41	

Während Spalte 1 den gesamten Datensatz beschreibt, werden in Spalte 2 die Teilstichprobe der Familienunternehmen und in Spalte 3 die der Nicht-Familienunternehmen analysiert. Insgesamt umfasst der Datensatz 75 Unternehmen, wovon 19 Unternehmen (25 %) zu der Teilstichprobe der Familienunternehmen und 56 Unternehmen (75 %) zu der Teilstichprobe der Nicht-Familienunternehmen zuzuordnen sind. Zweidrittel der Unternehmen des gesamten Datensatzes sind im Industriesektor tätig, ein Drittel der Unternehmen hingegen im Dienstleistungssektor. Die Verteilung spiegelt sich sowohl bei der isolierten Betrachtung von Familienunternehmen (79 % Industriesektor, 21 % Dienstleistungssektor) als auch bei der Subgruppe der Nicht-Familienunternehmen (63 % Industriesektor, 37 % Dienstleistungssektor) wider. Der vorliegende Datensatz entspricht damit Datensätzen anderer Studien, die zeigen, dass Private-Equity-Gesellschaften vornehmlich in Unternehmen investieren, die dem industriellen Sektor zugehörig sind (Roberts, 2015; Roberts & Naydenora, 2016). Der industrielle Sektor ist für Private-Equity-Gesellschaften besonders attraktiv, da sich Unternehmen im Vergleich zu dem personalintensiven Dienstleistungssektor leichter skalieren lassen und damit eine höhere Renditesteigerung bis zum Ende des Investments erreicht werden kann.

Die Differenzierung der Unternehmensgröße in kleine, mittelgroße und große Unternehmen wurde in Anlehnung an die Skalen des Handelsgesetzbuchs (HGB) vorgenommen. Das HGB nutzt als Maßstab zur Größenklassifizierung die Mitarbeiterzahl, die Bilanzsumme und den Umsatz eines Unternehmens. Für die Einteilung in die Größenklassen klein, mittelgroß und groß hat die Studie die Skalen des HGBs zum Klassifizierungsmerkmal Bilanzsumme der teilnehmenden Unternehmen verwendet. Große Unternehmen sind demnach diejenigen Unternehmen, die eine Bilanzsumme größer als 19.250 TEUR für das

Geschäftsjahr 2014 angegeben haben. Während kleine Unternehmen eine Bilanzsumme kleiner gleich 4.840 TEUR im Geschäftsjahr 2014 angegeben haben, bewegen sich mittelgroße Unternehmen zwischen 4.841 TEUR und 19.250 TEUR. Vorwiegend große Familien- (53 %) und Nicht-Familienunternehmen (66 %) haben an der Studie teilgenommen. Große Unternehmen sind deshalb für Private-Equity-Gesellschaften attraktiv, weil sie in der Regel einen hohen Professionalisierungsgrad und eine ausgereifte Unternehmensstruktur vorweisen, durch die sich strategische Entscheidungen effizient umsetzen lassen. Der Mittelwert des Unternehmensalters liegt für Familienunternehmen bei 65,05 und für Nicht-Familienunternehmen bei 45,41 Jahren. Private-Equity-Gesellschaften investieren größtenteils in etablierte Unternehmen (Tappeiner et al., 2012), was den Ergebnissen des Datensatzes entspricht.

Inwiefern das nichtfinanzielle Vermögen bei den untersuchten Familienunternehmen, die Teile ihres Unternehmens an Private-Equity-Gesellschaften verkauft haben, tatsächlich stärker ist als bei Nicht-Familienunternehmen, ist aufgrund der Bereitschaft zum Verkauf von Unternehmensanteilen diskussionswürdig. So ist davon auszugehen, dass bei einem Familienunternehmen, bei dem Anteile an eine externe Beteiligungsgesellschaft veräußert werden, das sozioemotionale Vermögen schwächer ausgeprägt ist als bei anderen Familienunternehmen. Es könnte sein, dass bei der Untergruppe von Familienunternehmen, die Unternehmensanteile verkaufen, keine signifikanten Unterschiede im Vergleich zu Nicht-Familienunternehmen bestehen. Es wurde daher zunächst das nichtfinanzielle Vermögen der teilnehmenden Unternehmen miteinander verglichen. Dazu wurden die von Berrone et al. (2012) konzipierten FIBER-Dimensionen zur Messung des sozioemotionalem Vermögens abgefragt und ausgewertet. Aufgrund des begrenzten Umfangs eines Fragebogens wurde zu jeder der insgesamt fünf Dimension (F-Family control and influence, I-Identification of family member with the firm, B-Binding social ties, E-Emotional attachment of family members, R-Renewal of family bonds through dynastic succession) nur eine Frage im Rahmen der durchgeführten Fragebogenerhebung gestellt. Da sowohl Familienunternehmen als auch Nicht-Familienunternehmen befragt wurden, sind diejenigen Fragen ausgewählt worden, die grundsätzlich für beide Unternehmensgruppen zutreffend sind (z. B.

Dimension E: Emotionen und Gefühle haben oft Auswirkungen auf den Entscheidungsprozess.<sup>16</sup> Nach Aggregation der Ergebnisse wurden t-Tests zur Prüfung von Mittelwertunterschieden und Wilcoxon-Rangsummen-Tests durchgeführt, um eine erste Tendenz über Unterschiede im Bereich des sozioemotionalen Vermögens zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen festzustellen.

Tabelle B-2: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der FIBER-Dimensionen

Variable	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
FIBER	18	3,6	3,7	56	3,175	3,2	74	3,278	3,2	-3,1507**	-2,865**

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

Die Ergebnisse in Tabelle B-2 zeigen, dass auch in der Stichprobe von Unternehmen, die Anteile an Private-Equity-Gesellschaften veräußern, Familienunternehmen ein stärkeres sozioemotionales Vermögen aufweisen als Nicht-Familienunternehmen. Der t-Wert (z-Wert) liegt bei -3,1507 (-2,865) und ist auf dem 1 %-Niveau signifikant. Die Ergebnisse bestätigen zwar, dass familiengeführte Unternehmen ein größeres nichtfinanzielles Vermögen besitzen als nichtfamiliengeführte Unternehmen, sind jedoch aufgrund der beschränkten Anzahl an genutzten Items pro Dimension vornehmlich als indikativ anzusehen.

## 4. Ergebnisse

### 4.1 Finanzierungsanlässe für Private Equity

Die Gründe für eine Private-Equity-Finanzierung sind vielfältig. Neben unternehmerischen Gründen, wie beispielsweise der Bewältigung einer Unternehmenskrise oder der Realisierung einer Wachstumsstrategie, können auch persönliche Gründe der Gesellschafter/innen, z. B. ein Konflikt zwischen Gesellschafter/innen oder das Verlassen des Unternehmens eines/einer Gesellschafter/in und der damit verbundene Verkauf von Unternehmensanteilen ausschlaggebend für eine Private-Equity-Finanzierung sein (Tappeiner et al., 2012). Abbildung B-1 beinhaltet die Finanzierungsgründe und deren prozentuale Verteilung in Familienunternehmen, Nicht-Familienunternehmen und dem gesamten Datensatz.

<sup>16</sup> In Anhang 2 befindet sich der Fragebogen, der im vierten Teil alle gestellten Fragen zum FIBER-Konstrukt enthält.

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

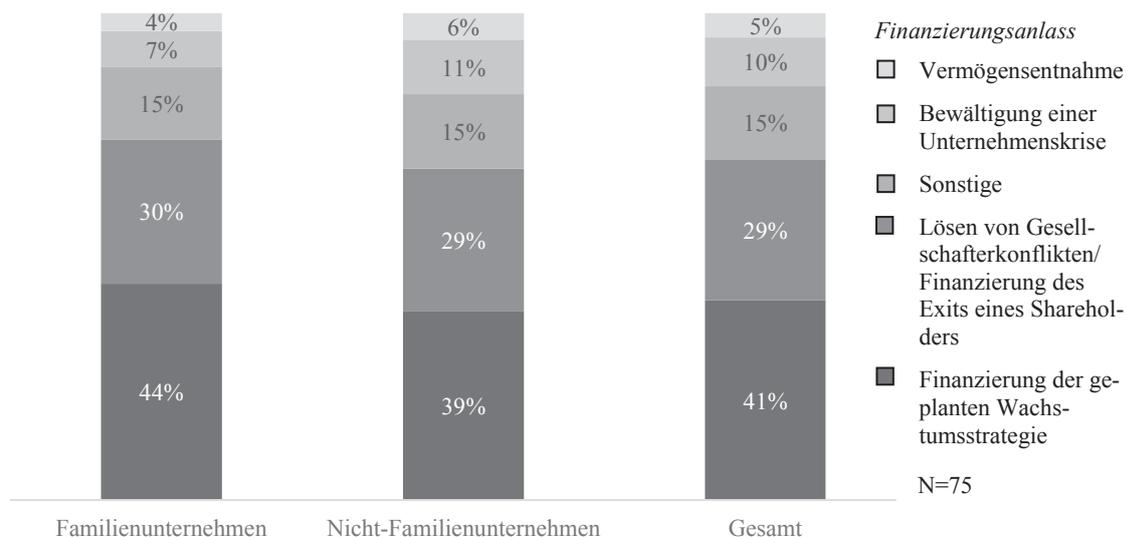


Abbildung B-1: Finanzierungsanlässe für die Nutzung von Private Equity

Bemerkenswert ist der hohe Anteil an Wachstumsfinanzierungen, der für Familienunternehmen bei 44 % und für Nicht-Familienunternehmen bei 39 % liegt. In der öffentlichen Wahrnehmung wird Private Equity häufig mit einer Restrukturierungsfinanzierung gleichgesetzt, jedoch zeigt der vorliegende Datensatz, dass deutsche Unternehmen Private Equity vorwiegend als Wachstumsfinanzierung nutzen. Lediglich 15 % der Unternehmen geben an, Private Equity aus Restrukturierungsgründen einzusetzen. Grund hierfür kann der erschwerte Zugang zu öffentlichen Eigenkapitalmärkten in Deutschland im Vergleich zu den USA sein (Pagano et al., 1996). Deutsche Unternehmen sind auf andere Finanzierungsinstrumente angewiesen, um Wachstum zu generieren. Bedingt durch die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise und den damit verbundenen restriktiveren Richtlinien zur Kreditvergabe, ist die Finanzierung über Bankkredite insbesondere für bonitätsschwache Unternehmen schwieriger geworden.<sup>17</sup>

Als zweithäufigstes nutzen 30 % der Familienunternehmen und 29 % der Nicht-Familienunternehmen Private Equity, um Gesellschafterkonflikte zu lösen oder den Austritt eines/einer Gesellschafter/in zu finanzieren. Gesellschafterkonflikte können den Fortbestand des Unternehmens gefährden, da wichtige strategische Entscheidungen durch die streitenden Parteien blockiert werden könnten. Der Exit eines/einer Gesellschafter/in muss jedoch nicht zwingend auf einem Konflikt beruhen, sondern kann auch aus Altersgründen

<sup>17</sup> Vgl. zu der vermehrten Nutzung von Private Equity als Wachstumsfinanzierung in weniger reifen Märkten (Lutz & Achleitner, 2009).

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

erfolgen. Insbesondere in den letzten Jahren ist es für Familienunternehmen immer schwieriger geworden eine/n interne/n Nachfolger/in aus dem Familienkreis zu finden (Schlömer & Kay, 2008). In beiden Szenarien ist der Verkauf von Unternehmensanteilen an Private-Equity-Gesellschaften attraktiv, da Unternehmen nicht nur auf finanzielle Unterstützung sondern auch auf Managementenerfahrung der Private-Equity-Gesellschaft zurückgreifen können (Tappeiner et al., 2012), die sowohl beim Lösen von Konflikten als auch bei der Unternehmensnachfolge genutzt werden kann. Private Equity scheint, trotz der Akzeptanz eines Kontrollverlusts durch die Altgesellschafter/innen und den damit verbundenen hohen Informationsasymmetrien, die präferierte Finanzierungswahl zu sein. Denn sowohl ein Konflikt als auch der Exit eines/einer Gesellschafter/in können in einer Unternehmensinsolvenz resultieren, was bei einem Familienunternehmen nicht nur den Verlust des finanziellen sondern auch des nichtfinanziellen Vermögens bedeuten würde.

Tabelle B-3 beinhaltet neben der deskriptiven Statistik die Resultate der durchgeführten t-Tests und Wilcoxon-Rangsummen-Tests.

Tabelle B-3: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des Finanzierungsanlasses

Dummy-Variablen	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Wachstum	19	0,5	0,5	56	0,533	1	75	0,632	1	-0,9866	-0,987
Konflikte/Exit SH	19	0,375	0	56	0,387	0	75	0,421	0	-0,3517	-0,354
Unternehmenskrise	19	0,143	0	56	0,133	0	75	0,105	0	0,4114	0,414
Vermögensentnahme	19	0,071	0	56	0,067	0	75	0,053	0	0,2802	0,282
Sonstige	19	0,196	0	56	0,403	0	75	0,211	0	-0,1310	-0,132

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

Die Ergebnisse der t-Tests und des Wilcoxon-Rangsummen-Tests zeigen, dass keine signifikanten Unterschiede in der Verwendung von Private Equity zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen existieren. Die beidseitig hohen Informationsasymmetrien zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Portfoliounternehmen und die besondere Wertschätzung von Kontrolle in Familienunternehmen würde vermuten lassen, dass Familienunternehmen mit hohem sozioemotionalem Vermögen Private Equity vorwiegend

dann beziehen, wenn sie auf eine Finanzierung zwingend angewiesen sind und keine alternative Finanzierung verfügbar ist.<sup>18</sup> Im Gegensatz zu einer Unternehmenskrise oder zu bestehenden Gesellschafterkonflikten, lässt das Streben nach Wachstum keine unmittelbare Gefahr für den kurzfristigen Verlust des Unternehmens und des damit verbundenen Familienvermögens erkennen. Die Ergebnisse implizieren deshalb, dass Private Equity weniger gefährdend für das finanzielle und nichtfinanzielle Vermögen des Familienunternehmens zu sein scheint, als die grundsätzliche Entscheidung sich nicht finanzieren zu lassen und damit kein Wachstum zu generieren.

Die unerwartet hohe Nutzung von Private Equity zur Realisierung von Wachstumsstrategien bei Familienunternehmen kann zudem auf die Heterogenität von Familienunternehmen zurückzuführen sein (Chua et al., 2012). Familienunternehmen mit einem geringeren sozioemotionalen Vermögen werden Private Equity als Wachstumsfinanzierung nicht scheuen, hingegen Familienunternehmen mit hohen sozioemotionalen Vermögenswerten Private Equity als zuletzt präferiertes Finanzierungsinstrument ansehen werden. Poutziouris (2000) unterteilt zudem Familienunternehmen in vier generische Gruppen (*Traditionalists*, *Open-Growth-Stars*, *Strugglers*, *Exiters*). Die Gruppe der *Open-Growth-Stars* beschreibt diejenigen Familienunternehmen, die gezielt Wachstumsstrategien verfolgen und für externe Finanzierungen offen sind (Poutziouris, 2001). Sie sind im Gegensatz zur Gruppe der *Traditionalists* bedeutend risikofreudiger und zeigen Bereitschaft, risikoreichere Finanzierungsinstrumente zu nutzen, um Wachstum zu generieren (Poutziouris, 2001). Kontrolle spielt hierbei eine weniger wichtige Rolle als bei der Gruppe der *Traditionalists*. Poutziouris (2001) geht deshalb davon aus, dass extrovertierte Familienunternehmer/innen der Gruppe *Open-Growth-Stars* vermehrt Private Equity beziehen, um Wachstum zu generieren. Auch er bestätigt in seiner Untersuchung, dass keine Unterschiede im Hinblick auf die Finanzierung von Wachstum durch Private Equity zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen existieren (Poutziouris, 2001). Im Folgenden wird analysiert, ob Unterschiede in der Ausgestaltung der Private-Equity-Finanzierung im Hinblick auf den akzeptierten Umfang des Kontrollverlusts über unternehmerische Entscheidungen zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen bestehen.

---

<sup>18</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen zur Pecking Order von Finanzierungsinstrumenten eines Unternehmens von Myers (1984); Myers & Majluf (1984).

## **4.2 Kontrolle in Private-Equity-Finanzierungen**

### **4.2.1 Minderheitsbeteiligung vs. Mehrheitsbeteiligung**

Die Verteilung von Unternehmensanteilen zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Portfoliounternehmen reflektiert die Entscheidungsbefugnisse beider Parteien im Unternehmen. Während bei Mehrheitsbeteiligungen Private-Equity-Gesellschaften über 50 % der Unternehmensanteile erwerben und damit grundsätzlich die alleinige Entscheidungsbefugnis über wichtige strategische Entscheidungen erhalten, kaufen Private-Equity-Gesellschaften beim Eingang einer Minderheitsbeteiligung weniger als 50 % der Unternehmensanteile und erhalten damit geringere Mitspracherechte bei zentralen Unternehmensentscheidungen (Tappeiner et al., 2012).

Gesellschafterstatuten der Portfoliounternehmen beinhalten zudem häufig eine Regelung zur Sperrminorität, um die Interessen von Minderheitsgesellschafter/innen zu berücksichtigen. So wird bei besonders relevanten Gesellschafterbeschlüssen nicht eine Mehrheit von über 50 % benötigt, sondern eine Mehrheit von über 75 % (Qualitative Mehrheit in der Gesellschafterversammlung).<sup>19</sup> Private-Equity-Gesellschaften, die in Portfoliounternehmen mit derartigen Gesellschaftervereinbarungen investieren, erhalten mit dem Kauf von über 25% der Unternehmensanteile die Möglichkeit, wichtige strategische Entscheidungen in Gesellschafterversammlungen blockieren zu können.

Abbildung B-2 beinhaltet die Unterschiede zwischen familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen im Hinblick auf die prozentuale Verteilung von Minderheitsbeteiligungen ohne Sperrminorität, Minderheitsbeteiligungen mit Sperrminorität und Mehrheitsbeteiligungen der Private-Equity-Gesellschaften.

---

<sup>19</sup> Vgl. die Ausführungen von Achleitner, Schraml & Tappeiner (2008) zur qualitativen Mehrheit in der Gesellschafterversammlung.

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

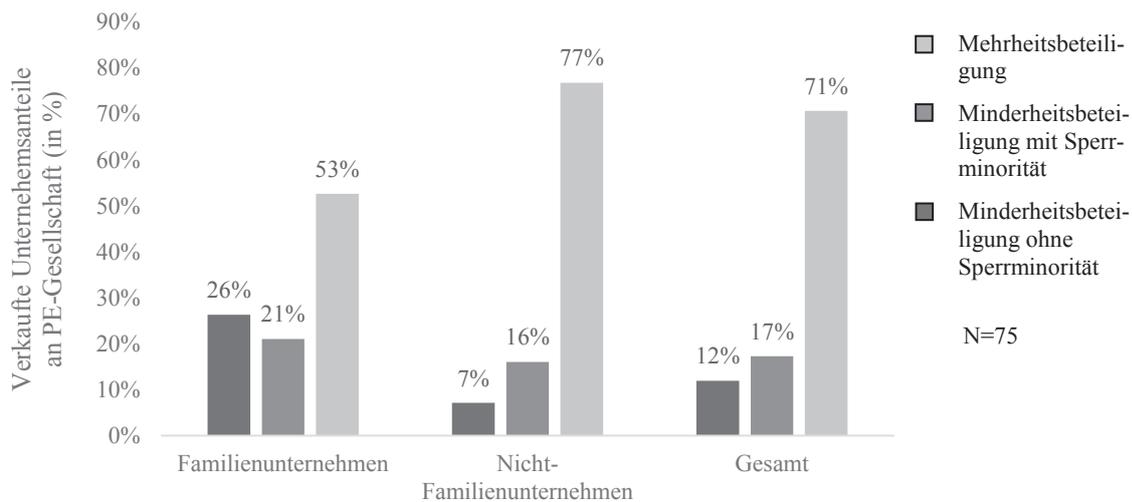


Abbildung B-2: Verteilung von Minderheits- und Mehrbeteiligungen bei Private-Equity-Finanzierungen  
71 % der untersuchten Unternehmen des gesamten Datensatzes sind durch Mehrheitsbeteiligungen finanziert, was zeigt, dass Private-Equity-Gesellschaften Mehrheitsbeteiligungen an privat gehaltenen Unternehmen favorisieren, um eigene Interessen durchsetzen zu können.

Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen sind aus Abbildung B-2 ableitbar. Während sich Private-Equity-Gesellschaften bei 77 % der untersuchten Nicht-Familienunternehmen mehrheitlich beteiligen, sind nur 53% der untersuchten Familienunternehmen durch Mehrheitsbeteiligungen der Private-Equity-Gesellschaft finanziert. Außerdem verkaufen 26 % der untersuchten Familienunternehmen weniger als 25 % der Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften, hingegen übertragen nur 7 % der untersuchten Nicht-Familienunternehmen weniger als 25 % der Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften. In Tabelle B-4 werden neben einer deskriptiven Statistik auch die Ergebnisse des t-Tests und des Wilcoxon-Rangsummen-Tests präsentiert, um die Signifikanz der in Abbildung B-2 dargestellten Unterschiede zu analysieren.

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

Tabelle B-4: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der verkauften Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften

Variable	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
verkaufte Unternehmensanteile (in %)	19	53,895	60	56	75,589	82,5	75	70,09	80	2,976**	2,728**
Dummy Minderheitsbeteiligung ohne Sperrminorität	19	0,263	0	56	0,071	0	75	0,12	0	-2,268*	-2,207*
Dummy Minderheitsbeteiligung mit Sperrminorität	19	0,211	0	56	0,161	0	75	0,173	0	-0,49	-0,492
Dummy Mehrheitsbeteiligung	19	0,526	0	56	0,768	1	75	0,707	1	2,026*	1,985*

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

Die Ergebnisse implizieren Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Bereitschaft, Kontrolle in Form von Unternehmensanteilen über wichtige strategische Entscheidungen im Unternehmen abzugeben. Während die erste Zeile das Signifikanz-Niveau der Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf die verkauften Unternehmensanteile analysiert, berufen sich die weiteren t-Tests und Wilcoxon-Rangsummen-Tests auf Dummy-Variablen, die auf Basis der verkauften Unternehmensanteile gebildet wurden.

Der erste t-Test sowie der erste Wilcoxon-Rangsummen-Test der Tabelle B-4 bestätigt auf dem 1 %-Niveau, dass Familienunternehmen weniger Unternehmensanteile verkaufen als Nicht-Familienunternehmen. Zudem wird auf dem 5 %-Signifikanz-Niveau bestätigt, dass Familienunternehmen häufiger als Nicht-Familienunternehmen Minderheitsbeteiligungen nutzen und diese häufiger als Nicht-Familienunternehmen ohne die Möglichkeit der Nutzung einer Sperrminorität durch Private-Equity-Gesellschaften ausgestalten. Umgekehrt gehen Familienunternehmen seltener eine Mehrheitsbeteiligung ein. Auch dieser Unterschied ist auf dem 5 %-Niveau signifikant.

Gründe für die unterschiedliche Ausgestaltung der Private-Equity-Investments bei Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen liegen in den spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaften. So unterschieden sich

Familienunternehmen insbesondere im Bereich der Identifikation mit dem Unternehmen entscheidend von Nicht-Familienunternehmen (Berrone et al., 2010; Dyer & Whetten, 2006). Durch die enge Verknüpfung von Familie und Unternehmen übertragen externe und interne Stakeholder häufig das Unternehmensimage auf die Familie (Berrone et al., 2012). Ein gutes Unternehmensimage bei internen und externen Stakeholdern ist daher für Familienunternehmen sehr wichtig, um den guten Ruf der Familie zu wahren und das nichtfinanzielle Vermögen zu schützen. Durch das Eingehen einer Private-Equity-Finanzierung erhalten Private-Equity-Gesellschaften in Abhängigkeit der gekauften Unternehmensanteile eine Vielzahl von Mitspracherechten, die Veränderungen im Familienunternehmen zur Folge haben. Diese können sich negativ auf das Unternehmensimage auswirken, wenn beispielsweise bekannt wird, dass Umstrukturierungsmaßnahmen im Familienunternehmen zu Mitarbeiterentlassungen führen.

Insbesondere die Mitarbeiterbeziehung ist in Familienunternehmen speziell und von hoher Wertigkeit (Miller et al., 2009). So zeichnen sich Familienunternehmen häufig durch enge und langanhaltende Beziehungen zu den Mitarbeitenden aus. Der Erhalt von Kontrolle über zentrale Entscheidungen im Unternehmen ist wichtig, um möglicherweise imageschädigende Entscheidungen der Private-Equity-Gesellschaft zu unterbinden (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Zellweger et al., 2012).

Darüber hinaus sind Familienunternehmen langfristig ausgerichtet (Dreux, 1990), während Private-Equity-Gesellschaften durch ihre zeitlich begrenzte Unternehmensbeteiligung, die in der Regel bei 5-10 Jahren liegt, kurz- bis mittelfristig orientiert sind (Dawson, 2011). Unterschiede zwischen Nicht-Familienunternehmen und Private-Equity-Gesellschaften sind weniger gravierend, da beide Unternehmen grundsätzlich finanzielle Ziele verfolgen.

Aufgrund der aufgezeigten Unterschiede zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Familienunternehmen ist der Erhalt von Unternehmenskontrolle beim Eingang einer Private-Equity-Finanzierung für Familienunternehmen wichtiger als für Nicht-Familienunternehmen. Eine Minderheitsbeteiligung ohne Sperrminorität scheint für Familienunternehmen besonders attraktiv, da es die Aufnahme von finanziellen Mitteln und den Erhalt von Managementunterstützung unter vertretbarer Abgabe von Unternehmenskontrolle ermöglicht (Tappeiner et al., 2012). Die nichtfinanziellen Ziele, wie beispielsweise der Erhalt des Unternehmensimages, kann dadurch geschützt und ggf. erweitert werden. Es ist deshalb nicht

verwunderlich, dass Familienunternehmen häufiger als Nicht-Familienunternehmen Minderheitsbeteiligungen ohne Sperrminorität eingehen, um ihre Interessen während der Private-Equity-Finanzierung weiterhin durchsetzen zu können.

Nichtsdestotrotz ist auffallend, dass mehr als die Hälfte der untersuchten Familienunternehmen eine Mehrheitsbeteiligung durch die Private-Equity-Gesellschaft eingehen. Bedingt durch die Tatsache, dass ein Kontrollverlust eine Gefahr für das Vermögen des Familienunternehmens darstellt, muss das generelle Ausbleiben der Private-Equity-Finanzierung eine noch größere negative Auswirkung auf den nichtfinanziellen Wert des Unternehmens haben. Darüber hinaus könnte auch die Heterogenität von Familienunternehmen im Bereich der Stärke des sozioemotionalen Vermögens ausschlaggebend für die Häufigkeit der Mehrheitsbeteiligung sein. Familienunternehmen, die eine Mehrheitsbeteiligung eingehen, haben wahrscheinlich ein geringeres sozioemotionales Vermögen als Familienunternehmen, die Private-Equity-Gesellschaften minderheitlich am Familienunternehmen beteiligen.

#### **4.2.2 Ausübung von Vetorechten durch die Private-Equity-Gesellschaft**

Die Vereinbarung von Vetorechten in Gesellschafterverträgen ist eine weitere Option für Private-Equity-Gesellschaften, Kontrolle über möglicherweise folgenschwere unternehmerische Entscheidungen zu erhalten. Mit der Verankerung eines Vetorechts im Gesellschaftervertrag wird der Private-Equity-Gesellschaft ein Einspruchsrecht gegen einen mehrheitlichen Beschluss bei vertraglich festgehaltenen unternehmerischen Entscheidungen zugesprochen (Achleitner et al., 2008). Durch die Ausübung eines Vetorechts kann sich die Private-Equity-Gesellschaft während der Vertragslaufzeit vor nicht in ihrem Interesse getroffenen Entscheidungen der Mitgesellschafter/innen schützen (Achleitner et al., 2008). Jedoch ist die Private-Equity-Gesellschaft im Anschluss an die Ausübung eines Vetorechts nicht befugt, ihre eigene Entscheidungsvorlage durchzusetzen. Hierzu bedarf es einer erneuten Entscheidung aller Gesellschafter/innen (Achleitner et al., 2008).

Abbildung B-3 beschreibt die vertragliche Vereinbarung von Vetorechten und deren inhaltliche Ausgestaltung. In welchen Bereichen signifikante Unterschiede zwischen familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen bestehen, beschreibt Tabelle B-5.

# Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

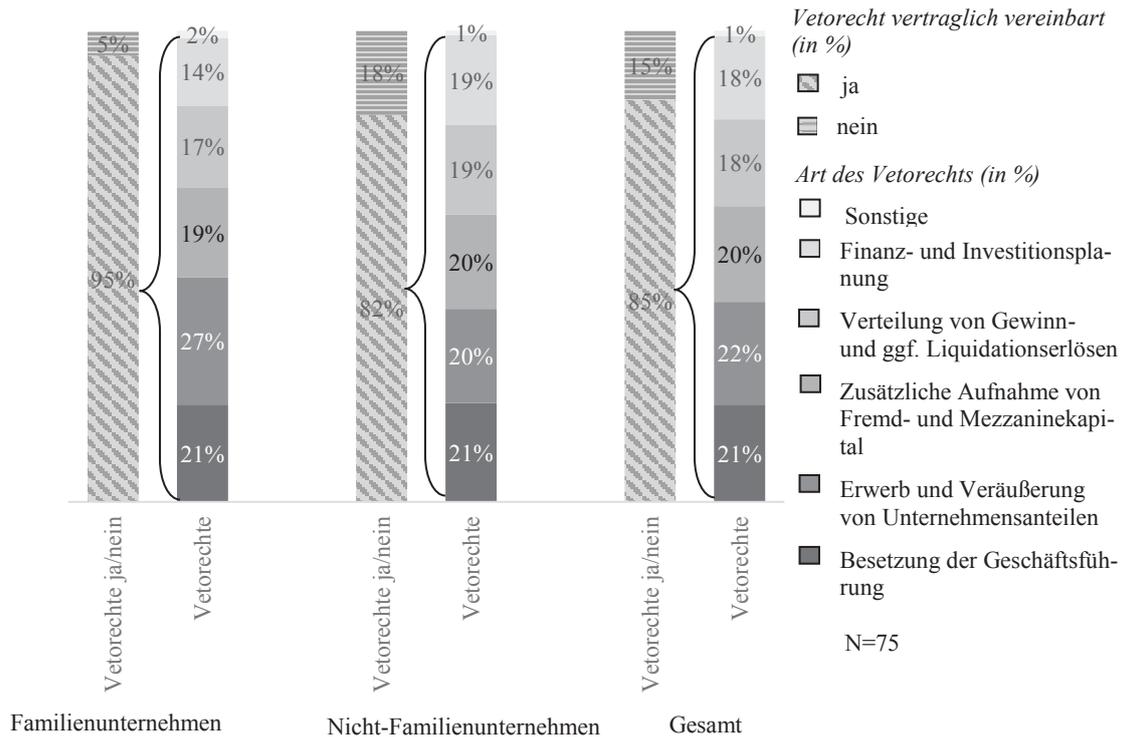


Abbildung B-3: Prozentuale Verteilung von zustimmungspflichtigen Geschäften bei Private-Equity-Finanzierungen in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

Tabelle B-5: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der eingeräumten Vetorechte

Variablen	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Keine Vetorechte	19	0,0526	0	56	0,179	0	75	0,147	0	1,339†	1,332
Vetorecht Besetzung der GF	19	0,684	1	56	0,75	1	75	0,733	1	0,554	0,557
Vetorecht Erwerb und Veräußerung von Unternehmensanteilen	19	0,895	1	56	0,732	1	75	0,773	1	-1,464†	-1,453
Vetorecht Zusätzliche Aufnahme von Fremd- und Mezzaninekapital	19	0,632	1	56	0,75	1	75	0,720	1	0,987	0,987
Vetorecht Verteilung von Gewinn- und Liquidationserlösen	19	0,579	1	56	0,679	1	75	0,653	1	0,781	0,783
Vetorecht Finanz- und Investitionsplanung	19	0,474	0	56	0,679	1	75	0,627	1	1,602†	1,585
Sonstige	19	0,053	0	56	0,036	0	75	0,040	0	-0,321	-0,323

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

85 % der untersuchten Unternehmen geben an, der Private-Equity-Gesellschaft mindestens ein Vetorecht eingeräumt zu haben, wobei Vetorechte häufiger in Private-Equity-Finanzierungen bei Familienunternehmen (95 %) als in Private-Equity-Investments bei Nicht-Familienunternehmen (82 %) vereinbart werden. Der durchgeführte Zweistichproben-t-Test bestätigt eine Tendenz zur Signifikanz der Mittelwertunterschiede in Bezug auf die Unterschiede des Vorhandenseins von Vetorechten in Private-Equity-Verträgen auf dem 10 %-Niveau, hingegen der Wilcoxon-Rangsummen-Test die Signifikanz nicht bestätigt. Zu vermuten wäre gewesen, dass Familienunternehmen Private-Equity-Gesellschaften weniger Vetorechte einräumen, um so zentrale Entscheidungen im Unternehmen weiterhin bestimmen zu können. Private-Equity-Gesellschaften sind jedoch auf den Erhalt von Kontrolle angewiesen, um das Unternehmen während der Investitionsphase ausreichend steuern und die Ausstiegsform bestimmen zu können. Der Zuspruch von Vetorechten ist daher wichtig, um zentrale Entscheidungen blockieren zu können. Vetorechte stellen im Vergleich zu stimmberechtigten Unternehmensanteilen ein schwächeres Kontrollinstrument dar und werden deshalb möglicherweise eher von Familienunternehmen gebilligt als der Verkauf von weiteren Unternehmensanteilen.

Sowohl bei Familienunternehmen als auch bei Nicht-Familienunternehmen werden Private-Equity-Gesellschaften häufig Vetorechte bei der Besetzung der Geschäftsführung (FU: 21 %, NFU: 21 %), dem Erwerb und der Veräußerung von Unternehmensanteilen (FU: 27 %, NFU: 20 %) sowie bei der Aufnahme von zusätzlichem Fremd- und Mezzanine-Kapital (FU: 19 %, NFU: 20 %) eingeräumt. Eine Tendenz zu signifikanten Mittelwertunterschieden (t-Test) sind beim Vetorecht Erwerb und Veräußerung von Unternehmensteilen (häufiger eingeräumt durch Familienunternehmen, Signifikanzniveau 10 %) und bei der Finanz- und Investitionsplanung (häufiger eingeräumt durch Nicht-Familienunternehmen, Signifikanzniveau 10 %) festzustellen, die jedoch nicht durch den Wilcoxon-Rangsummen-Test verifiziert werden können.

Private-Equity-Gesellschaften lassen sich in den Bereichen Vetorechte zusprechen, die für die untersuchten Unternehmensgruppen jeweils von besonderer Relevanz sind. Für Familienunternehmen sind der Erwerb und die Veräußerung von Unternehmensteilen zentrale Komponenten, um nichtfinanzielle Ziele, wie beispielsweise die Sicherung der familieninternen Unternehmensnachfolge (Chua, Chrisman & Sharma, 2003) oder die Wahrung der starken Identifikation der Familie mit dem Unternehmen zu erreichen bzw. zu erhalten (Berrone et al., 2010; Dyer & Whetten, 2006). Insbesondere in Familienunternehmen sind

Entscheidungen oftmals emotional getrieben (Baron, 2008; Berrone et al., 2012). Private-Equity-Gesellschaften ist es durch die Ausübung des Vetorechts möglich, irrationale Entscheidungen zu blockieren und ggf. abzuwenden. Ein möglicher Grund für die Ähnlichkeiten im Hinblick auf die Art der der Private-Equity-Gesellschaft zugesprochenen Vetorechte zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen und der insignifikanten Unterschiede bei den Vetorechten hinsichtlich der Besetzung der Geschäftsführung, zusätzliche Aufnahme von Fremd- und Mezzanine-Kapital, Verteilung von Gewinn- und Liquidationserlösen und sonstige Vetorechte kann sein, dass Private-Equity-Gesellschaften bei einer Finanzierung die aufgezeigten Vetorechte grundsätzlich einfordern, um ihr Investment abzusichern. So können Fehlentscheidungen in den Bereichen der Besetzung der Geschäftsführung, dem Erwerb und der Veräußerung von Unternehmensanteilen und der zusätzlichen Aufnahme von Fremd- und Mezzanine-Kapital weitreichende unternehmerische Konsequenzen haben, die im schlimmsten Fall zu einer Unternehmensinsolvenz führen können. Beispielsweise das Handeln der Geschäftsführung ist aufgrund der operativen Tätigkeit im Unternehmen für die Gesellschafter/innen nicht permanent zu überwachen. Es ist deshalb wichtig, dass die Gesellschafter/innen eine Geschäftsführung berufen, der die eigenen Unternehmensinteressen teilt und verfolgt.

#### **4.2.3 Zusammensetzung des Beirats**

Eine der zentralen Funktionen von Beiräten in privatgehaltenen Unternehmen sind die Beratung und Überwachung der Geschäftsführung bei unternehmerischen Entscheidungen (Wiedemann & Kögel, 2008). Der Beirat besteht in der Regel aus externen Geschäftspartnern, die dem Unternehmen geschäftlich oder privat verbunden sind (Lange, 2009). Bei Familienunternehmen wechseln zudem oftmals familieninterne Geschäftsführer/innen nach Unternehmensübergabe an die jüngere Generation in den Beirat, damit die Unternehmensgeschehnisse weiterhin überwacht und verfolgt werden können (Kormann, 2014). Durch die Erfahrung und Expertise der Mitglieder ist der Beirat ein wichtiger Sparringspartnern/innen der Geschäftsführung, der strategische Entscheidungen kritisch hinterfragt (Bartels, May & Rau, 2013). Darüber hinaus profitieren Unternehmen von der Professionalität, der Expertise und von den Netzwerken der Beiratsmitglieder.

Private-Equity-Gesellschaften nutzen den Beirat als ein weiteres Kontrollinstrument, um die Unternehmensgeschehnisse des Portfoliounternehmens zu überwachen (Achleitner et al., 2008). Insbesondere bei Familienunternehmen ist die Implementierung eines Beirats, der sowohl aus externen Geschäftspartnern/innen als auch aus Familienmitgliedern besteht,

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

wichtig, um eine Balance zwischen Emotionalität und Rationalität bei unternehmerischen Entscheidungen zu finden (Wiedemann & Kögel, 2008). Abbildung B-4 zeigt die Zusammensetzung des Beirats von privatgehaltenen Unternehmen nach Eingang einer Private-Equity-Finanzierung.

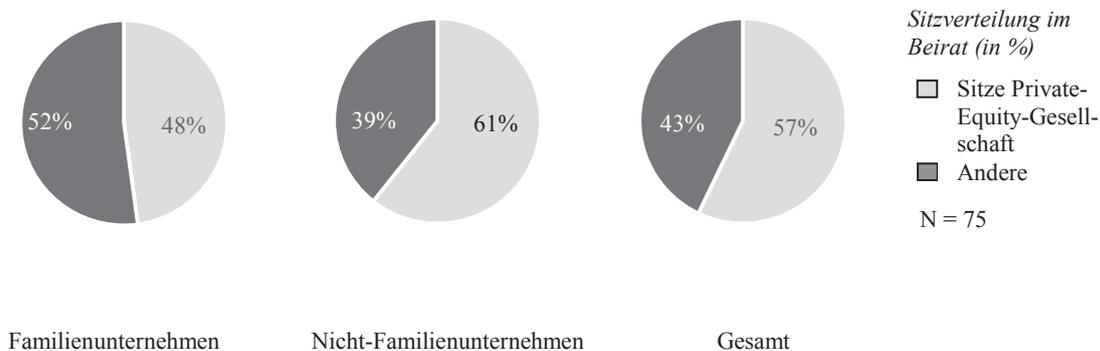


Abbildung B-4: Zusammensetzung des Beirats

Sowohl in Familienunternehmen als auch in Nicht-Familienunternehmen erhalten Private-Equity-Gesellschaften das Recht, Sitze im Beirat zu bestellen. Interessant ist, dass Private-Equity-Gesellschaften in Familienunternehmen prozentual weniger Sitze erhalten als in Nicht-Familienunternehmen. Während die Private-Equity-Gesellschaft bei Nicht-Familienunternehmen mit 61 % der Beiratsplätze mehrheitlich vertreten ist, ist sie in Familienunternehmen mit 48 % der Beiratssitze minderheitlich vertreten. Tabelle B-6 enthält neben der deskriptiven Statistik die Ergebnisse des t-Tests und des Wilcoxon-Rangsummen-Tests.

Tabelle B-6: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Zusammensetzung des Beirats

Variable	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Sitze Private-Equity-Gesellschaft	19	47,842	34	56	60,679	67	75	57,427	66	1,4506†	1,464

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

Ein durchgeführter Zweistichproben-t-Test bestätigt eine Tendenz zur Signifikanz hinsichtlich der Unterschiede in der Zusammensetzung des Beirats auf dem 10 %-Niveau. Das Ergebnis des Wilcoxon-Rangsummen-Tests ist jedoch nicht signifikant. Es kann daher ledig-

lich eine schwache Tendenz aufgezeigt werden, dass Familienunternehmen im Durchschnitt weniger Beiratssitze an Private-Equity-Gesellschaften abgeben als Nicht-Familienunternehmen und darüber Kontrolle über unternehmerische Entscheidungen behalten. Familienunternehmen zeichnen sich häufig durch enge und langanhaltende Beziehungen zu ihren Geschäftspartnern/innen aus, wobei Geschäftspartner/innen nach einiger Zeit als Bestandteil der Familie verstanden werden (Berrone et al., 2012). Dadurch dass Beiratssitze häufig in Familienunternehmen durch langjährige Geschäftspartner/innen und Familienmitglieder besetzt sind, besteht bei Austausch der Beiräte bzw. Verwässerung der Beiratssitze durch die Private-Equity-Gesellschaft die Gefahr, dass Beziehungen zu Familienmitgliedern und Geschäftspartnern/innen abreißen. Enge Beziehungen innerhalb der Familie als auch mit Geschäftspartnern/innen sind ein zentrales Ziel von Familienunternehmen, was es zu erreichen und zu erhalten gilt (Miller et al., 2009).

#### 4.2.4 Vertragliche Vereinbarung einer Rückkaufoption

Die Vereinbarung einer Rückkaufoption befähigt Altgesellschafter/innen des Portfoliounternehmens, die an die Private-Equity-Gesellschaft verkauften Unternehmensanteile zurück zu erwerben (Fenn et al., 1997). Während der Verkauf von Unternehmensanteilen, die Vereinbarung von Vetorechten und der Zuspruch von Beiratssitzen einen Kontrollverlust für Portfoliounternehmen implizieren, ist die Vereinbarung einer Rückkaufoption eine Möglichkeit für Altgesellschafter/innen, Unternehmensanteile am Ende des Investments zurückzukaufen und somit Unternehmenskontrolle zurückzugewinnen. In Abbildung B-5 wird die vertragliche Vereinbarung einer Rückkaufoption dargestellt.

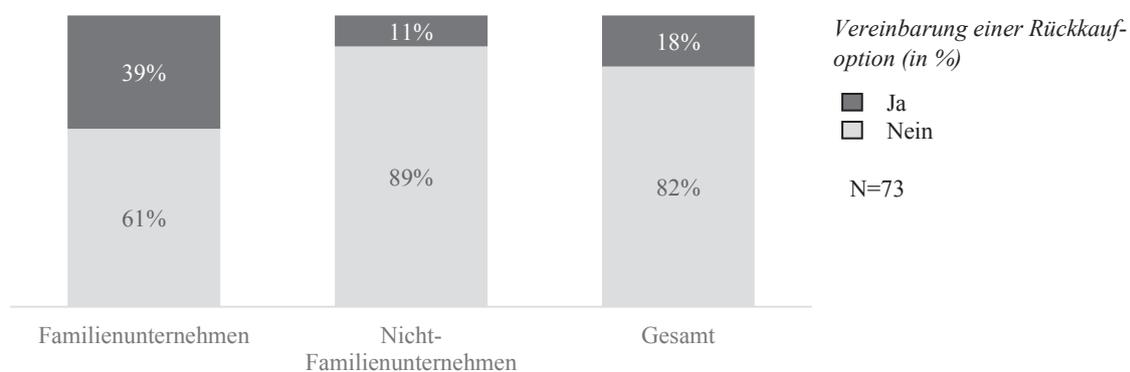


Abbildung B-5: Vereinbarung einer Rückkaufoption

Aus Abbildung B-5 geht hervor, dass Familienunternehmen häufiger eine Rückkaufoption vereinbaren als Nicht-Familienunternehmen (FU: 39 %, NFU: 11 %). Tabelle B-7 enthält

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

sowohl die Ergebnisse des durchgeführten t-Tests als auch eine deskriptive Statistik zu der Vereinbarung von Rückkaufsoptionen in Private-Equity-Verträgen.

Tabelle B-7: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der Vereinbarung einer Rückkaufoption

Dummy-Variable	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Vereinbarung Rückkaufoption	18	0,389	0	55	0,109	0	73	0,178	0	-2,799**	-2,675**

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01 \* p < 0,05 † p < 0,1

Der Zweistichproben-t-Test und der Wilcoxon-Rangsummen-Test bestätigen die Signifikanz der dargestellten Unterschiede auf dem 1 %-Niveau. Familienunternehmen vereinbaren häufiger eine Rückkaufoption als Nicht-Familienunternehmen. Familienunternehmen unterscheiden sich von Nicht-Familienunternehmen im Bereich ihrer Planung und der damit verbundenen langfristigen Ausrichtung des Unternehmens. So ist bei Familienunternehmen die Weitergabe des Unternehmens an die nachfolgende Generation ein zentrales Ziel (Chua et al., 2003). Bedingt durch die enge Verknüpfung von Familie und Unternehmen, beinhaltet das Unternehmen nicht nur einen traditionellen Wert, sondern stellt auch ein Familienerbe dar (Berrone et al., 2012; Tagiuri & Davis, 1996). Die Fortführung des Unternehmens durch einen familieninternen Nachfolger ist von hohem Stellenwert (Berrone et al., 2012). Die Vereinbarung einer Rückkaufoption in einer Private-Equity-Finanzierung und die damit einhergehende Möglichkeit, die Unternehmensanteile mittelfristig zurück zu erwerben, sind aufgrund der speziellen Eigenschaften von Familienunternehmen besonders interessant. So besteht trotz der Private-Equity-Finanzierung langfristig die Möglichkeit, das Unternehmen an einen familieninternen Nachfolger zu übergeben. Die signifikanten Unterschiede bei der Vereinbarung einer Rückkaufoption bestätigen, dass Familienunternehmen der Rückkaufoption einen höheren Stellenwert beimessen als Nicht-Familienunternehmen.

Nichtdestotrotz sind 61 % der Private-Equity-Finanzierungen der Familienunternehmen ohne Rückkaufoption ausgestattet, was auf die starke Verhandlungsposition der Private-Equity-Gesellschaft beim Erwerb der Beteiligung zurückzuführen sein könnte. So ist der Exit durch die Ausübung einer Rückkaufoption für die Private-Equity-Gesellschaft in der Regel die am wenigsten renditeträchtige Exitform, sodass eine Rückkaufoption seitens der

Private-Equity-Gesellschaft nur in den Fällen eines nicht erfolgreichen Investments präferiert wird (Fenn et al., 1997). Darüber hinaus kann die unterschiedliche Ausprägung des sozioemotionalen Vermögens in Familienunternehmen ausschlaggebend für die Ergebnisse sein. Familienunternehmen, die ein geringes sozioemotionales Vermögen besitzen, werden häufiger keine Rückkaufsoption vereinbaren als Familienunternehmen mit hohen sozioemotionalen Vermögenswerten.

### 4.3 Konflikte mit der Private-Equity-Gesellschaft

Interessen und Ansichten zwischen Portfoliounternehmen und Private-Equity-Gesellschaft unterscheiden sich, sodass es während einer Private-Equity-Finanzierung zu Konflikten kommen kann. Insbesondere bei Investments in Familienunternehmen ist aufgrund der in Kapitel 2 beschriebenen verschiedenen Zielsetzungen die Wahrscheinlichkeit hoch, dass Konflikte entstehen. Die folgende Abbildung untersucht deshalb Unterschiede im Hinblick auf das Konfliktverhalten und die Konfliktbereiche zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen.

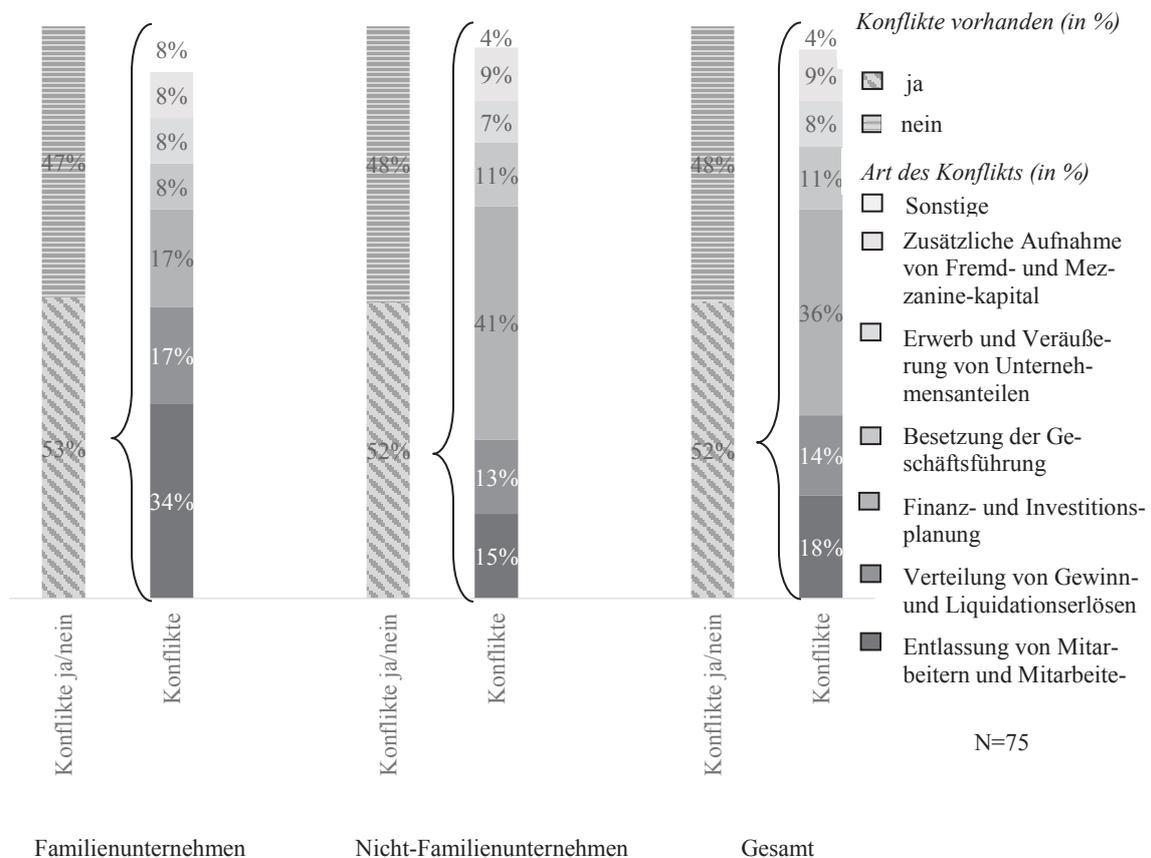


Abbildung B-6: Konflikte in Private-Equity-Finanzierungen

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

Überraschend ist, dass bei fast der Hälfte der untersuchten Unternehmen (48 %) keine Konflikte mit der Private-Equity-Gesellschaft auftreten. Bei beiden untersuchten Subgruppen geben jeweils fast die Hälfte der untersuchten Unternehmen an, eine konfliktfreie Geschäftsbeziehung mit der Private-Equity-Gesellschaft zu führen. In Tabelle B-8 werden zudem die deskriptiven Statistiken und die durchgeführten t-Tests des generellen Auftretens von Konflikten und der untersuchten Konfliktarten in Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen dargestellt.

Tabelle B–8: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des Vorkommens von Konflikten

Dummy-Variablen	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Konflikte ja/nein	19	0,474	0	56	0,482	0	75	0,480	0	0,0629	0,063
Konflikt Besetzung der GF	19	0,052	0	56	0,107	0	75	0,093	0	0,6987	0,701
Konflikt Erwerb und Veräußerung von Unternehmensanteilen	19	0,053	0	56	0,071	0	75	0,067	0	0,2802	0,282
Konflikt Zusätzliche Aufnahme von Fremd- und Mezzaninekapital	19	0,052	0	56	0,089	0	75	0,08	0	0,5029	0,505
Konflikt Verteilung von Gewinn- und Liquidationserlösen	19	0,105	0	56	0,125	0	75	0,120	0	0,228	0,227
Konflikt Finanz- und Investitionsplanung	19	0,105	0	56	0,393	0	75	0,320	0	2,3781*	2,307*
Konflikt Entlassung von Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen	19	0,211	0	56	0,143	0	75	0,160	0	-0,6881	-0,691
Sonstige	19	0,053	0	56	0,036	0	75	0,040	0	-0,3210	-0,323

\*\*\* p < 0,001 \*\* p < 0,01, \* p < 0,05 † p < 0,1

Durchgeführte t-Tests und Wilcoxon-Rangsummen-Tests bestätigen die deskriptiven Ausführungen. Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich des Konfliktaufkommens sind nicht signifikant. Die Vermutung, dass insbesondere Familienunternehmen aufgrund der konträren Zielsetzung zu Private-Equity-Gesellschaften häufiger Konflikte mit Private-Equity-Gesellschaften als Nicht-Familienunternehmen austragen, wird durch die dargestellten Ergebnisse in Abbildung B-6 nicht bestätigt.

Bei der Analyse der Konfliktbereiche sind auf dem 5 %-Niveau signifikante Unterschiede im Bereich der *Finanz- und Investitionsplanung* festzustellen. Während 41 % der Nicht-Familienunternehmen angeben, Konflikte bei der Finanz- und Investitionsplanung mit Private-Equity-Gesellschaften auszutragen, sind es 17 % der Familienunternehmen, die ein Konfliktvorkommen in diesem Bereich bestätigen. Gründe hierfür können in der unterschiedlichen Priorisierung von Zielen bei nichtfamiliengeführten und familiengeführten Unternehmen zu finden sein. Für Familienunternehmer/innen hat der finanzielle Erfolg des Unternehmens eine weniger hohe Bedeutung als für Nicht-Familienunternehmen. Private-Equity-Gesellschaften haben deshalb mit weniger Widerstand bei Familienunternehmen zu rechnen als bei Nicht-Familienunternehmen, bei denen finanzielle Ziele oberste Priorität besitzen. Bedingt durch die Tatsache, dass sich Familienunternehmen generell vor Konflikten scheuen, wären hohe Konfliktwerte bei Themen, die Familienunternehmern von untergeordneter Bedeutung sind, verwunderlich.

#### **4.4 Vertrauen in Private-Equity-Manager/innen**

Durch den Kauf von Unternehmensanteilen, der Vereinbarung von Vetorechten und dem Zuspruch von Beiratssitzen werden seitens der Private-Equity-Gesellschaft verschiedene Kontrollinstrumente installiert, um die Unternehmensgeschehnisse des Portfoliounternehmens zu überwachen und zu steuern. Ob und inwiefern sich die Private-Equity-Gesellschaft an vorab kommunizierte Absprachen hält und ihren Kontrollzuwachs nicht missbraucht, ist zu Beginn und während der Finanzierung für Altgesellschafter/innen schwierig einzuschätzen. Verträge können den Altgesellschafter/innen der Portfoliounternehmen helfen, Informationsasymmetrien zu reduzieren, letztlich können diese jedoch nicht alle Eventualitäten abdecken. Eine soziale Komponente, wie das Vertrauen, ist deshalb im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung für Portfoliounternehmen besonders wichtig.

Vertrauen in eine Person wird hauptsächlich durch die wahrgenommenen Eigenschaften der Person gebildet (Mayer, Davis & Schoorman, 1995). Das von Mayer et al. (1995) und Mayer & Davis (1999) entwickelte und in der Wissenschaft etablierte Modell nutzt drei zentrale vertrauensbildende Eigenschaften, um das Vertrauen in eine Person zu bestimmen. Zu den Charakteristika einer vertrauensvollen Person zählen deren fachlichen Fähigkeiten, deren Wohlwollen und deren Integrität (Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995).

## Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

Die folgenden Abbildungen B-7 bis B-9 beschreiben das Vertrauensniveau, gemessen und separat dargestellt anhand der drei vertrauensbildenden Eigenschaften, Wohlwollen, Kompetenz und Integrität, zwischen der Private-Equity-Manager/innen und der CEOs der Familienunternehmen, der Nicht-Familienunternehmen und des gesamten Datensatzes.<sup>20</sup>

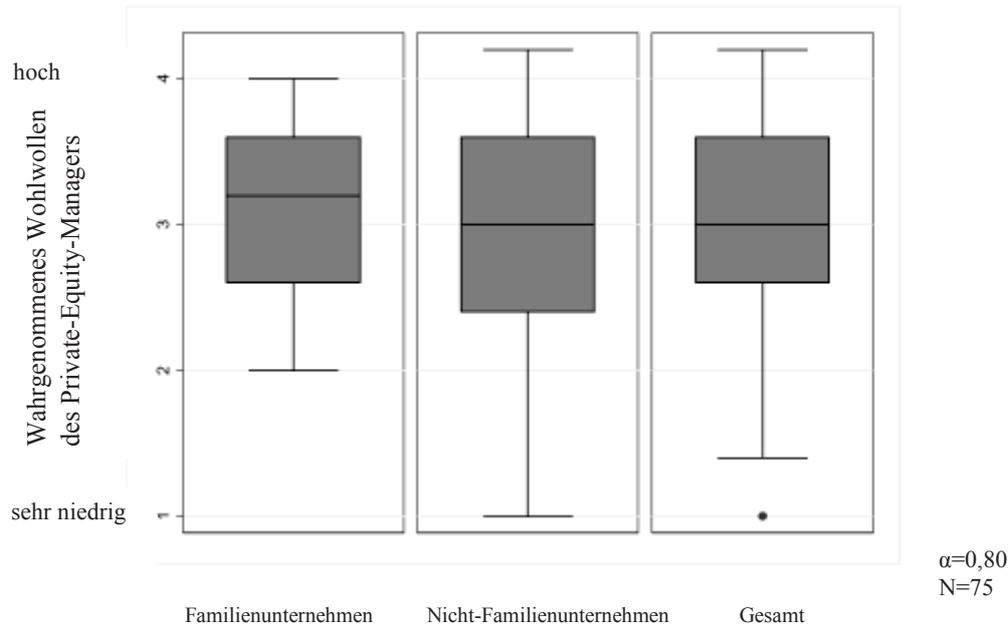


Abbildung B-7: Vertrauen in den Private-Equity-Manager – Wohlwollen

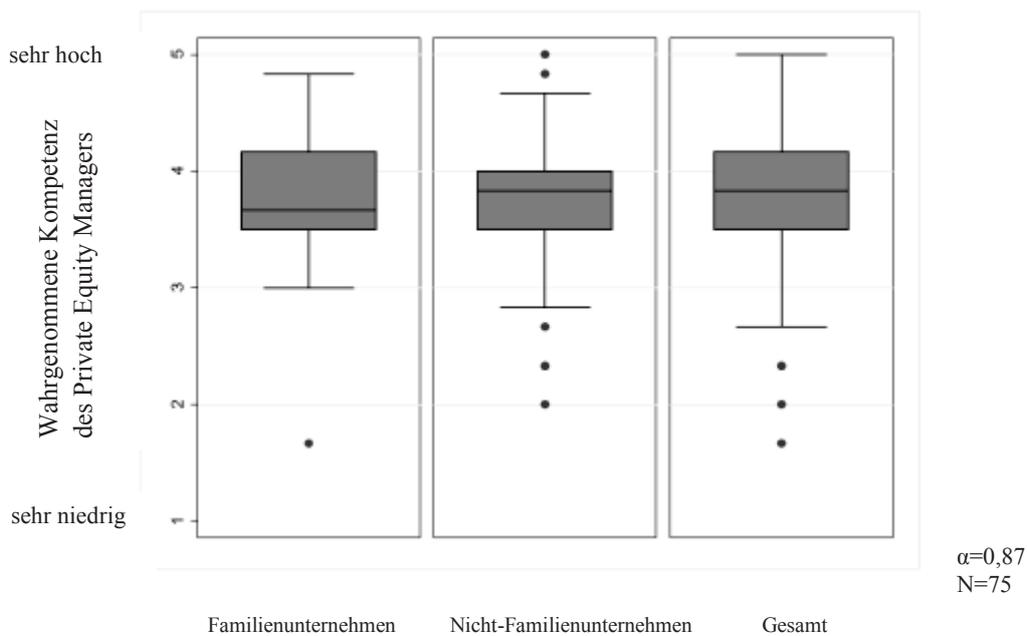


Abbildung B-8: Vertrauen in den Private-Equity-Manager - Kompetenz

<sup>20</sup> Anhang 2 enthält den Fragebogen, im Zuge dessen im zweiten Teil des Fragebogens Fragen zu den vertrauensbildenden Eigenschaften gestellt wurden.

# Studie 1: Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen

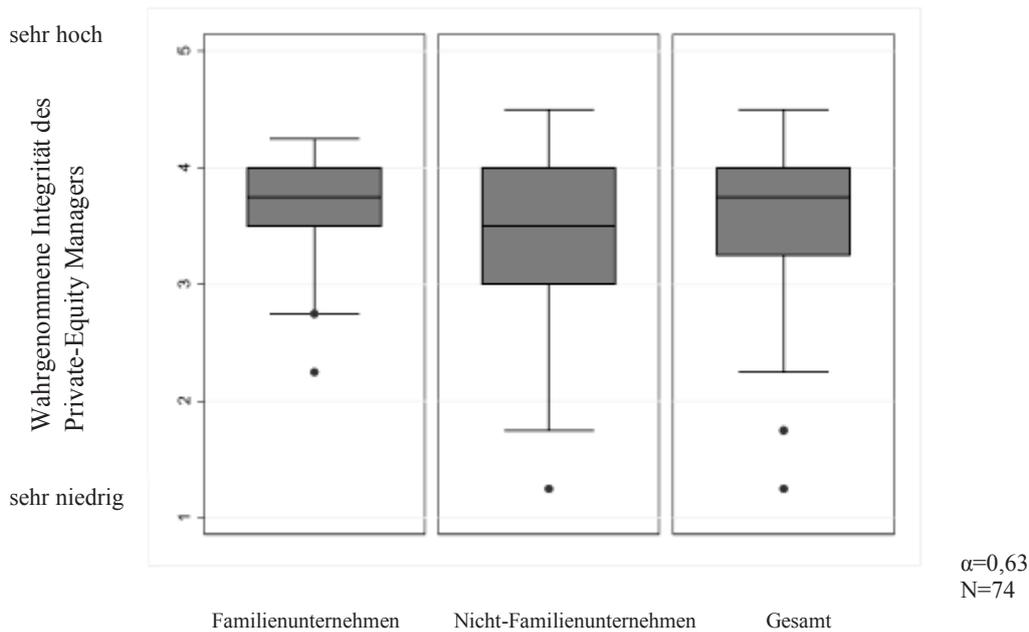


Abbildung B-9: Vertrauen in den Private-Equity-Manager - Integrität

Abbildung B-7 bis B-9 zeigen, dass keine gravierenden Unterschiede in Bezug auf das gemessene Wohlwollen des Private-Equity-Managers zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen existieren. In Tabelle B-9 sind weitere deskriptive Statistiken dargestellt, die neben Median und Mittelwerten der untersuchten Unternehmen auch t-Tests und Wilcoxon-Rangsummen-Tests umfassen.

Tabelle B-9: Vergleich von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich der wahrgenommenen vertrauensbildenden Eigenschaften der Private-Equity-Manager

Variable	Familienunternehmen			Nicht-Familienunternehmen			Gesamt			T-Test Statistik	Wilcoxon-Test Statistik
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median		
Wohlwollen Private-Equity-Manager/innen	19	3,08	3,2	56	2,91	3	75	2,95	3	-0,9376	-0,722
Kompetenz Private-Equity-Manager/innen	19	3,737	3,666	56	3,747	3,833	75	3,744	3,833	0,0560	-0,012
Integrität Private-Equity-Manager/innen	19	3,618	3,75	55	3,5	3,5	74	3,53	3,75	-0,7022	-0,712

\*\*\*  $p < 0,001$  \*\*  $p < 0,01$  \*  $p < 0,05$  †  $p < 0,1$

Die Untersuchung der Mittelwertunterschiede mittels der Zweistichproben-t-Tests und der Wilcoxon-Rangsummen-Tests führt zu keiner Beobachtung von signifikanten Unterschieden in vertrauensbildenden Eigenschaften. Der Vertrauenslevel liegt sowohl bei Familienunternehmen als auch bei Nicht-Familienunternehmen bei allen vertrauensbildenden Eigenschaften im Mittel im moderaten bis hohen Bereich.

Signifikante Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen wären zu erwarten gewesen. Einerseits hätte bei Familienunternehmen aufgrund der bereits in Kapitel 2 ausgeführten konträren Zielsetzung zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Familienunternehmen auf ein geringeres Vertrauen geschlossen werden können. Andererseits bildet das Vertrauen in Familienunternehmen eine zentrale Bedeutung. So spielt Vertrauen eine übergeordnete Rolle in den engen Beziehungen zwischen Familienmitgliedern, der Unternehmensführung des Familienunternehmens und den Stakeholdern (Corbetta & Salvato, 2004). Das hätte wiederum auf einen höheren Vertrauenswert bei Familienunternehmen in Private-Equity-Manager/innen rückschließen lassen können.

CEOs beider Unternehmensgruppen scheinen die Entscheidungen der Private-Equity-Gesellschaft zu akzeptieren und ihnen in ihrer Arbeit zu vertrauen. Es ist jedoch insbesondere bei den untersuchten Familienunternehmen möglich, dass das Vertrauen in Private-Equity-Manager/innen bereits bei der Auswahl einer Private-Equity-Gesellschaft eine übergeordnete Rolle gespielt hat, in Folge dessen Private-Equity-Manager/innen, die wenig vertrauenswürdig sind, per se von Familienunternehmen bereits zu Beginn der Vertragsgespräche ausgeschlossen wurden.

Insbesondere im Rahmen der „Heuschreckendebatte“ wurden Private-Equity-Gesellschaften oftmals als brutal agierend und ausbeutend dargestellt (Müntefering, 2004). Die im Mittel moderaten bis hohen Vertrauenswerte, insbesondere bei den vertrauensbildenden Kriterien Wohlwollen und Integrität implizieren jedoch einen respektvollen Umgang des/der Private-Equity-Managers/in und reduzieren mögliche Vorurteile gegenüber Private Equity.

## **5. Fazit und Ausblick**

Das Ziel der vorliegenden Studie besteht in der Analyse von Unterschieden bei der Nutzung von Private Equity zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen. Hierzu wurden 75 Private-Equity-Finanzierungen von deutschen, privatgehaltenen Unternehmen untersucht.

Die Studie liefert drei zentrale Ergebnisse, die wichtige Beiträge zum finanzwirtschaftlichen Forschungsstrang und zur Forschung zu Familienunternehmen enthalten. Erstens zeigen die Daten, dass Private Equity in Deutschland häufig verwendet wird, um Wachstumsstrategien zu realisieren. In der öffentlichen Wahrnehmung wird Private Equity oftmals mit einer Restrukturierungsfinanzierung gleichgesetzt. Im Vergleich zu den USA ist der Zugang zu öffentlichen Eigenkapitalmärkten in Deutschland schwieriger, sodass Unternehmen auf alternative Finanzierungswege angewiesen sind (Pagano et al., 1996). Zweitens sind Familienunternehmen weniger bereit, Kontrolle über unternehmerische Entscheidungen abzugeben. Sie verkaufen zu Beginn der Finanzierung weniger Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften und vereinbaren häufiger eine Rückkaufoption. Drittens zeigen die Ergebnisse, dass Private-Equity-Gesellschaften eine erweiterte Unternehmenskontrolle erhalten, die jedoch keine großen Konfliktpotentiale und Misstrauen in die Private-Equity-Manager/innen bewirkt. So ist das Vertrauen in die Private-Equity-Manager/innen im Mittel moderat bis hoch und fast die Hälfte der untersuchten Unternehmen geben an, keine Konflikte mit Private-Equity-Gesellschaften zu haben. Die Ergebnisse relativieren deshalb den in Verbindung mit Private Equity häufig dargestellten negativen Kontrollverlust für privatgehaltene Unternehmen. Private-Equity-Gesellschaften wird Kontrolle durch Vetorechte, Beiratssitze und Unternehmensanteile zugesprochen. Die Studie zeigt jedoch, dass Private-Equity-Gesellschaften den Kontrollzuwachs nicht ausnutzen, sondern bei Entscheidungsfindungen die Interessen der Altgesellschafter/innen des Portfoliounternehmens berücksichtigen. Der Forschungsstrang zu Familienunternehmen wird gestärkt, indem nachgewiesen wird, dass Familienunternehmen weniger Kontrolle an Private-Equity-Gesellschaften abgeben als Nicht-Familienunternehmen. Zudem ist die Konfliktquote in Familienunternehmen nicht höher als bei Nicht-Familienunternehmen, was Private-Equity-Gesellschaften ermutigen sollte, trotz der konträren Zielsetzungen in Familienunternehmen zu investieren.

Weiterer Forschungsbedarf ist aus der Studie abzuleiten. Um die Ergebnisse der Studie mit anderen Ländern vergleichen zu können, sollten privatgehaltene Unternehmen aus anderen Ländern an der Fragebogenstudie teilnehmen. Interessant wäre festzustellen, ob Private Equity beispielsweise in angelsächsischen Ländern mit leichterem Zugang zu Eigenkapitalmärkten tatsächlich vorwiegend zu Restrukturierungszwecken eingesetzt wird. Obwohl die Studie das in der öffentlichen Wahrnehmung negative Bild von Private-Equity-Gesellschaften relativiert, berücksichtigt sie nicht die Heterogenität von Private-Equity-Gesell-

schaften. Weitere Studien könnten sich zudem mit dem Vertrauensaspekt der Studie beschäftigen. Es wäre interessant festzustellen, ob Unterschiede zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Hinblick auf das Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in bereits während der Vertragsverhandlungen mit Private-Equity-Gesellschaften identifizierbar sind und welche Auswirkungen diese auf die Akzeptanz eines Kontrollverlusts haben.

## C. **Studie 2: Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control**<sup>21</sup>

### 1. **Introduction**

For entrepreneurial firms, gaining access to financial resources is one of the key challenges they face to survive or successfully grow (Dawson, 2011; Scholes et al., 2009). In particular, for many small privately held firms, of which family firms are the predominant form, it is difficult to access external debt resources due to the high level of information asymmetries between external capital providers and privately held firms (Cole et al., 2004). Information asymmetries result in a higher perceived default risk for financial investors, since assessing and forecasting the state of financial status of small privately held firms is problematic (Ang, 1992; Cole et al., 2004). Additionally, turbulence in capital markets in recent years has led to the more restrictive financing policies of banks (Ivashina & Scharfstein, 2010). Therefore, it has become increasingly difficult to access debt. Besides debt financing strategies, one possible way for companies to solve financing problems is to open up the company's capital to private equity investors. Private equity firms allocate finance for firms in return for equity shares (Landström, 2007; Mason & Harrison, 1999). Since one of their objectives is to obtain high returns at the end of their investment, private equity firms typically intervene in the firm's decision making by implementing control levers such as board or veto rights (Lerner & Schoar, 2005).

Loss of company control has a greater impact on family firms than for non-family firms, since their wealth includes not only financial but also socioemotional wealth, which largely depends on controlling the firm (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Hence, family firms favor minority investments, since they are able to benefit from the managerial experience of private equity firms while maintaining company control (Tappeiner et al., 2012). However, in certain situations, family firms may be willing to accept a relatively large loss of company control. Especially in times of crisis, family firms may be forced to cede more company control to private equity firms. We therefore aim to examine different financing reasons for seeking private equity, such as to solve challenges related to ownership, to foster growth, or to overcome a company crisis (Tappeiner et al., 2012). Moreover, we aim to examine how prior experience with private equity affects the willingness to give up company control in both family and non-family firms. While inexperienced CEOs may

---

<sup>21</sup> Authors: Marisa Henn, Prof. Dr. Eva Lutz

consider private equity a threat to socioemotional wealth, leading to the limited willingness of family firms to cede company control to private equity firms, CEOs having formerly experienced private equity may be open to private equity financing and, thus, may be willing to sell more company shares to private equity firms.

Our study is built on data gathered from a questionnaire of privately held German firms backed by private equity. We received 90 questionnaires, an overall response rate of 14.7 %. Through exclusion due to missing data and the fact that some firms were never private equity backed, our final analysis consists of 75 companies. We define a firm as a family firm if the family holds 50 % or more of voting shares prior to the private equity investment.

Our analysis outlines three main results. First, family firms sell fewer company shares to private equity firms than non-family firms do. We therefore find evidence that the pursuit of company control plays a bigger role in private equity investments for family firms than for non-family firms. Second, we find that the difference in the proportion of shares family and non-family firms are willing to sell to private equity firms depends on the reasons for seeking private equity. If private equity is to be employed for reasons related to ownership, the difference between family and non-family firms is less pronounced. Third, we show that family firms are willing to give up the same proportion of company control as non-family firms if their CEO is familiar with private equity transactions.

The paper contributes toward a better understanding of differences in private equity investments with regard to the allocation of company shares in privately held firms in three main ways. First, we refer to the theory of socioemotional wealth to extend the family firm literature (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). So far, there is no empirical evidence that family and non-family firms differ in willingness to cede company control to private equity firms. We contribute to this research gap by revealing that retaining control when seeking private equity is of higher importance for family firms than for non-family firms. Thus, family firms sell fewer company shares to private equity firms than non-family firms do. We add to the literature by showing that, even in financing decisions, the family firm's preliminary goal is to retain control over the firm to avoid the loss of socioemotional wealth. Second, this study broadens our knowledge by showing that financing reasons have an impact on the proportion of transferred control. Family firms seeking private equity for reasons related to ownership changes are willing to sell more company shares to private equity firms than family firms using private equity for other financing reasons. We therefore contribute to the ongoing heterogeneity debate (Chua et al., 2012; Pazzaglia, Mengoli &

Sapienza, 2013) by revealing that family firms differ in willingness to cede company control depending on the financing reason. Third, we contribute to the research on intuitive decision making, since we find that prior experience in private equity plays a crucial role when investigating the proportion of shares sold to private equity firms. In particular, experienced CEOs express less prejudice and negative stereotyping toward private equity and are willing to cede more company control to private equity firms than inexperienced CEOs are.

## **2. Background Literature and Hypothesis Development**

### **2.1 Family Firms and Private Equity**

The construct of socioemotional wealth that was developed from behavioral agency theory defines and separates family firms from non-family firms (Gomez-Mejia et al., 2000; Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). According to behavioral agency theory, companies make decisions that preserve their accumulated endowment. The accumulated endowment of a family firm is its socioemotional wealth. Socioemotional wealth arises from the specific characteristic of family firms that strongly consider both financial and nonfinancial goals (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). It consists of five dimensions (Berrone et al., 2012): The first dimension refers to family control and its influence on the firm. Other dimensions outline the emotional attachment of family members, their identification with their firms, as well as strong commitments between the family itself and its business partners. Moreover, the renewal of the firm's family bonds through dynastic succession plays a major role for family members (Berrone et al., 2012).

Retaining control over the family firm to pursue the family's interests and therefore to create, preserve, and increase socioemotional wealth is highly desired by family members (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2003; Gomez-Mejia et al., 2010). Otherwise, the family might not be able to continue managing the firm according to its expectations of socioemotional wealth (Zellweger et al., 2012). The higher the concentration of firm ownership in the family hands, the stronger the family's influence on the firm's strategic decisions (Anderson & Reeb, 2003; Miller, Breton-Miller & Lester, 2013). In other words, socioemotional wealth is stronger with increasing control through ownership (Gomez-Mejia et al., 2007).

While families try to strengthen their influence over their firms, they are confronted with loss of control when entering a private equity transaction. Additionally, goals between private equity firms and family firms often differ significantly. Capital investment firms are mainly interested in high returns when exiting investments through an initial public offering, a trade sale, or a secondary sale and therefore stick to financial goals, whereas family firms also follow nonfinancial goals. Moreover, one aim of family owners who pursue and build socioemotional wealth is to hand over the firm to the next generation (Berrone et al., 2012). This implies that family firms pursue a long-term view and are interested in long-lasting relationships, in contrast to private equity firms, which invest for a limited time horizon - mostly about five to 10 years (Berrone et al., 2012; Dawson, 2011).

However, private equity offers certain advantages besides financial resources. Family firms can benefit from private equity investors' extensive knowledge and experience (smart money). Nevertheless, the retention of control plays a major role for family firms in private equity investments (Tappeiner et al., 2012). Minority investments of private equity firms therefore prove to be particularly attractive for family firms, since they have to cede fewer control rights to private equity firms while still gaining access to their managerial expertise (Tappeiner et al., 2012). Socioemotional wealth can therefore be preserved. The higher the proportion of shares sold to private equity firms, the greater the loss of control over the firm and, thus, the greater the threat of not being able to preserve socioemotional wealth.

We therefore believe that the loss of control over a company has a greater effect on family firms than on non-family firms, since their wealth includes financial and socioemotional wealth (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2003). Decision making in family firms is mainly affected by socioemotional wealth which is why family firms prioritize their goals differently than non-family firms do (Gomez-Mejia et al., 2007). In particular, the avoidance of loss of socioemotional wealth takes precedence over other goals and, hence, family firms are averse to risking their nonfinancial wealth (Sirmon & Hitt, 2003). Therefore, socioemotional wealth is the accumulated endowment of family firms and the employment of private equity results in a loss of company control, thus jeopardizing socioemotional wealth. We therefore propose the following hypothesis.

*Hypothesis 1: Family firms sell fewer company shares to private equity firms than non-family firms do.*

## **2.2 Impact of Financing Reasons on the Willingness of Family Firms to Cede Control**

When investing in privately held family firms, private equity firms encounter principal problems, such as high information asymmetry, due to the organizational nature of privately held firms (Shanker & Astrachan, 1996; Wright & Robbie, 1998). Shareholders of privately held firms have insider information about the company, the capability of its managers, and forthcoming challenges. In addition, shareholders may further hide business information and act opportunistically. Therefore, capital investment firms screen potential portfolio firms by conducting a due diligence investigation to evaluate the potential investment target (Dawson, 2011; Franke et al., 2006; Muzyka, Birley & Leleux, 1996; Riquelme & Rickards, 1992; Shepherd, 1999; Shepherd & Zacharakis, 1999; Zacharakis & Meyer, 2000). By gaining company control, private equity firms attempt to reduce information asymmetries and to increase the likelihood of the portfolio firm's future success, thus increasing the likelihood of receiving high returns at the end of their investment. In addition, private equity firms typically intervene in the firm's decision making by implementing control levers such as board rights or veto rights (Kaplan & Strömberg, 2003).

Consequently, the shareholders of portfolio firms face loss of control over their firm as private equity is acquired. According to agency theory, initially established by Jensen & Meckling (1976), portfolio firms also encounter principal problems. As private equity firms gain control over a firm, they gain the opportunity of intervening in the business decision making. In this context, private equity firms could exploit such possibilities and misuse their power by not sticking to commonly fixed strategic firm goals. These practices could harm the portfolio firm and, further, result in damages to the company's image.

Private equity firms and family firms pursue different aims when entering a private equity transaction. Generally, family firms need financial means but are not willing to give up control over their company (Tappeiner et al., 2012). For family firms, retaining control over the firm to pursue the family's interests therein and therefore create, preserve, and increase socioemotional wealth is highly desired (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2003; Gomez-Mejia et al., 2010). Thus, they aim to sell only a small proportion of shares to private equity firms. In contrast, investment firms pursue high returns at the end of their investment (Mason & Harrison, 1999). Private equity firms aim to gain control over firms to intervene in the strategic decision making. Hence, private equity firms aim to buy high proportion of shares from family firms. Therefore, a main issue dur-

ing the negotiation process pertains to the distribution of company shares between the private equity firm and the family firm. Which of the two parties is best able to pursue its interests depends mainly on the allocation of power and enforcement. Family firms mainly employ private equity to solve problems related to ownership changes, to foster growth, or to manage a company crisis (Fenn, Liang & Prowse, 1995; Tappeiner et al., 2012). These reasons largely determine the negotiation power of private equity firms and family firms.

### **2.2.1 Seeking Private Equity to Solve Problems Related to Ownership Changes**

Preferences and beliefs among shareholders differ, which can lead to disagreement about firm policies (Bagwell, 1991). Conflicts between shareholders can arise due to personal or interest differences, including divergent opinions in the context of strategic decision making. Hence, privately held firms may encounter problems related to ownership, including conflicts between shareholders (Fenn et al., 1995; Tappeiner et al., 2012). Conflicts between shareholders threaten a company's wealth, since strategic decisions can be blocked by shareholders of the conflicting party. Therefore, privately held firms rely on private equity financing to buy out the shareholders of the conflicting party and thereby solve the conflict.

Family firms seek private equity particularly to resolve challenges related to ownership changes. Conflicts between family members and the exit wishes of family shareholders greatly affect the socioemotional wealth of the family firm (Tappeiner et al., 2012). A conflict between family shareholders implies a disagreement between shareholders. In contrast to non-family firms, family firm shareholders are personally interconnected with each other, since they belong to the same family. We believe that emotional bonds are weaker between the family members of family firms facing conflicts than between the family members of family firms without conflicts. Hence, there is relatively little socioemotional wealth due to the fact that one of its dimension refers to the emotional attachment of family members (Berrone et al., 2012). Family members may accept greater loss of company control, since they have less to lose due to their lower levels of company wealth.

However, ownership changes are not always rooted in disagreements between shareholders but can also arise when shareholders leave the family firm due to old age. Family firms pursue socioemotional wealth by continuing the tradition of the firm through dynastic succession (Berrone et al., 2012; Zellweger et al., 2012). In recent years, successor problems in family firms have increased due to the non-availability of family successors (Schlömer & Kay, 2008). In such cases, family members will be forced to sell their company shares

to external investors. Hence, the level of socioemotional wealth is low, since one of its dimensions refers to the dynastic succession to renew family bonds (Berrone et al., 2012).

If the level of socioemotional wealth is low, the decision making of family firms converges toward that of non-family firms, since company wealth mainly consists of only financial and not socioemotional wealth.

We therefore argue that family firms seeking private equity to solve problems related to ownership changes sell more company shares than family firms using private equity under other financing reasons (Berrone et al., 2012). Hence, we hypothesize the following.

*Hypothesis 2a: Financing for ownership reasons negatively moderates the relation between family firms and the proportion of total shares sold: The difference in the proportion of shares sold to private equity firms between family and non-family firms becomes less pronounced if firms use private equity to resolve challenges related to ownership changes.*

### **2.2.2 Seeking Private Equity to Realize Growth Strategies**

Private equity is one source of funding to realize growth strategies. Private equity firms prefer investing in firms that need to finance growth strategies seeing that growth could result in a sustainable increase in enterprise value over time. The greater the enhancement of enterprise value, the higher the return on investment for private equity firms when exiting the firm. Thus, private equity firms are willing to accept fewer shares than for other financing reasons, since the investment is less risky and there is the prospect of a high return on investment. Companies generating profits and intending to grow may also have the opportunity to obtain alternative forms of financing and therefore are not dependent on private equity financing. Hence, firms that use private equity for growth strategies have an advantage in negotiations.

It is especially important for family firms to retain company control to preserve socioemotional wealth (Berrone et al., 2012). If family firms seek private equity to realize growth plans, we believe that their socioemotional wealth is great and therefore needs particular protection through family control and ownership. Due to high levels of socioemotional wealth and a good negotiation position, family members will be even more unwilling to cede company control to private equity firms when realizing growth strategies. Therefore, the difference in the proportion of shares sold to private equity firms between family firms and non-family firms is pronounced when family firms seek private equity to realize growth strategies. We suggest the following hypothesis.

*Hypothesis 2b: Financing for growth reasons positively moderates the relation between family firms and the proportion of total shares sold: The difference in the proportion of shares sold to private equity firms between family and non-family firms becomes more pronounced if firms use private equity to realize growth strategies.*

### **2.2.3 Seeking Private Equity to Overcome a Company Crisis**

Private equity is often used to resolve financial distress (Hotchkiss, Strömberg & Smith, 2014; Tappeiner et al., 2012). A company crisis is an acute risk for the firm that could end in insolvency. Most often, not only financing but also external strategic support is needed to prevent the company from failing (Berger & Udell, 1998). Firms with financial constraints are usually fraught with severe difficulties when entering external debt financing. Most often, private equity is the last opportunity to obtain any financing at all and, thus, avoid insolvency. Therefore, distressed firms have rather little negotiation power in contrast to private equity firms. Moreover, private equity firms investing in distressed companies enter a high-risk relationship leading to claiming major control over the firm in order to intervene in its strategic decision making.

Family members of family firms are even more strongly affected by a company crisis than the shareholders of non-family firms, as they could lose not only their financial but also socioemotional wealth. A company crisis threatens socioemotional wealth because a crisis could end in bankruptcy, which would destroy the firm's financial and socioemotional wealth. Moreover, through close ties between the family and the firm, family members may blame themselves for the company's failure (Berrone et al., 2012; Sharma & Manikuttu, 2005; Shepherd, Wiklund & Haynie, 2009). We therefore argue that family firms are willing to give up more control under crisis circumstances than for other financing reasons, wanting to circumvent bankruptcy under all costs. Private equity as a last resort could give them the opportunity to avoid the loss of at least part of their socioemotional wealth compared to company failure. We therefore hypothesize the following.

*Hypothesis 2c: Financing for crisis reasons negatively moderates the relation between family firms and the proportion of total shares sold: The difference in the proportion of shares sold to private equity firms between family and non-family firms becomes less pronounced if firms use private equity to overcome a company crisis.*

### **2.3 Impact of Prior Experience with Private Equity on the Willingness of Family Firms to Cede Control**

Prior experience plays an important role when investigating strategic decision making (Park & Banaji, 2000; Wegener & Petty, 1994; Worth & Mackie, 1987). We believe that experience with private equity has an effect on the willingness to cede company control to private equity firms. In 2005, a public debate on private equity caused serious damage to the image of private equity firms. The so-called locust debate was initiated by Franz Müntefering, a Social Democrat of Germany, when he compared private equity firms with swarms of locusts feeding on portfolio firms (Lutz & Achleitner, 2009). Since the debate, private equity firms have been stereotyped as acting ruthlessly to achieve high rates of returns without considering the needs and goals of business owners and their employees (Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner & Miranda, 2011). Such prejudice against private equity firms is even stronger among family firms, since they consider this reputed behavior of private equity firms a threat to socioemotional wealth, leading to limited willingness to cede company control to private equity firms. Therefore, non-experienced CEOs regard private equity as a financing method of last resort and are therefore only willing to sell a small proportion of company shares to private equity firms. Prior experience with private equity could help overcome prejudice against private equity investments. In particular, the CEOs of family firms who are experienced with private equity may consider private equity investments as a chance to professionalize the firm to increase both financial and socioemotional wealth. Thus, experienced CEOs are willing to give up more company control to private equity firms than inexperienced CEOs are.

In addition, decision making in family firms is more irrational and therefore less intuitive than in non-family firms, since it is often based on emotions and sentiment (Berrone et al., 2012). We therefore believe that prior experience has a greater impact on decision making in family firms than in non-family firms. We hypothesize the following.

*Hypothesis 3: Prior experience with private equity negatively moderates the relation between family firms and the proportion of total shares sold: The difference in the proportion of shares sold to private equity firms between family and non-family firms becomes less pronounced if the decision makers of privately held firms are experienced with private equity.*

### 3. Sample and Research Design

#### 3.1 Sample

This study is built on data gathered from a questionnaire of privately held German firms backed by private equity. All the firms were privately held before employing private equity. Using the Amadeus database, we obtained data on 614 privately held firms that, according to the database, had used private equity. We sent standardized questionnaires to the managing directors of these firms, since they are responsible for key strategic and financial decision making. If multiple managing directors ran the company, we prioritized CEOs. We received 90 questionnaires, an overall response rate of 14.7 %. Through exclusion due to missing data and the fact that some firms were never private equity backed, our final analysis consists of 75 companies (19 family firms and 56 non-family firms). Following Armstrong & Overton (1977), we controlled our data for nonresponse by comparing early and late respondents in terms of our selected dependent and independent variables. The results outline no significant differences. Hence, we assume that the nonresponse bias is not a major issue in our analysis.

#### 3.2 Measurements

*Shares sold to private equity firm.* To measure the loss of company control, we use the proportion of shares sold to private equity firms as the dependent variable. To obtain information about ownership, we asked in the questionnaire about the proportion of shares sold to private equity firms. This measurement is based on studies showing that ownership reflects control and influence over a firm (Anderson & Reeb, 2003; Miller et al., 2013).

*Family Firm.* The main independent variable of interest indicates whether a firm is a family firm or not. Consistent with the study of Stockmans et al. (2010), a company is perceived as a family firm if one family owns at least 50 % of company shares prior to the private equity investment. The variable is measured dichotomously, as we distinguish between family firms (coded one) and non-family firms (coded zero).

*Reason for Seeking Private Equity.* To determine the reason for seeking PE, we included a question in the questionnaire asking participants to give their reason for employing PE: i) ownership changes, ii) financing growth, iii) financial crisis, or iv) others. For each financing reason, we created a dummy variable equal to one if that reason for seeking private equity was selected.

*Prior Experience with Private Equity.* Prior experience with private equity indicates whether participants already had experience with private equity. The variable takes the value one if the participants were experienced in private equity and zero, otherwise.

*Control Variables.* Consistent with the work of Wilson, Wright, Siegel & Scholes (2012), we control for the industry (*Dummy industry*), firm size (*Dummy firm size*), and firm age (*firm age*) of the portfolio firms. In terms of industry, we distinguish between companies that belong to either the service or the manufacturing industry. In doing so, we build a dummy variable that is coded one if the company belongs to the service sector and zero if the company is associated with the manufacturing industry. We thus differentiate industries whose companies have high investment costs, with high amounts of capital tied up, and that are consequently under liquidity greater pressure (i.e., manufacturing firms) compared to companies in other industries (e.g., in the service industry).

Moreover, we control for firm size and firm age to test effects related to the size and lifecycle, respectively, of the company. In doing so, we included a question in the questionnaire asking participants about the firm's age. We measured firm age as the number of years since the firm was founded. To gain information about firm size, we asked participants about the firm's total assets in 2014. To classify firms according to size, we used the provisions of the German Commercial Code (HGB) as guidelines. The HGB categorizes firms as small, medium, and large according to total assets, the number of employees, and the amount of sales. We used the HGB classification categories for total firm assets and asked participants to fit the company into one of these categories. In doing so, we define *firm size* = 1 if total assets were equal or higher than 19.250 k€ and zero if lower. We control for firm size, since small firms have higher agency costs compared to large firms due to the higher risk for company failure.

We construct a dummy variable *Legalform* used for the legal form of the portfolio firms, coded zero if the shareholders enjoy unlimited liability for their business and personal assets and one if the liabilities are limited to the company's assets. Shareholders who enjoy unlimited liability for their business and personal assets may sell fewer shares to private equity firms, since they fear loss of the company's assets as well as the loss of their personal assets. In addition, we control for the year of investment of the private equity deal. In times of financial crisis, portfolio firms may sell more shares to private equity firms, since they need additional financial support.

### **3.3 Common Method Bias (CMB)**

Since we obtained data from each respondent using a single methodology (questionnaire), we must consider CMB (Podsakoff, MacKenzie, Jeong-Yeon & Podsakoff, 2003). Chang, van Witteloostuijn & Eden (2010) outline several strategies that we used to minimize and control for CMB. First, we avoid utilizing the subjective evaluations of managing directors. Asking for the total proportion of sold shares to private equity firms leads to an objectively measured dependent variable. Moreover, our independent variables can be considered objective, since we asked the participants about the reason for using private equity and their prior experience with private equity. Second, we used Harman's one-factor test to analyze the extent of CMB (Podsakoff et al., 2003). In doing so, we included every variable into a non-rotated principal component analysis (PCA). If only one factor is derived from the PCA, it would account for CMB. Within our analysis, 10 factors were extracted from the PCA, the largest of which explained only 22.4 % of the given variance. Hence, we conclude that CMB is not a major concern in our research.

## **4. Empirical Results**

Table C-1 provides an overview of key descriptive statistics. The means and medians of the characteristics of private equity investments with regard to family and non-family firms are reported. The statistics indicate that family firms sell fewer shares to private equity firms than non-family firms do. We also report the means and medians of variables relevant to our research model.

## Studie 2: Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control

Table C-1: Descriptive Statistics of Private Equity Investments

	Total			Family firms			Non-family firms			P-values of the difference	
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median	Mean	Median
Shares_sold	75	70.093	80	19	53.895	60	56	75.589	82.5	0.002	0.006
Dummy re_ownership	75	0.387	0	19	0.421	0	56	0.375	0	0.637	0.724
Dummy re_growth	75	0.533	1	19	0.632	1	56	0.500	0.5	0.836	0.324
Dummy re_crisis	75	0.133	0	19	0.105	0	56	0.143	0	0.341	0.679
Dummy prior_exp_pe	75	0.547	1	19	0.474	0	56	0.571	1	0.233	0.426
Investment_year	75	2007.987	2008	19	2005.737	2006	56	2008.8	2009	0.011	0.014

Notes: This table provides descriptive statistics of the relevant variables in our econometric models. Our sample consists of 75 privately held firms backed by private equity. The last two columns report the two-sided P-values for the difference between family and non-family firms in means and median, respectively. The results show that family firms sell fewer shares to private equity firms than non-family firms do. We use T-tests (Wilcoxon rank tests) to test the difference in means (medians).

To test our research design we run several ordinary least squares (OLS) and Tobit regressions. Table C-2 outlines the OLS regressions and Table C-3 the Tobit regressions.

## Studie 2: Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control

Table C-2: Results of OLS Regressions

Variables	Model 1 OLS	Model 2 OLS	Model 3 OLS	Model 4 OLS	Model 5 OLS	Model 6 OLS
Dummy ff		-20.12*** (7.183)	-29.82*** (7.774)	-19.40* (10.63)	-22.00*** (7.664)	-36.92*** (9.220)
Dummy re_ownership			19.45*** (6.274)			
Dummy re_ownershipxdummy ff			20.40* (12.05)			
Dummy re_growth				-18.90*** (6.765)		
Dummy re_growthxdummy ff				4.072 (13.61)		
Dummy re_crisis					-1.982 (9.832)	
Dummy re_crisisxdummy ff					17.66 (21.39)	
Dummy prior_exp_pe						5.228 (6.328)
Dummy prior_exp_pexdummy ff						36.60***
Firm_age	-0.0330 (0.0736)	-0.00643 (0.0709)	0.0196 (0.0620)	-0.0490 (0.0694)	-0.00981 (0.0720)	-0.0182 (0.0648)
Dummy industry	-4.367 (6.606)	-6.809 (6.361)	-8.562 (5.553)	-5.664 (6.056)	-6.553 (6.452)	-4.777 (5.835)
Dummy firm_size	25.66*** (6.886)	21.52*** (6.732)	18.22*** (6.021)	19.57*** (6.449)	21.76*** (6.802)	24.00*** (6.206)
Investment_year	-0.218 (0.685)	-0.579 (0.666)	-0.422 (0.580)	-0.546 (0.632)	-0.601 (0.673)	-0.793 (0.613)
Dummy legalform	44.86** (19.57)	40.74** (18.73)	56.73*** (16.63)	39.20** (18.25)	40.26** (18.95)	34.18* (17.26)
Constant	452.0 (1,372)	1,188 (1,335)	850.9 (1,163)	1,135 (1,268)	1,232 (1,350)	1,618 (1,231)
Observations	75	75	75	75	75	75
R-Squared	0.221	0.302	0.487	0.389	0.310	0.436

Notes: This table presents the results of the OLS regression models. Model 1 outlines the impact of the control variables. Model 2 includes the main variable of interest, *family firm*. Models 3 to 5 exhibit the results of the interaction terms of each reason for seeking private equity (Model 3, ownership; Model 4, growth; Model 5, crisis) on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms separately. In Model 6, we show the results of the interaction term of prior experience with private equity on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms. Standard errors are reported in parentheses. The superscripts \*, \*\* and \*\*\* denote statistical significance at the 10 %, 5 %, and 1 % levels, respectively.

## Studie 2: Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control

Table C-3: Results of Tobit Regressions

Variables	Model 1 Tobit	Model 2 Tobit	Model 3 Tobit	Model 4 Tobit	Model 5 Tobit	Model 6 Tobit
Dummy ff		-20.12*** (6.839)	-29.82*** (7.293)	-19.40* (9.972)	-22.00*** (7.190)	-36.92*** (8.650)
Dummy re_ownership			19.45*** (5.886)			
Dummy re_ownershipxdummy ff			20.40* (11.30)			
Dummy re_growth				-18.90*** (6.345)		
Dummy re_growthxdummy ff				4.072 (12.77)		
Dummy re_crisis					-1.982 (9.224)	
Dummy re_crisisxdummy ff					17.66 (20.06)	
Dummy prior_exp_pe						5.228 (5.936)
Dummy prior_exp_pexdummy ff						36.60*** (11.86)
Firm_age	-0.0330 (0.0706)	-0.00643 (0.0675)	0.0196 (0.0582)	-0.0490 (0.0651)	-0.00981 (0.0675)	-0.0182 (0.0608)
Dummy industry	-4.367 (6.337)	-6.809 (6.057)	-8.562 (5.209)	-5.664 (5.681)	-6.553 (6.052)	-4.777 (5.474)
Dummy firm_size	25.66*** (6.605)	21.52*** (6.410)	18.22*** (5.648)	19.57*** (6.050)	21.76*** (6.381)	24.00*** (5.822)
Investment_year	-0.218 (0.657)	-0.579 (0.634)	-0.422 (0.544)	-0.546 (0.593)	-0.601 (0.631)	-0.793 (0.575)
Dummy legalform	44.86** (18.77)	40.74** (17.83)	56.73*** (15.60)	39.20** (17.12)	40.26** (17.77)	34.18** (16.19)
Constant	452.0 (1,316)	1,188 (1,271)	850.9 (1,091)	1,135 (1,190)	1,232 (1,266)	1,618 (1,155)
Observations	75	75	75	75	75	75

Notes: This table presents the results of the Tobit regression models. Model 1 outlines the impact of the control variables. Model 2 includes the main variable of interest, family firm. Model 3 presents the results for the interaction terms of each reason for seeking private equity (Model 3, ownership; Model 4, growth; Model 5, crisis) on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms separately. In Model 6, we show the results for the interaction term of experience with private equity on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms. Standard errors are reported in parentheses. The superscripts \*, \*\*, and \*\*\* denote statistical significance at the 10 %, 5 %, and 1 % levels, respectively.

Following a hierarchical approach, we first conduct an OLS and a Tobit regression including only control variables (Model 1). The control variables *Dummy firm\_size* (25.66,  $p \leq 0.001$ ) and *Dummy legalform* (44.86,  $p \leq 0.05$ ) are significant and positively influence the proportion of shares sold to private equity firms. The regression coefficient of Model 2 outlines that, if the company is a family firm, the proportion of shares sold to private equity firms decreases by 20.12 percentage points ( $p \leq 0.001$ ), revealing an economically relevant effect of family firms on the proportion of shares sold. Family firms sell significantly fewer shares to private equity firms than non-family firms do. This finding supports Hypothesis 1 and prior literature indicating that family firms differ from non-family firms (Berrone et al., 2012; Berrone et al., 2010; Cennamo et al., 2012; Chen et al., 2010; Deephouse & Jaskiewicz, 2013; Gomez-Mejia et al., 2007). We find evidence that the pursuit of company control plays a bigger role in private equity investments for family firms than for non-family firms. Thus, our findings are consistent with prior studies indicating that the family firm's preliminary goal is to retain control over the firm and, hence, the loss of company control could threaten the socioemotional wealth of the family firm (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2014; Gomez-Mejia et al., 2007). We argue that the prevention of the loss of socioemotional wealth leads to the outlined differences in the extent of company control family and non-family firms are willing to transfer to private equity firms.

Models 3 to 5 outline the interaction effects of our independent variable, for family firms, with each reason for seeking private equity (ownership, growth, and crisis) to test Hypotheses 2a, 2b, and 2c. To illustrate the impact of financing reasons on the willingness of family firms to cede control, we outline three regression models illustrating the effect of i) ownership (Model 3), ii) growth (Model 4), and iii) crisis (Model 5) financing reasons, respectively, on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms.

Model 3 outlines the effect of the ownership financing reason on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms. This interaction is significant at the 10 % level. The regression coefficients of the interaction terms indicate that the ownership financing reason has a positive impact on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms.

Figure C-1 plots the interaction term of the ownership financing reason against the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms.

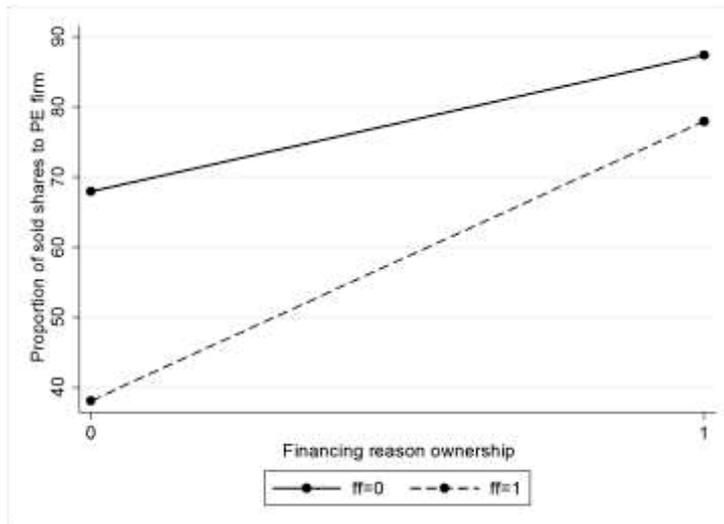


Figure C-1: Interaction effect of the ownership financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares

Figure C-1 illustrates that the gap between family and non-family firms decreases when private equity is sought to resolve challenges related to ownership. The gradient of the slope for family firms is therefore higher (+39.86) in contrast to the gradient of the slope for non-family firms (+19.45). Therefore, the results outlined support Hypothesis 2a. If family firms employ private equity for reasons related to ownership, they sell more shares to private equity firms than do family firms seeking private equity for other financing reasons. With regard to the proportion of shares sold to private equity firms, family firms come close to the proportion of shares non-family firms sell to private equity firms. Thus, family firms seeking private equity for reasons related to ownership accept greater loss of control than family firms employing private equity for other financing reasons. We suggest that our result derives from the weaker emotional bonds between the family members of family firms facing conflicts than the family members of family firms without conflicts. Hence, the level of socioemotional wealth is lower due to the fact that one of its dimension refers to the emotional attachment of family members (Berrone et al., 2012). Regarding to our argumentation, we conclude that family firms facing ownership challenges possess less socioemotional wealth and therefore behave more similarly to non-family firms employing private equity.

We were unable to estimate the influence of the growth and crisis financing reasons on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms because the interaction terms are not significant in Models 4 and 5. In addition, the independent variable *Dummy re\_crisis* is not significant in Model 5. Therefore, the results for the growth and crisis financing reasons seem to be inconsistent. However, we plot the effects

of the growth and crisis financing reasons separately against the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms to display tendencies with regard to Hypotheses 2b and 2c.

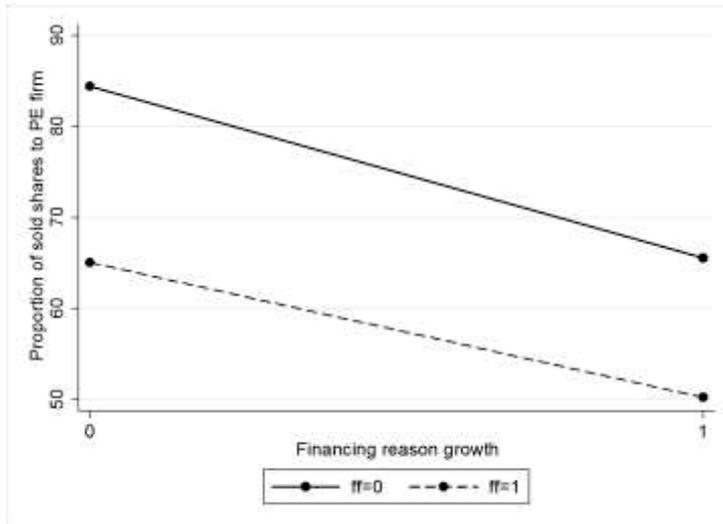


Figure C-2: Interaction effect of the growth financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares

Figure C-2 shows that the gap between family and non-family firms remains nearly the same when firms seek private equity for reasons related to growth. Moreover, both family and non-family firms are willing to sell fewer company shares to private equity firms when seeking private equity to realize company growth. However, the interaction term is not significant and thus, we cannot support Hypothesis 2b.

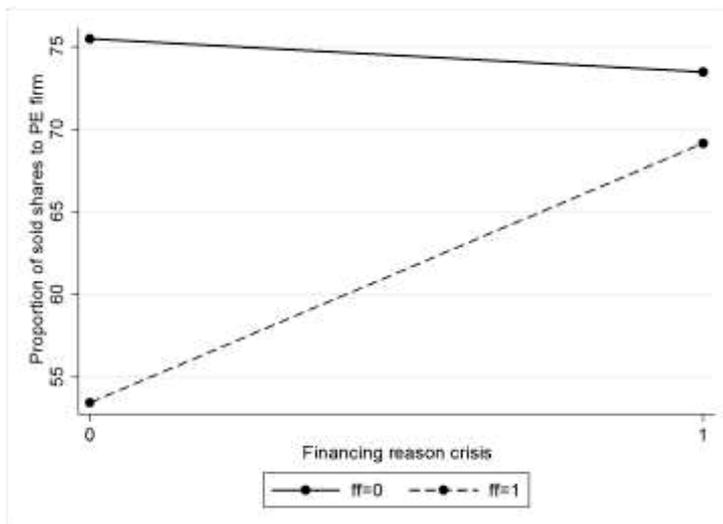


Figure C-3: Interaction effect of the crisis financing reason on the relation between family firms and the proportion of sold shares

Figure C-3 exhibits the interaction term between the crisis financing reason and family firms. The results show that the difference between family and non-family firms regarding willingness to give up company control tends to decrease. In other words, family firms accept greater loss of company control when they seek private equity to overcome a company crisis. However, the interaction term is not significant and we therefore cannot support Hypothesis 2c.

Within Model 6, we test Hypothesis 3, as we estimate the influence of private equity experience on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms. This interaction is significant at the 1 % level and has a positive sign, indicating that personal experience with private equity has a positive impact on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms.

Figure C-4 plots the significant interaction term of personal experience on the relation between family firms and the proportion of shares sold to private equity firms to analyze and interpret results.

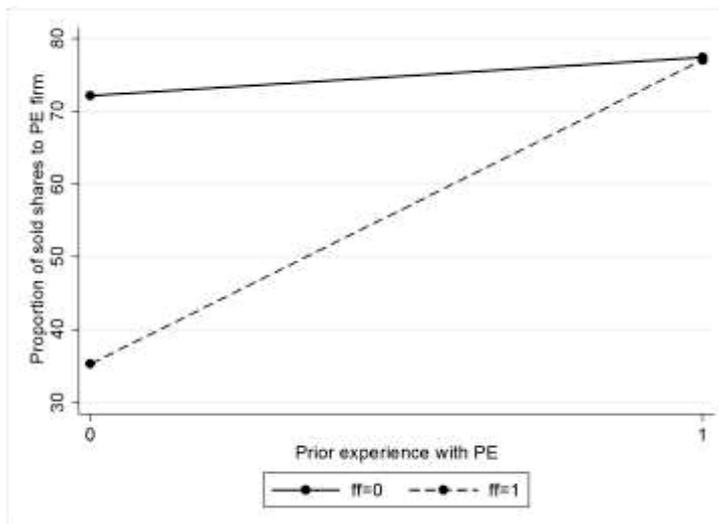


Figure C-4: Interaction effect of prior experience with private equity on the relation between family firms and the proportion of sold shares

If the CEOs of family firms do not have private equity experience, family firms sell fewer shares to private equity firms than non-family firms do. In contrast, the gap between the proportion of shares family and non-family firms are willing to sell to private equity firms closes if the CEO is experienced with private equity. Hence, the gradient of the slope for family firms is higher (+41.83) in contrast to that for non-family firms (+5.23). The result is significant at the 1 % level and has a positive sign; we therefore confirm Hypothesis 3. If CEOs of family firms are already familiar with private equity, these family firms will sell

more shares to private equity firms than family firms with CEOs with no private equity experience. With regard to the proportion of shares sold to private equity firms, family and non-family firms sell the same proportion of company shares to private equity firms. Thus, experienced CEOs of family firms accept greater loss of control than family firms run by inexperienced CEOs do. One possible explanation is that experienced managers of family firms do not consider private equity a threat to socioemotional wealth but, rather, emphasize the smart money of private equity, e. g., to benefit from private equity investors' extensive knowledge and experience to professionalize the firm and increase both financial and socioemotional wealth.

Table C-4 presents the results of our multicollinearity analysis. The dependent variable for the proportion of sold shares to private equity firms is negatively correlated with the independent variable for family firms. All the values of the correlations are under the critical threshold of 0.7, indicating that multicollinearity is not an issue (Anderson, Sweeney, Williams, Camm & Cochran, 2014). Additionally, we examined the variance inflation factors to test multicollinearity (Kroll, Walters & Wright, 2008). All their values stayed below the critical threshold of 10 (Chatterjee & Hadi, 2015). We therefore conclude that multicollinearity is not an issue in our research.

Table C-4: Mean Values, Median, Standard Deviations, and Correlations

	Mean	Median	SD	VIF	1	2	3	4	5	6	7
1 Sold_shares	70.093	80	28.878	-	1						
2 Dummyff	0.253	0	0.438	1.16	-0.3289*	1					
3 Firm_age	50.387	32	49.529	1.44	0.1218	0.1736	1				
4 Dummyindustry	0.333	0	0.475	1.06	-0.1216	-0.1517	-0.1872	1			
5 Dummyfirm_size	0.627	1	0.487	1.26	0.3908*	0.1208	0.3871*	-0.0975	1		
6 Investment_year	2007.987	2008	5.012	1.30	-0.0258	-0.2632*	-0.4040*	0.0928	-0.1350	1	
7 Dummylegalform	0.973	1	0.162	1.08	0.1967	-0.0939	-0.0710	-0.0585	-0.1278	0.2157	1

We assume that our results are robust, since we find no major changes in our control variables between our models in terms of significance or direction. In addition, we apply propensity matching to identify a suitably matched sample of family firms for comparison with non-family firms. In doing so, we first conduct a probit regression to determine the likelihood of being a family firm, dependent on the matching variables. Second, the propensity score is used to match family firms to their nearest non-family firm neighbors. Matching pairs with a difference in propensity score greater than 0.1 are dropped. Third, we run T-tests to estimate mean differences. The results of the matching model are shown in Table C-5.

Table C-5: Propensity Score Matching

Variables	N	mean delta	result of T-test on mean difference
Sold shares	17	23.5882	Significance of level 1 %
<b>Matching variables</b>			
Firm_age		-9.1767	Not significant
Dummy industry		-0.1176	Not significant
Dummy firm_size		0.1764	Not significant
Investment_year		-1.7647	Not significant
Dummy legalform		Not reported	

The outcomes of the propensity score matching are in line with our regression results. A difference of 23.59 percentage points between family and non-family firms with regard to the proportion of shares sold to private equity firms is estimated at the 1 % significance level. Additionally, the robustness of our results is confirmed by the non-significance of the T-tests of our matching variables.

## 5. Conclusion

Our study empirically examines private equity investments in privately held firms. In particular, we shed light on differences in the distribution of company shares between family and non-family firms after private equity was employed. In doing so, we investigate if family firms differ from non-family firms in willingness to cede company control to private equity firms. Moreover, we empirically study the influence of financing reasons and prior experience with private equity on the relation between family firms and the willingness to cede company control to private equity firms. Our study uses a unique dataset of 75 privately held firms that used private equity. We constructed our dataset with the data from standardized questionnaires sent to the directors of German privately held and Private-Equity-backed firms.

Our analysis outlines three main results. First, we find evidence that family firms sell fewer company shares to private equity firms than non-family firms do. This finding reinforces the great importance of control through ownership in family firms and therefore confirms the theory of socioemotional wealth (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007). Second, we show that family firms behave differently depending on the reason for seeking

private equity. Family firms are willing to cede more company control to private equity firms if they seek private equity for reasons related to ownership changes. The difference in the proportion of shares sold between family and non-family firms becomes less pronounced when firms seek private equity to solve problems related to ownership. Third, we find that, in family firms, prior experience with private equity leads to greater willingness to cede company control to private equity firms. In particular, family and non-family firms sell the same proportion of company shares to private equity firms when entering a private equity transaction if at least one CEO of the firm is familiar with private equity. Our findings reinforce those of Chua et al. (2012), who argue that family firms are heterogeneous. Willingness to cede company control to private equity firms differs within the group of family firms depending on financing reasons and private equity experience.

This study aims to contribute to the family firm literature on differences between family and non-family firms by elaborating on socioemotional wealth theory (Berrone et al., 2012; Gómez-Mejía et al., 2007), on family firm literature dealing with heterogeneity, and on the intuitive decision making literature, for we are able to show that prior experience in private equity also influences the willingness to cede company control to private equity firms.

Our results have some limitations due to our small sample. Therefore, the results are not necessarily representative of private equity investments in general. However, the availability of data is limited, since the overall population of German privately held and private-equity-backed firms is small. Moreover, since we chose German privately held firms for our analysis, we have to acknowledge that the family firms of other countries may behave differently when using private equity. In contrast to Continental European countries, public equity is of greater importance in Anglo-Saxon countries (Mayer, 1990; Pagano et al., 1996; Rajan & Zingales, 1995). Hence, Anglo-Saxon firms go public earlier in their lifecycle (Pagano et al., 1996). In addition, the stock exchange is accessible to everyone, whereas in Continental European countries the public equity market mainly consists of old, established, large firms (Pagano et al., 1996). It is easier for Anglo-Saxon family firms to use public equity to finance growth strategies than for Continental European firms. Anglo-Saxon firms might therefore prefer public equity to realize growth strategies and therefore use less private equity in contrast to German firms.

Our study could serve as a starting point for future analysis. Additional research could shed light on different levels of socioemotional wealth in private-equity-backed family firms. Prior literature shows heterogeneity to be of great interest in family firm research (Chua et

al., 2012; Pazzaglia et al., 2013). Hence, it would be interesting to examine the relation between the willingness to give up company control to private equity firms and different levels of socioemotional wealth in family firms. We therefore encourage future quantitative and qualitative studies in these directions to gain a better understanding of differences in private equity investments in family firms.

**D. Studie 3: Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Managern<sup>22 23</sup>**

**1. Einleitung**

Private-Equity-Transaktionen sind durch hohe Informationsasymmetrien im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen (Adverse Selektion) und opportunistische Verhaltensweisen (Moral Hazard) zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Portfoliounternehmen geprägt (Davis et al., 2011; Palepu, 1990). Um Informationsasymmetrien abzubauen und erfolgsversprechende Investments zu identifizieren, analysieren Beteiligungsgesellschaften im Rahmen einer Due Diligence potentielle Investitionsobjekte eingehend (Berens & Strauch, 2013; Bredy & Strack, 2013; Dawson, 2011; Franke, Gruber, Harhoff & Henkel, 2008; Henn & Lutz, 2017b; Wright & Robbie, 1998). Neben objektiven Kriterien, wie beispielsweise der finanziellen Situation des Portfoliounternehmens, begünstigen auch personenbezogene weiche Faktoren, wie festgestellte Ähnlichkeiten zwischen Investmentmanager und Managementteam, die Auswahlentscheidung (Franke et al., 2006).

Nicht nur Private-Equity-Gesellschaften, sondern auch Portfoliounternehmen sind hohen Informationsasymmetrien beim Eingang einer Private-Equity-Finanzierung ausgesetzt. Durch den Erwerb von Unternehmensanteilen ist es Private-Equity-Gesellschaften möglich, wichtige strategische Entscheidungen des Portfoliounternehmens mitzubestimmen und damit den Unternehmenserfolg maßgeblich zu beeinflussen (Henn & Lutz, 2017a, 2017b). Eine sorgfältige Auswahl einer Private-Equity-Gesellschaft ist deshalb auch für Portfoliounternehmen unerlässlich. Zur Identifizierung geeigneter Investoren nutzen Portfoliounternehmen häufig Auktionsverfahren, an denen in der Regel mehrere Private-Equity-Häuser teilnehmen (Boone & Mulherin, 2007; Hansen, 2001). Neben finanziellen Auswahlkriterien entscheiden auch auf Seiten der Portfoliounternehmen personenbezogene Kriterien über eine Finanzierung (Achleitner et al., 2010).

Die Kompetenz des Private-Equity-Managers ist dabei ein relevantes Auswahlkriterium, da eine Private-Equity-Finanzierung neben einer monetären Unterstützungsfunktion eine Beratungsfunktion (Smart Money) umfasst (Kaplan & Schoar, 2005). Besondere Bedeutung hat hierbei die fachliche Expertise von Private-Equity-Managern bei privatgehaltenen

---

<sup>22</sup> Autorin: Marisa Henn

<sup>23</sup> Die in dieser Studie verwendete männliche Form gilt für Personen beiderlei Geschlechts.

Unternehmen, da in solchen Unternehmen zur Verfügung stehende Ressourcen häufig ineffizient eingesetzt und Wachstumspotentiale deshalb nicht vollständig ausgeschöpft werden (Wright, Hoskisson & Busenitz, 2001a). Insbesondere bei der Förderung von Innovations- und Wachstumsvorhaben (Wright, Hoskisson, Busenitz & Dial, 2001b; Wright, Thompson & Robbie, 1992; Zahra, 1995) sowie bei der Konzeption und Implementierung einer strategischen Neuausrichtung (Hsu, 2006; Wright et al., 2001a; Wright et al., 2001b), zwei wichtige Beiträge zum nachhaltigen Unternehmenserfolg und zur -wertsteigerung, unterstützen Private-Equity-Manager mit fachlicher Expertise das Management des Portfoliounternehmens.

Aufgrund der aufgezeigten Relevanz der Kompetenz des Private-Equity-Managers in einer Private-Equity-Finanzierung widmet sich diese Studie der fachlichen Kompetenz des Private-Equity-Managers. Hierzu wird untersucht, wie das Management der Portfoliounternehmen die Kompetenz des Private-Equity-Managers wahrnimmt und durch welche personenspezifischen Eigenschaften die Einschätzung beeinflusst wird. Neben identifizierten Ähnlichkeiten zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer in Bezug auf deren Bildungsgrade und deren Branchenkenntnisse wird der Einfluss von altersspezifischen Aspekten auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers analysiert. Darüber hinaus werden der Einfluss des Alters des Geschäftsführers und der Gleichaltrigkeit zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers untersucht. Hierzu werden 75 Geschäftsbeziehungen zwischen Private-Equity-Managern und Geschäftsführern in 75 privatgehaltenen, deutschen Unternehmen, die eine Private-Equity-Finanzierung erhalten haben, analysiert. Die Daten stammen aus einer im Sommer 2015 erhobenen Fragebogenstudie.

Die Ergebnisse zeigen, dass Geschäftsführer, die Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads und der Branchenkenntnisse mit dem Private-Equity-Manager aufweisen, diesen als kompetenter wahrnehmen. Gleichaltrigkeit zwischen Geschäftsführern und Private-Equity-Managern hat hingegen keinen signifikanten Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung. Diese Ergebnisse könnten darauf hinweisen, dass Ähnlichkeiten lediglich bei beeinflussbaren Charakteristika, wie dem Bildungsgrad und der Branchenkenntnisse, einen Effekt haben, bei Ähnlichkeiten, die durch Individuen nicht bestimmbar sind, jedoch keine Auswirkung auf die Kompetenzwahrnehmung besitzen. Darüber hinaus konnte festgestellt werden, dass das Alter der Geschäftsführer in einem nicht-linearen Zusammenhang mit der

Kompetenzwahrnehmung steht. So steigt die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers mit steigendem Alter des Geschäftsführers, um dann ab etwa dem 54. Lebensjahr wieder abzunehmen.

Während bisherige quantitative Studien zu Private-Equity-Interaktionen zwischen Portfoliounternehmen und Private-Equity-Gesellschaften hauptsächlich auf Unternehmensebene analysieren (z. B. Cressy et al., 2007; Cumming et al., 2007; Davis et al., 2014; Gompers & Lerner, 2000), untersucht die Studie Private-Equity-Finanzierungen auf Personenebene. Dadurch ist es möglich, personenspezifische Zusammenhänge zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer aufzudecken und zu analysieren. Die Studie hat deshalb wichtige Implikationen für die Forschung in vier unterschiedlichen Bereichen.

Erstens erweitert die Studie akademische Literatur, die sich mit der Partnerauswahl in Investitionsentscheidungen beschäftigt (Achleitner et al., 2010; Franke et al., 2006). Bestehende Literatur in der Beteiligungsfinanzierung zeigt, dass insbesondere personenbezogene Kriterien, wie die Expertise einer Private-Equity-Gesellschaft, wichtige Entscheidungskriterien bei der Auswahl einer Investmentfirma sind (Achleitner et al., 2010). Basierend auf diesen Erkenntnissen erweitert die Studie die Forschung, indem erstmals untersucht wird, wodurch die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung beeinflusst wird.

Zweitens ergänzt die Studie Literatur, die sich mit der Relevanz von Wissen und Kompetenz der involvierten Akteure einer Private-Equity-Finanzierung beschäftigt (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004). Während bestehende Studien vorwiegend die notwendige Expertise des Geschäftsführers aus Sicht des Private-Equity-Managers untersuchen (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004), nimmt die vorliegende Studie einen Perspektivwechsel vor und betrachtet die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers aus der Perspektive des Geschäftsführers.

Drittens erweitert die Studie bestehende Literatur, die sich mit dem Alter und der damit im Zusammenhang stehenden Selbstüberschätzung beschäftigt (Brown & Sarma, 2007; Buchholtz & Ribbens, 1994; Doukas & Petmezas, 2007; Menkhoff, Schmeling & Schmidt, 2013; Simon & Houghton, 2003). Bereits bestehende Literatur zeigt, dass sich sowohl junge (Forbes, 2005; Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2005, 2008; Taylor, 1975) als auch ältere Geschäftsführer häufig selbst überschätzen und dass diese Selbstüberschätzung

zu irrationalen Entscheidungen führt (Billett & Qian, 2008). Die Studie erweitert die bestehende Literatur, indem gezeigt wird, dass nicht nur Entscheidungen abhängig von der Selbstwahrnehmung und dem Alter einer Person sind, sondern, dass auch die Selbstwahrnehmung einen Einfluss auf die Wahrnehmung anderer Personen hat - in diesem Fall die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers.

Viertens trägt die Studie zur Ähnlichkeits- und Vertrauensforschung bei (Bengtsson & Hsu, 2010; Byrne, 1971; Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995; McPherson, Smith-Lovin & Cook, 2001; Rogers & Bhowmik, 1970), die eng mit der Kompetenzliteratur verknüpft sind. Neben dem Wohlwollen einer Person und dessen Integrität ist die Kompetenz eines der zentralen vertrauensbildenden Eigenschaften (Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995). Während bisherige Studienergebnisse aus unterschiedlichen Disziplinen zeigen, dass Ähnlichkeiten das Vertrauen begünstigen (Busch & Wilson, 1976; Dion, Easterling & Miller, 1995; Lichtenthal & Tellefsen, 2001) und damit letztendlich Agency-Kosten reduzieren, ergänzt die Studie den Literaturstrang, indem ein positiver Zusammenhang zwischen Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads sowie der Branchenkenntnisse und der wahrgenommenen Kompetenz des Private-Equity-Managers im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung gefunden wird.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Kapitel 2 beschäftigt sich mit den theoretischen Grundlagen sowie den Hypothesenherleitungen. Im dritten Kapitel werden die verwendeten Variablen sowie die genutzte Methodik beschrieben und die aufgestellten Hypothesen anhand des Datensatzes überprüft. Die Präsentation und Interpretation der Ergebnisse befindet sich in Kapitel 4. Kapitel 5 fasst den Beitrag zusammen, beinhaltet Limitationen und gibt einen Ausblick auf zukünftigen Forschungsbedarf.

## **2. Theoretische Grundlagen und Ableitung der Untersuchungshypothesen**

### **2.1 Relevanz der Kompetenz und der Wahrnehmung der Kompetenz des Private-Equity-Managers in einer Private-Equity-Finanzierung**

Während einer Beteiligungsfinanzierung professionalisieren Private-Equity-Gesellschaften Portfoliounternehmen, um den Unternehmenserfolg und den damit verbundenen Unternehmenswert der Investitionsobjekte bis zum Verkauf der Unternehmensanteile zu steigern (Lee, Lee & Pennings, 2001; Meuleman, Amess, Wright & Scholes, 2009; Wright et al., 2001b). Neben dem Einleiten von Professionalisierungsmaßnahmen in den Unternehmens-

bereichen Financial Management, Human Resources, Marketing und Mergers & Acquisitions unterstützen Private-Equity-Manager die Geschäftsführung der Portfoliounternehmen u. a. bei einer strategischen Neuausrichtung des Portfoliounternehmens, dem effizienteren Einsetzen von bestehenden Ressourcen sowie bei der Etablierung innovationsfördernder Strukturen (Bruining & Wright, 2002; Harris, Siegel & Wright, 2005; Hendry, 2002; Lee et al., 2001; Meuleman et al., 2009; Wright et al., 2001b; Wright et al., 1992). Für die Bewältigung der Aufgabenbereiche und dem Erreichen des übergeordneten Ziels, dem Erwirtschaften einer hohen Rendite beim Verkauf der Unternehmensanteile, ist eine hohe fachliche Expertise seitens des Private-Equity-Managers unerlässlich.

Bereits bei der Auswahl und Selektion von erfolgsversprechenden Investitionsobjekten können Private-Equity-Gesellschaften von einer hohen fachlichen Expertise der Private-Equity-Manager profitieren. Erfahrene Private-Equity-Manager identifizieren häufiger Unternehmen mit erfolgsversprechenden Wachstumspotentialen (Baum & Silverman, 2004; Meuleman et al., 2009) und reduzieren systematischer durch das Einholen von relevanten Unternehmensinformationen die anfangs bestehenden hohen Informationsasymmetrien zwischen Portfoliounternehmen und Private-Equity-Gesellschaften und die dadurch auftretenden Agency-Kosten (Adverse Selection) (Meuleman et al., 2009). Darüber hinaus können qualifizierte Private-Equity-Manager eine Vielzahl von Mitsprache- und Kontrollrechten<sup>24</sup> für die Private-Equity-Gesellschaft im Rahmen der Vertragsverhandlungen mit den Portfoliounternehmen durchsetzen, wodurch bestehende Informationsasymmetrien zwischen dem Private-Equity-Manager und dem Management des Portfoliounternehmens während des Investments reduziert werden (Kaplan & Strömberg, 2003; Meuleman et al., 2009).

Für den Abbau von Informationsasymmetrien und der Reduktion von Agency-Kosten (Moral Hazard) während des Investments ist, neben der tatsächlichen fachlichen Expertise, auch die durch das Management wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers wichtig. Da Private-Equity-Manager nicht im operativen Geschäft des Portfoliounternehmens aktiv werden und Verträge in der Unternehmenspraxis in der Regel unvollständig sind, sind Private-Equity-Manager bei der Umsetzung ihrer Konzepte auf eine vertrauensvolle Zusammenarbeit mit dem Management des Portfoliounternehmens angewiesen (Henn & Lutz, 2017a).

---

<sup>24</sup> z. B. Sitze in Aufsichtsgremien, Vetorechte, Monitoringverpflichtungen.

Neben der wahrgenommenen Integrität und dem Wohlwollen einer Person ist die wahrgenommene Kompetenz eine der zentralen vertrauensbildenden Eigenschaften einer Person (Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995). Im Kontext einer Private-Equity-Finanzierung ist deshalb davon auszugehen, dass Geschäftsführer, die Private-Equity-Managern eine hohe fachliche Expertise zuschreiben, ein höheres Maß an Vertrauen in den Private-Equity-Manager und in die von ihm auferlegten Vorgaben setzen. Kompetente Private-Equity-Manager könnten dadurch Strategien schneller im Unternehmen implementieren und Professionalisierungsmaßnahmen durch das Management effizient umsetzen lassen. Private-Equity-Gesellschaften würden somit von geringeren Informationsasymmetrien und Agency-Kosten (Moral Hazard) sowie einer schnelleren Professionalisierung des Investitionsobjekts profitieren.

Darüber hinaus kann eine hohe wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers bereits bei Vertragsverhandlungen ein entscheidender Wettbewerbsvorteil sein. Da Private-Equity-Finanzierungen häufig im Rahmen eines Auktionsverfahrens vergeben werden, stehen Private-Equity-Gesellschaften mit anderen Beteiligungshäusern in Konkurrenz (Boone & Mulherin, 2007; Hansen, 2001). Neben finanziellen Aspekten umfassen die von den Private-Equity-Gesellschaften unterbreiteten Angebote nicht-monetäre Leistungen (Smart Money), in Form von Beratungs- und Unterstützungsleistungen (Kaplan & Schoar, 2005). Während monetäre Aspekte der unterschiedlichen Angebote (wie z. B. der Kaufpreis) vergleichbar sind, ist der tatsächliche Wert des ‚Smart Money‘ im Vorfeld des Investments schwer messbar. Die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers kann jedoch erste Rückschlüsse auf die Qualität der zukünftigen Beratungs- und Unterstützungsleistungen geben und insbesondere dann einen maßgeblichen Einfluss auf die Entscheidung des Portfoliounternehmens haben, wenn sich die Angebote der Private-Equity-Häuser in finanzieller Hinsicht kaum unterscheiden.

## **2.2 Einfluss zwischenmenschlicher Ähnlichkeit auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung**

Erste Studien haben bereits vor 40 Jahren gezeigt, dass sich Individuen sowohl im privaten als auch im geschäftlichen Bereich bevorzugt mit Menschen umgeben, die ähnliche Eigenschaften und/oder Hintergründe haben (Bengtsson & Hsu, 2010; Byrne, 1971; McPherson et al., 2001; Rogers & Bhowmik, 1970). So beeinflusst die soziale Homophilie Gruppenbildungen und soziale Bindungen in der Schule, Ehe, bei Freundschaften und im Arbeitsbereich (Gompers, Mukharlyamov & Xuan, 2016; McPherson et al., 2001). Das liegt vor

allem daran, dass Individuen zwischenmenschliche Ähnlichkeiten als Belohnung empfinden, da sie das eigene Handeln und Denken bestätigen (Byrne, 1971; McPherson et al., 2001).

Daraus resultierend wirken sich Ähnlichkeiten positiv auf die Qualität der Beziehungen sowohl im privaten als auch im geschäftlichen Bereich aus (Brock, 1965; Capon, 1975; Crosby, Evans & Cowles, 1990; Evans, 1963; Lichtenthal & Tellefsen, 2001). So ist die Kommunikation zwischen ähnlichen Individuen beispielsweise einfacher, sodass Entscheidungen effizient und schnell getroffen werden können (Bengtsson & Hsu, 2010; Berger, Miller, Petersen, Rajan & Stein, 2005; Cohen, Frazzini & Malloy, 2008; McPherson et al., 2001; Petersen & Rajan, 2002; Stein, 2002). Außerdem vertrauen Individuen anderen Personen mehr (Bengtsson & Hsu, 2010; Lichtenthal & Tellefsen, 2001) und betrügen seltener (Zak & Knack, 2001), je ähnlicher diese ihnen sind.

Im Kontext einer Private-Equity-Finanzierung sind beide vorstehend genannten Aspekte, eine erleichterte Kommunikation sowie ein höheres Vertrauenslevel für Private-Equity-Manager, von hoher Relevanz, um die hohen Agency-Kosten der Private-Equity-Gesellschaften während des Investments zu reduzieren. Eine reibungslose Kommunikation zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager ist für den Abbau von Informationsasymmetrien elementar, da der Private-Equity-Manager nicht im Unternehmen operativ tätig wird (Pratch & Jacobowitz, 2004). Sollte der Geschäftsführer die Anweisungen des Private-Equity-Managers missverstehen, wird er die Vorgaben nicht im Sinne des Private-Equity-Managers im Portfoliounternehmen umsetzen können. Geschäftsführer, die aufgrund von wahrgenommenen Ähnlichkeiten stärker auf die Kompetenzen des Private-Equity-Managers vertrauen, werden Anordnungen des Private-Equity-Managers eher befolgen und umsetzen als Manager, die den Private-Equity-Manager als weniger kompetent anerkennen.

Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden der Einfluss von Ähnlichkeiten auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers analysiert. Hierzu werden Ähnlichkeiten hinsichtlich des *Bildungsgrads* und der *Branchenkenntnisse* analysiert, da beide relevante Kompetenzkriterien für die Berufsausübung sowohl eines Private-Equity-Managers als auch eines Geschäftsführers sind. So zeigt die Literatur beispielsweise im Hinblick auf vorhandene Branchenkenntnisse, dass insbesondere diejenigen Private-Equity-Gesellschaften erfolgreich am Markt agieren, die sich auf eine Branche spezialisiert haben (Cressy et al., 2007; Gompers, Kovner, Lerner & Scharfstein, 2008).

### 2.2.1 Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads

Ähnliche Bildungsgrade zwischen Individuen erhöhen die Wahrscheinlichkeit für eine Kooperation sowohl im privaten (Louch, 2000; Marsden, 1987; McPherson et al., 2001) als auch im Geschäftsbereich (Bengtsson & Hsu, 2010; Gompers et al., 2016; Hegde & Tumlinson, 2014). So erhöht sich beispielsweise die Wahrscheinlichkeit für eine Syndizierung im Venture-Capital-Bereich um 16,3 %, wenn die hauptverantwortlichen Investmentmanager beider Venture-Capital-Gesellschaften an derselben Topuniversität ihr Studium absolviert haben (Gompers et al., 2016). Darüber hinaus bewerten Investoren Investitionsobjekte höher, wenn Managementteams einen vergleichbaren Bildungsgrad haben (Franke et al., 2006). Auch ist die Wahrscheinlichkeit für ein erfolgreiches Investment erhöht, wenn die die Gesellschaft vertretenden Individuen einen ähnlichen Bildungshintergrund besitzen (Cohen et al., 2008; Ishii & Xuan, 2014). Gründe hierfür liegen in einem gesteigerten Vertrauen in das Individuum (Marsden, 1988) und in der verbesserten Einschätzung der fachlichen Expertise des Geschäftspartners (Barton, 1985; Rider, 2012; Useem & Karabel, 1986).

Insbesondere die verbesserte Einschätzung der fachlichen Fähigkeiten des Private-Equity-Managers könnte auf Seiten des Geschäftsführers die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers positiv beeinflussen. Sollten Private-Equity-Manager und Geschäftsführer einen vergleichbaren Bildungsgrad haben, ist es für Geschäftsführer leichter, den Bildungsgrad des Private-Equity-Managers anhand eigener Erfahrungswerte zu evaluieren.

Darüber hinaus wirken wahrgenommene Ähnlichkeiten belohnend (Byrne, 1971). Geschäftsführer werden sich durch vergleichbare Bildungsgrade in ihrem beruflichen Werdegang bestätigt sehen und deshalb einen vergleichbaren Bildungsabschluss besonders wertschätzen.<sup>25</sup> So könnten Geschäftsführer mit hohem Bildungsgrad die Kompetenz des Private-Equity-Managers als höher ansehen, wenn dieser beispielsweise auch promoviert ist.

Außerdem lassen Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads Rückschlüsse auf weitere Ähnlichkeiten zu (Barton, 1985; Collins, 1971; Rider, 2012). Werte, Normen und Ansichten sind zum Beispiel häufig ähnlich, wenn Individuen über vergleichbare Bildungsgrade verfügen (Barton, 1985; Collins, 1971; McPherson et al., 2001; Rider, 2012). Auch eine

---

<sup>25</sup> Vgl. hierzu die Lerntheorie von Byrne (1971).

ähnliche Herangehensweise bei Problemen oder bei Entscheidungsfindungen ist bei Individuen erkennbar, die ähnliche Bildungshintergründe haben (Siegel & Ruh, 1973). Insbesondere ähnliche Problemlösungsstrategien und Vorgehensweisen bei Entscheidungsfindungen könnten die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers erhöhen, da der Geschäftsführer sich in seiner eigenen Vorgehensweise bestätigt sieht.

Ein ähnliches intellektuelles Niveau verbessert darüber hinaus die Kommunikation zwischen Individuen mit vergleichbaren Bildungsgraden (Carlisle, 1976). Missverständnisse sind bei ähnlich gebildeten Individuen seltener, sodass der Geschäftsführer die Anweisungen des Private-Equity-Managers besser nachvollziehen kann. Dadurch dass der Geschäftsführer „auf Augenhöhe“ mit dem Private-Equity-Manager kommunizieren kann, wird er den Private-Equity-Manager als kompetent wahrnehmen. Aufgrund der vorstehenden Argumente lässt sich die folgende Hypothese formulieren:

*Hypothese 1: Vergleichbare Bildungsgrade zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager haben einen positiven Einfluss auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers.*

### **2.2.2 Ähnlichkeiten hinsichtlich der Branchenkenntnisse**

Spezialisierte Beteiligungsgesellschaften, die ausschließlich in bestimmte Branchen investieren, agieren, gemessen an der Profitabilität ihrer Exits (Gompers et al., 2008) und der Performanceentwicklung der Portfoliounternehmen (Cressy et al., 2007), erfolgreicher am Markt. Gründe für ein erfolgreiches Investment sind mitunter darauf zurückzuführen, dass der Private-Equity-Manager über Branchenkenntnisse der zu betreuenden Portfoliounternehmen verfügt (Cressy et al., 2007; Gompers et al., 2008). So sind bereits bei der Identifizierung geeigneter Investitionsobjekte branchenerfahrene Private-Equity-Manager mit geringeren Informationsasymmetrien konfrontiert, da sie basierend auf ihren Branchenkenntnissen die tatsächliche finanzielle Situation des Unternehmens im Vergleich zum Wettbewerb besser beurteilen können. Während eines Investments sind Branchenkenntnisse von Vorteil, um Verbesserungspotentiale schnell zu identifizieren und eine dementsprechende Professionalisierung im Portfoliounternehmen einzuleiten. Während sich unerfahrene Private-Equity-Manager zunächst branchenspezifisches Wissen aneignen müssen, um Verbesserungspotentiale identifizieren zu können, ist es branchenerfahrenen Private-Equity-Managern möglich, das Wissen unmittelbar anzuwenden und sich den tatsächlichen Problemstellungen des Unternehmens zu widmen (Chandler, 1996; Gartner, Starr & Bhat, 1999; Levitt & March, 1988; Toft-Kehler, Wennberg & Kim, 2014; Zollo, 2009). Es ist

deshalb davon auszugehen, dass Geschäftsführer, die eng mit dem Private-Equity-Manager während eines Investments zusammenarbeiten, die Kompetenz des Private-Equity-Managers höher einschätzen, wenn dieser über Branchenkenntnisse des Portfoliounternehmens verfügt.

Neben den dargelegten Vorteilen eines branchenerfahrenen Private-Equity-Managers könnten auch Ähnlichkeiten hinsichtlich der Branchenkenntnisse zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer einen maßgeblichen Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers haben. Insbesondere im Hinblick auf die Kommunikation zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer ist eine ähnliche Branchenexpertise beider Parteien für eine erfolgreiche Zusammenarbeit vermutlich förderlich. So könnten Private-Equity-Manager und Geschäftsführer auf Augenhöhe diskutieren, ohne dass der Geschäftsführer dem Private-Equity-Manager zunächst branchenspezifisches Wissen vermitteln muss.

Darüber hinaus zeichnen sich Branchen durch kulturelle Unterschiede aus (Chatman & Jehn, 1994; Christensen & Gordon, 1999; Gordon, 1991; Phillips, 1994), die einen maßgeblichen Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers haben könnten. Die Pharmaindustrie ist beispielsweise geprägt von regulatorischen Vorschriften, die eine sorgfältige Dokumentation von Entscheidungen erfordern (Christensen & Gordon, 1999). Sollten sowohl Geschäftsführer als auch Private-Equity-Manager Berufserfahrungen in der Pharmaindustrie gesammelt haben, werden beide Parteien wahrscheinlich Wert auf eine sorgfältige Berichterstattung sowie einer Dokumentation von Entscheidungen legen.

Außerdem prägt die Tätigkeit in einer bestimmten Industrie auch die Herangehensweise bei der Entwicklung von Strategien und Konzepten (Li, Zhang & Chan, 2005), sodass Geschäftsführer und Private-Equity-Manager insbesondere dann ähnliche Entscheidungen treffen werden, wenn sie durch eine ähnliche Branchenkultur geprägt sind. Eine einheitliche Kommunikation, eine ähnliche Kultur sowie eine ähnliche Herangehensweise bei der Aufgabenbewältigung steigern wiederum die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers, da dieser sich in seinen Ansichten und Vorgehensweisen bestätigt sieht. Dies resultiert in folgender Hypothese:

*Hypothese 2: Vergleichbare Branchenkenntnisse zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager haben einen positiven Einfluss auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers.*

## **2.3 Altersspezifische Charakteristika des Geschäftsführers auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers**

### **2.3.1 Gleichaltrigkeit**

Im Vergleich zu Ähnlichkeiten in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenkenntnisse ist das Lebensalter einer Person keine Wahlentscheidung und somit nicht durch Individuen beeinflussbar. Dennoch zeigt die Literatur, dass Gleichaltrigkeit das Selbstwertgefühl begünstigt und positive Einflüsse auf zwischenmenschliche Beziehungen innerhalb einer Generation hat (Avery, McKay & Wilson, 2007; Fischer, 1977; Zenger & Lawrence, 1989).

Gemäß der Theorie der sozialen Identität (Tajfel & Turner, 1986, 2004) und der Selbstkategorisierungstheorie (Turner, Hogg, Oakes, Reicher & Wetherell, 1987) klassifizieren Individuen sich und andere anhand von ähnlichen, leicht erkennbaren Persönlichkeitsmerkmalen in zwei Gruppen (ähnlich/nicht ähnlich), um die eigene Identität und das Selbstwertgefühl zu stärken (Avery et al., 2007; Tajfel & Turner, 2004; Turner et al., 1987). Eine wichtige Kategorie zur Eingruppierung und Stärkung des Selbstwertgefühls ist hierbei das Lebensalter einer Person (Avery et al., 2007). So bestärkt eine wahrgenommene Gleichaltrigkeit das Selbstwertgefühl eines Individuums durch die Bestätigung der Gruppenmitglieder und fördert gleichermaßen die eigene Identität durch die Abgrenzung zu älteren oder jüngeren Individuen (Avery et al., 2007). Daraus resultierend haben Ähnlichkeiten hinsichtlich des Lebensalters positive Einflüsse auf zwischenmenschliche Beziehungen, Verhaltensweisen und Ansichten (Avery et al., 2007). Gleichaltrige Individuen kommunizieren beispielsweise besser und häufiger miteinander (Fischer, 1977; Zenger & Lawrence, 1989), tragen seltener Konflikte aus (Jehn, Chadwick & Thatcher, 1997; Pelled, Xin & Weiss, 2001) und vertrauen Gleichaltrigen in höherem Maße (Marsden, 1988).

Transferiert auf das Beziehungsgeflecht zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer ist aufgrund einer verbesserten und häufigeren Kommunikation und einem gesteigerten Vertrauen wahrscheinlich, dass Gleichaltrigkeit zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager sich positiv auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers auswirkt. Analog zu der Argumentation des Einflusses von Ähnlichkeiten hinsichtlich des Bildungsgrads und der Branchenkenntnisse ist davon auszugehen, dass eine gute und regelmäßige Kommunikation zu einer Vermeidung

von Missverständnissen führt, was wiederum zu einer geringeren Kompetenzwahrnehmung führen könnte.

Darüber hinaus lässt das Alter einer Person Rückschlüsse auf die Berufs- und Lebenserfahrung zu. So schätzen ältere Geschäftsführer ältere Private-Equity-Manager möglicherweise als lebensweiser und deshalb als kompetenter ein, wohingegen sie jüngeren Private-Equity-Managern fehlende Lebens- und Berufserfahrung und damit eine geringere Kompetenz zuschreiben könnten. Jüngere Geschäftsführer hingegen könnten bei älteren Private-Equity-Managern das Praktizieren von neuartigen Investmentstrategien vermissen und deshalb jüngeren Private-Equity-Managern, die ihre Investment- und Beratungstätigkeit auf neuartigen Konzepten beruhen, eine höhere Kompetenz zuschreiben. Aufgrund der vorstehenden Argumente lautet die dritte Hypothese:

*Hypothese 3a: Gleichaltrigkeit zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager hat einen positiven Einfluss auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers.*

### **2.3.2 Lebensalter des Geschäftsführers**

Das Lebensalter verändert die Charakteristika eines Menschen und damit auch seine Wahrnehmungen (Yim, 2013). Studien zeigen, dass insbesondere die Selbstwahrnehmung und Selbsteinschätzung abhängig vom Lebensalter ist (z. B. Billett & Qian, 2008; Crawford & Stankov, 1996; Doukas & Petmezas, 2007; Forbes, 2005; Hansson, Rönnlund, Juslin & Nilsson, 2008; Job, 1990; Kovalchik, Camerer, Grether, Plott & Allman, 2005; Pliske & Mutter, 1996; Taylor, 1975; Touron & Hertzog, 2004). So neigen insbesondere junge Geschäftsführer häufig zur Selbstüberschätzung (Forbes, 2005; Heaton, 2002; Kovalchik et al., 2005; Malmendier & Tate, 2005, 2008; Taylor, 1975), da sie in ihrem bisherigen Berufsleben im Gegensatz zu älteren Geschäftsführern weniger negative Erfahrungen gesammelt haben (Forbes, 2005). Aufgrund ihrer vergleichsweise geringen Erfahrung haben junge Geschäftsführer darüber hinaus weniger negative Rückmeldungen für unternehmerische Entscheidungen als ältere Geschäftsführer erhalten und haben deshalb seltener die Grenzen ihrer Kompetenz aufgezeigt bekommen (Forbes, 2005).

Resultierend aus der Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten agieren junge Geschäftsführer häufiger risikoreich, öfters und mit geringerem beruflichen Erfolg bei der Akquisition von Unternehmen (Brown & Sarma, 2007; Buchholtz & Ribbens, 1994; Doukas & Petmezas, 2007), beim Wertpapierhandel (Doukas & Petmezas, 2007; Menkhoff et al.,

2013) und bei der Entwicklung und Einführung neuer Produkte (Simon & Houghton, 2003) als ältere Geschäftsführer.

Im Kontext der Beziehung zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer könnten die Fehlentscheidungen des jungen Geschäftsführers insbesondere dann zu einem angespannten Verhältnis beider Parteien führen, wenn diese die Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen und zu finanziellen Verlusten für das Unternehmen führen. Der Private-Equity-Manager, für den die Gewinnmaximierung übergeordnetes Ziel ist, wird in solchen Situationen seine Kontroll- und Mitspracherechte ausüben, um die Vorhaben des Geschäftsführers zu unterbinden. Das wiederum könnte beim Geschäftsführer auf Unverständnis stoßen, was zu einer verringerten Wahrnehmung des Geschäftsführers im Hinblick auf die Kompetenz des Private-Equity-Managers führen könnte. Darüber hinaus könnten junge Geschäftsführer die Kompetenz des Private-Equity-Managers aufgrund ihrer Selbstüberschätzung als geringer einschätzen, da sie seine Fähigkeiten mit ihrer eigenen überschätzten Expertise vergleichen.

Mit steigendem Alter nimmt jedoch die Selbstüberschätzung ab (Pliske & Mutter, 1996; Touron & Hertzog, 2004), was sich positiv auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers auswirken könnte. So werden Geschäftsführer bei Entscheidungsfindungen bedachter und schätzen ihre eigenen Fähigkeiten besser ein (Billett & Qian, 2008; Gervais & Odean, 2001).

Jedoch könnte diese Vermutung nur bis zu einem gewissen Alter gelten, da bestehende Literatur auch zeigt, dass die Selbstüberschätzung mit steigender Berufserfahrung wieder zunimmt (z. B. Billett, Qian, 2008). So überschätzen beispielsweise erfahrene, ältere Geschäftsführer häufig ihre Fähigkeiten bei einer Unternehmensakquisition. Sollte diese dann wider Erwarten erfolglos verlaufen, werden externe Faktoren oder schlichtweg „Pech“ als Gründe vorgeschoben (Billett & Qian, 2008). Alte Geschäftsführer weisen darüber hinaus eine geringere Performance als jüngere Geschäftsführer auf (Crawford & Stankov, 1996), was unter anderem auf eine längere Dauer für die Verarbeitung von Informationen und geringere Energielevel zurückgeführt wird (Harman, 1991; Roberts & Rosenberg, 2006; Yim, 2013). Sowohl eine Selbstüberschätzung als auch eine schlechte Performance wird, analog der Argumentation zu jungen Geschäftsführern, zu Konflikten mit dem Private-Equity-Manager führen, welche sich negativ auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers auswirken könnte.

Darüber hinaus ist es wahrscheinlich, dass Geschäftsführer, die kurz vor Renteneintritt stehen, moderne Arbeitsweisen und Strategien des Private-Equity-Managers als nicht zielführend ansehen, was wiederum zu einer geringeren Kompetenzeinschätzung führen würde. Aufgrund von umfangreicher Berufserfahrung werden alte Geschäftsführer die Kompetenz des Private-Equity-Managers insbesondere dann als gering einschätzen, wenn dieser das Portfoliounternehmen anhand von für den Geschäftsführer nicht bekannten Strategien und Konzepten zu professionalisieren versucht. Strategische Entscheidungen des Private-Equity-Managers, die durch den Geschäftsführer nicht als sinnvoll angesehen werden, würden deshalb die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers reduzieren.

Deshalb ist davon auszugehen, dass insbesondere junge und alte Geschäftsführer die Kompetenz des Private-Equity-Managers geringer einschätzen als Geschäftsführer, die sich im mittleren Erwachsenenalter befinden. Die vierte Hypothese lautet deshalb:

*Hypothese 3b: Das Alter des Geschäftsführers korreliert in Form einer inversen U-Form mit der durch den Geschäftsführer wahrgenommenen Kompetenz des Private-Equity-Managers mit einer geringen Kompetenz bei jungen und alten Geschäftsführern und einer hohen Kompetenz im mittlerem Erwachsenenalter.*

### **3. Methodik**

#### **3.1 Stichprobe**

Zur Durchführung der Analyse wurden Mitte 2015 Daten im Zuge einer Fragebogenstudie erhoben. Im Vorfeld wurden potentiell in Frage kommende Unternehmen und deren Geschäftsführer mittels der AMADEUS Datenbank identifiziert. Die Suchstrategie umfasste deutsche privatgehaltene Unternehmen, die sich zum Zeitpunkt der Abfrage über Private Equity finanziert haben und nicht dem Finanzsektor angehörig waren. 614 Unternehmen konnten durch die Datenbank identifiziert werden, die vorstehend genannte Kriterien erfüllten. Standardisierte Fragebögen wurden im Anschluss an Geschäftsführer der Unternehmen versendet, wobei bei Unternehmen mit mehreren Geschäftsführern der Vorsitzende der Geschäftsführung angeschrieben wurde. Insgesamt haben 90 Unternehmen an der Studie teilgenommen (Rücklaufquote: 14,7 %). Unvollständige Fragebögen und Fragebögen von Unternehmen, die bislang keine Private-Equity-Finanzierung erhalten haben, wurden von der Studie ausgeschlossen. Der finale Datensatz umfasst 75 Unternehmen.

## 3.2 Variablen

### 3.2.1 Abhängige Variable

Die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers wird durch Bestandteile des in der Wissenschaft anerkannten und häufig verwendeten Modells von Mayer et al. (1995) geprüft.<sup>26</sup> Das Modell wurde für betriebswirtschaftliche Fragestellungen konzipiert und testet unter anderem die durch Mitarbeiter wahrgenommene Kompetenz eines Vorgesetzten.

Die Skalen zur Messung von Kompetenz wurden ins Deutsche übersetzt und leicht auf den vorliegenden Kontext angepasst. So wurden beispielsweise Begrifflichkeiten wie *Geschäftsführung* durch *Private-Equity-Manager* ersetzt. Anhand einer 5-stufigen Likert-Skala konnten Teilnehmer den Grad der Zustimmung (1= stimme gar nicht zu, 5= stimme voll und ganz zu) zur jeweiligen Aussage (z. B. „Der Private-Equity-Manager erledigt seine Aufgaben gewissenhaft“ oder „Ich bin von den fachlichen Fähigkeiten des Private-Equity-Managers überzeugt“) angeben.<sup>27</sup> Cronbachs  $\alpha$  für die verwendete Skala liegt bei 0,87, was einen guten Reliabilitätswert zeigt.

### 3.2.2 Unabhängige Variablen

Der Einfluss von Ähnlichkeit zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenkenntnisse sowie altersspezifische Einflüsse (Alter des Geschäftsführers und Gleichaltrigkeit beider Parteien) sind die zentralen unabhängigen Variablen. Der Grad der Ähnlichkeit hinsichtlich des Bildungsgrades und der Branchenkenntnisse zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager wurden durch eine 5-stufige Likert-Skala (1= stimme gar nicht zu, 5= stimme voll und ganz zu) getestet. Gleichaltrigkeit zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager wurde durch eine Dummy-Variable abgefragt (0= unterschiedliches Alter, 1= gleiches Alter).

### 3.2.3 Kontrollvariablen

Das ökonometrische Modell wurde durch die unternehmensspezifischen Kontrollvariablen Unternehmensgröße, Unternehmensalter und Branche ergänzt, da organisationale Merkmale sowohl Verzerrungen in Form einer überschätzten Selbstwahrnehmung als auch Verzerrungen, die aus wahrgenommenen Ähnlichkeiten entstehen, begünstigen können (Forbes, 2005; Moorman, Deshpand & Zaltman, 1993). In Anlehnung an Forbes (2005) wird für das Unternehmensalter und die Unternehmensgröße in dem Modell kontrolliert.

---

<sup>26</sup> Die verwendeten Skalen wurden der Studie von Mayer & Davis (1999) entnommen.

<sup>27</sup> Die verwendete Skala und deren Aussagen befinden sich in Anhang 2.

Während in jungen und kleinen Unternehmen Verzerrungen in der Wahrnehmung bei Geschäftsführern häufiger auftreten, konnte Forbes (2005) feststellen, dass es in größeren und älteren Unternehmen seltener zu einer Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten kommt. Das liegt darin begründet, dass Geschäftsführer kleiner und junger Unternehmen aufgrund mangelnder personeller und finanzieller Ressourcen häufiger mit zu vielen Informationen und Entscheidungen konfrontiert sind, die das menschliche Gehirn anfälliger für Verzerrungen werden lassen (Forbes, 2005).

Die Größe des Portfoliounternehmens wurde durch Angaben zur Bilanzsumme anhand der drei im HGB angegebenen Größenklassen abgefragt und in das Modell durch die Variable *Unternehmensgröße* aufgenommen. Das *Unternehmensalter* wurde im Fragebogen durch die Bitte um Angabe des Gründungsjahres abgefragt. Für mögliche branchenspezifische Einflüsse auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers wurde durch die Integration der Dummy-Variablen *Branche\_DL* (0=Verarbeitendes Gewerbe, 1=Dienstleistungsgewerbe) kontrolliert.

Darüber hinaus wurde die Variable *Zeitraum\_PrivateEquity* in das Modell integriert, um für den Zeitraum zwischen dem Erhalt der Private-Equity-Finanzierung und der Beantwortung des Fragebogens zu kontrollieren. Geschäftsführer, die bereits jahrelang mit dem Private-Equity-Manager zusammenarbeiten, werden dessen Kompetenz fundierter beurteilen können als Geschäftsführer von Unternehmen, die auf nur sehr wenige Erfahrungswerte zurückgreifen können. Außerdem könnten Geschäftsführer, die bereits seit Längerem mit dem Private-Equity-Manager zusammenarbeiten, sich weniger selbstüberschätzen, da der Private-Equity-Manager dem jeweiligen Geschäftsführer bei Fehlentscheidungen die tatsächlichen Fähigkeiten des Geschäftsführers bereits aufgezeigt hat. Tabelle D-1 umfasst eine Beschreibung aller in dem Modell verwendeten Variablen.

## Studie 3: Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Managern

Tabelle D–1: Variablen des ökonometrischen Modells

<i>Variablen</i>	<i>Beschreibung</i>
<b>Abhängige Variable</b>	
Kompetenz_PrivateEquity	Ordinale Variable, die die Wahrnehmung der Kompetenz des Private-Equity-Managers durch den befragten Geschäftsführer misst. Die Skala reicht von 1 - stimme überhaupt nicht zu bis 5 - stimme voll zu (siehe Anhang für Skalenitems und Reliabilität).
<b>Unabhängige Variablen</b>	
Ähn_Branchenkenntnisse	Ordinale Variable für die vom befragten Geschäftsführer wahrgenommene Ähnlichkeit im Hinblick auf die Branchenerfahrung zwischen dem befragten Geschäftsführer und dem Private-Equity-Manager. Die Skala reicht von 1 - stimme überhaupt nicht zu bis 5 - stimme voll zu. Die Daten wurden durch die folgende Aufgabenstellung erhoben: "Bitte geben Sie an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen. Der Private-Equity-Manager und ich haben vergleichbare Branchenkenntnisse."
Ähn_Bildungsgrad	Ordinale Variable für die vom befragten Geschäftsführer wahrgenommene Ähnlichkeit im Hinblick auf den Bildungsgrad zwischen dem befragten Geschäftsführer und dem Private-Equity-Manager. Die Skala reicht von 1 - stimme überhaupt nicht zu bis 5 - stimme voll zu. Die Daten wurden durch die folgende Aufgabenstellung erhoben: "Bitte geben Sie an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen. Der Private-Equity-Manager hat einen Bildungsgrad, der meinem weitestgehend entspricht."
Ähn_Alter	Dummyvariable, die 1 annimmt, wenn der befragte Geschäftsführer annimmt, dass Gleichaltrigkeit zwischen ihm und dem Private-Equity-Manager besteht. Die Daten wurden durch die folgende Aufgabenstellung erhoben: "Bitte geben Sie an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen. Der Private-Equity-Manager ist in meinem Alter."
Alter_GF	Metrische Variable zur Erfassung des Alters des Geschäftsführers.
<b>Kontrollvariablen</b>	
Unternehmensalter	Metrische Variable zur Erfassung des Unternehmensalters.
Unternehmensgröße	Dummyvariable, die 1 annimmt, wenn die Bilanzsumme in 2014 größer als 19.250 k€ ist.
Branche_DL	Dummyvariable, die 1 annimmt, wenn das Unternehmen in der Dienstleistungsbranche tätig ist.
Zeitraum_PrivateEquity	Metrische Variable, die den Zeitraum seit der Private-Equity-Investition abbildet.

### 3.2.4 Common Method Bias und Non Response Bias

Der Datensatz basiert auf einer Fragebogenstudie, weshalb das verwendete Modell auf mögliche methodische Verzerrungen kontrolliert werden muss. Zur Diagnose des Common-Method-Bias wurde der Harman's Ein-Faktor-Test durchgeführt (Podsakoff et al., 2003), bei dem methodische Verzerrungen durch eine Hauptkomponentenanalyse identifiziert werden. Sollte lediglich ein Faktor notwendig sein, um die untersuchten Daten zu erklären, würde Common-Method-Bias existent sein. Das Modell enthält keinen Common-Method-Bias, da insgesamt fünf Faktoren notwendig sind, um 65,52 % der Kovariation der Konstruktvariablen zu erklären.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> Der erste Faktor der Hauptkomponentenanalyse erklärt lediglich 19,79% der Kovariation der Konstruktvariablen.

Darüber hinaus wurden die Daten auf Non-Response Bias kontrolliert, da das Nicht-Zurücksenden von Fragebögen zu Verzerrungen führen kann (Armstrong & Overton, 1977). Hierzu wurde der Datensatz in frühe und späte Antworten unterteilt, da späte Antworten dem Verhalten der Nicht-Antwortenden am nächsten sind (Kanuk & Berenson, 1975). Durchgeführte t-tests für die abhängige und die erklärenden unabhängigen Variablen zwischen beiden Gruppen zeigen keine signifikanten Unterschiede. Verzerrungen aufgrund von Antwortausfällen sind deshalb in dieser Studie nicht relevant.

## 4. Ergebnisse

### 4.1 Deskriptive Statistik und Regressionsergebnisse

Tabelle D-2 umfasst die deskriptive Statistik aller Variablen des ökonometrischen Modells. Die durch die Geschäftsführer vorgenommene Kompetenzeinschätzung der Private-Equity-Manager liegt bei einem Mittelwert von 3.7<sup>29</sup> und lässt darauf rückschließen, dass befragte Geschäftsführer Private-Equity-Manager im Durchschnitt für kompetent halten. Darüber hinaus ist der deskriptiven Statistik zu entnehmen, dass Geschäftsführer und Private-Equity-Manager am häufigsten Ähnlichkeiten im Bereich Bildungsgrad aufweisen, gefolgt von Ähnlichkeiten in den Bereichen Branchenkenntnisse und Alter. Befragte Geschäftsführer sind zwischen 35 und 77 Jahren alt, wobei der Mittelwert bei 51,5 Jahren liegt.

Tabelle D-2: Deskriptive Statistik

<i>Variablen</i>	<i>Obs.</i>	<i>Mittelwert</i>	<i>Standardabweichung.</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
<i>Abhängige Variable</i>					
Kompetenz_PrivateEquity	75	3,736	0,690	1,67	5
<i>Unabhängige Variablen</i>					
Ähn_Branchenkenntnisse	75	2,240	1,050	1	5
Ähn_Bildungsgrad	75	3,720	0,950	1	5
Ähn_Alter	75	0,453	0,501	0	1
Alter_GF	75	51,533	7,400	35	77
<i>Kontrollvariablen</i>					
Unternehmensalter	75	48,640	48,700	2	225
Unternehmensgröße	75	0,613	0,490	0	1
Branche_DL	75	0,333	0,470	0	1
Zeitraum_PrivateEquity	75	7,053	4,990	1	15

---

<sup>29</sup> 5-stufige Likert-Skala mit 1=stimme überhaupt nicht zu (geringe Kompetenzwahrnehmung), 5=stimme voll zu (hohe Kompetenzwahrnehmung).

## Studie 3: Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Managern

Tabelle D-3 enthält die Ergebnisse der empirischen Studie. Modell 1 beinhaltet ausschließlich die Kontrollvariablen und zeigt deren Einfluss auf die Kompetenzausstrahlung des Private-Equity-Managers. Der Reihenfolge der Hypothesenherleitungen folgend werden in den Modellen 2 bis 4 die Hypothesen 1 bis 3 getestet. Modell 5 umfasst alle getesteten Variablen.

Tabelle D-3: Regressionsanalyse

VARIABLEN	Kom_PE Modell 1	Kom_PE Modell 2	Kom_PE Modell 3	Kom_PE Modell 4	Kom_PE Modell 5	Kom_PE Modell 6
Ähn_Bildungsgrad		0,184** (0,0898)				0,145* (0,0844)
Ähn_Branchen- kenntnisse			0,131* (0,0784)			0,167** (0,0729)
Ähn_Alter				-0,0514 (0,171)		-0,0931 (0,155)
Alter_GF					0,311*** (0,0933)	0,337*** (0,0909)
Quadrat_Alter_GF					-0,00292*** (0,000867)	-0,00315*** (0,000847)
Unternehmensalter	0,00276 (0,00201)	0,00339* (0,00199)	0,00343* (0,00202)	0,00273 (0,00203)	0,00180 (0,00191)	0,00299 (0,00188)
Unternehmens- größe	-0,0518 (0,114)	-0,0710 (0,112)	-0,0573 (0,112)	-0,0432 (0,118)	-0,0937 (0,111)	-0,101 (0,108)
Branche_DL	-0,0700 (0,174)	-0,186 (0,180)	-0,0781 (0,172)	-0,0617 (0,178)	-0,0902 (0,164)	-0,178 (0,166)
Zeitraum_Pri- vateEquity	-0,0175 (0,0182)	-0,0208 (0,0179)	-0,0205 (0,0180)	-0,0177 (0,0183)	-0,0247 (0,0176)	-0,0322* (0,0170)
Konstante	3,874*** (0,283)	3,268*** (0,405)	3,585*** (0,329)	3,876*** (0,285)	-4,055 (2,454)	-5,574** (2,412)
Observationen	75	75	75	75	75	75
R-Quadrat	0,034	0,089	0,071	0,035	0,172	0,277

Die Tabelle beinhaltet die Ergebnisse der durchgeführten Regressionen und zeigt die Einflüsse der untersuchten unabhängigen Variablen. Ähnlichkeit besteht hinsichtlich des Bildungsgrads (Modell 2) und der Branchenerfahrung (Modell 3) und des Alters (Modell 4). Die Modelle 4 und 5 zeigen den quadratischen Effekt beim Alter der befragten Geschäftsführer und den Einfluss von Gleichaltrigkeit auf die Kompetenzwahrnehmung. Modell 6 enthält alle untersuchten Variablen. Standardfehler in Klammern; die Symbole \*, \*\*, \*\*\* bezeichnen statistische Signifikanz bei 10 %, 5 % bzw. 1 %.

Modell 1 zeigt, dass organisationale Merkmale, wie die Unternehmensgröße, die Branche oder das Alter des Portfoliounternehmens, keinen Einfluss auf die vom Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers haben.

### *Auswirkung von Ähnlichkeit hinsichtlich des Bildungsgrads und der Branchenerfahrung auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers*

In den Modellen 2 und 3 wird der Einfluss von Ähnlichkeit zwischen dem Geschäftsführer und dem Private-Equity-Manager in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenerfahrung

mittels einer OLS Regression untersucht. Modell 2 zeigt, dass ein vergleichbarer Bildungsgrad einen auf dem 5 % Niveau signifikanten positiven Einfluss auf die durch den befragten Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers hat. Ein vergleichbarer Bildungsgrad hat zudem einen ökonomisch relevanten Effekt. So steigt die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers um 19,2 % an, wenn der befragte Geschäftsführer und der Private-Equity-Manager einen vergleichbaren Bildungsgrad aufweisen. Hypothese 1 wird deshalb bestätigt.

Einen auf dem 10 %-Niveau signifikanten positiven Einfluss von vergleichbarer Branchenerfahrung zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager auf die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers kann anhand von Modell 3 bestätigt werden. Ähnlichkeit in der Branchenerfahrung zwischen beiden Personen bewirkt eine prozentuale Steigerung von 13,4 % der wahrgenommenen Kompetenz des Private-Equity-Managers. Auch Hypothese 2 kann deshalb bestätigt werden.

#### *Auswirkung von altersspezifischen Aspekten auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers*

In Modell 4 wird der Einfluss von Gleichaltrigkeit auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers untersucht. Während bei den untersuchten Ähnlichkeitsvariablen Bildungsgrad und Branchenerfahrung ein signifikanter, positiver Effekt gefunden werden konnte, ist der Einfluss von Gleichaltrigkeit insignifikant. Hypothese 3a kann damit nicht bestätigt werden. Die fehlende Signifikanz in diesem Bereich unter Berücksichtigung der gefundenen Signifikanzen in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenkenntnisse könnten darauf hinweisen, dass Ähnlichkeiten in freiwählbaren Bereichen, wie dem Bildungsgrad oder der Branchenkenntnisse, einen Ähnlichkeitseffekt haben, hingegen nichtwählbare Ähnlichkeiten, wie die Gleichaltrigkeit, keinen Effekt auf die Kompetenzwahrnehmung einer Person zu haben scheinen.

In Modell 5 ist ein auf dem 1 %-Niveau signifikanter quadratischer Zusammenhang zwischen dem Alter der befragten Geschäftsführer und der durch die Geschäftsführer wahrgenommenen Kompetenz des Private-Equity-Managers in Form einer inversen U-Kurve zu finden. Während bei befragten Geschäftsführern, die jünger als 53,31 Jahre sind, mit steigendem Alter die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers zunimmt, nimmt bei Geschäftsführern, die älter als 53,31 Jahre sind, mit steigendem Alter die wahr-

genommene Kompetenz des Private-Equity-Managers ab.<sup>30</sup> Zur besseren Veranschaulichung enthält die folgende Abbildung D-1 die inverse U-Kurve. Aufgrund der dargestellten Ergebnisse wird Hypothese 3b bestätigt.

Modell 6 enthält alle untersuchten Variablen. Die ausgewiesenen Signifikanzen in den vorstehend analysierten Modellen bleiben bestehen, wenngleich sich Signifikanzniveaus hinsichtlich der Ähnlichkeitsvariablen Bildungsgrad und Branchenerfahrung marginal verändern.

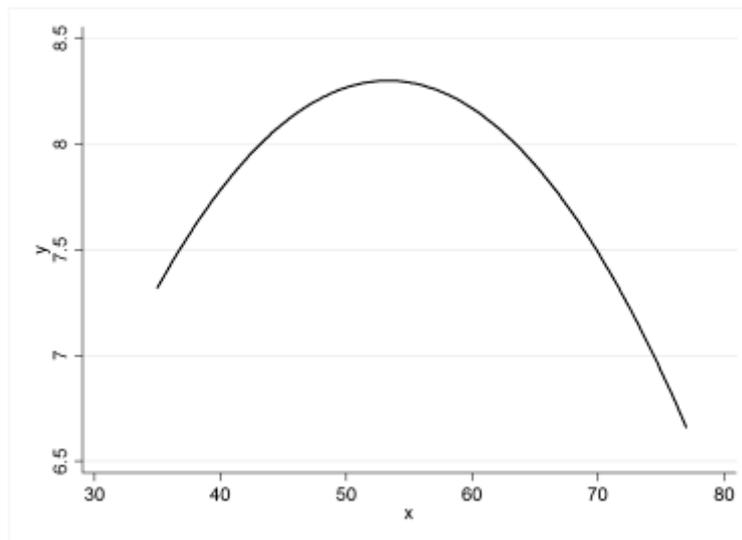


Abbildung D-1: Plot des quadratischen Effekts der Variablen *Alter\_GF*

#### 4.2 Robustheit der Ergebnisse

Zur Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse wurde eine Multikollinearitätsanalyse durchgeführt. Tabelle D-4 enthält die Ergebnisse dieser Analyse. Multikollinearität ist auszuschließen, wenn keine Korrelation zwischen den Variablen größer als 0,7 ist (Anderson et al., 2014). Die stärkste Korrelation ist zwischen den Variablen *Zeitraum\_PrivateEquity* und *Unternehmensalter* zu finden und liegt bei 0,4348. Darüber hinaus wurden Varianzinflationsfaktoren berechnet, die bei Werten oberhalb von 10 ein Multikollinearitätsproblem bescheinigen (Chatterjee & Hadi, 2015). Den größten Wert hat die Kontrollvariable *Unternehmensalter* mit 1,54, sodass auch hier alle Werte weit unterhalb des kritischen Wertes liegen. Beide Tests lassen daher keine Rückschlüsse auf das Vorhandensein von Multikollinearität in der Studie zu.

---

<sup>30</sup> Höhepunkt der Parabel liegt bei 53,31 Jahren.

## Studie 3: Gleich und gleich gesellt sich gern? Einflussgrößen auf die Kompetenzwahrnehmung von Private-Equity-Managern

Tabelle D-4: Multikollinearitätsanalyse

Variablen	VIF	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Kompetenz_PE	-	1								
2 Ähn_Branchenkenntnisse	1,06	0,1531	1							
3 Ähn_Bildungsgrad	1,2	0,1728	0,1356	1						
4 Ähn_Alter	1,14	-0,0522	0,0216	0,1563	1					
5 Alter_GF	1,11	-0,0068	0,0233	-0,1472	-0,2226	1				
6 Unternehmensalter	1,54	0,1223	-0,1811	-0,1493	0,0051	0,0502	1			
7 Unternehmensgröße	1,24	0,0132	-0,0273	0,0255	0,2281*	-0,1658	0,3869*	1		
8 Branche_DL	1,15	-0,0638	0,0542	0,3289*	0,1515	-0,0667	-0,1649	-0,0774	1	
9 Zeitraum_PrivateEquity	1,37	-0,0512	0,0104	0,0060	-0,0098	0,1897	0,4348*	0,1466	-0,0989	1

Die Tabelle beinhaltet die Ergebnisse der Multikollinearitätsanalyse. Alle Korrelationswerte bleiben unterhalb der kritischen Grenze von 0,7 (Anderson et al., 2014). Auch die berechneten Varianzinflationsfaktoren (VIF) bleiben unterhalb der kritischen Grenze von 10 (Chatterjee & Hadi, 2015). Demzufolge ist Multikollinearität in der Analyse auszuschließen.

### 5. Zusammenfassung und Ausblick

Der Beitrag beleuchtet die Geschäftsbeziehung zwischen Private-Equity-Manager und Geschäftsführer im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung und analysiert hierbei den Einfluss von Ähnlichkeitsmerkmalen zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager sowie den Einfluss von altersspezifischen Aspekten auf die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers.

Basierend auf einem Datensatz von 75 Private-Equity-finanzierten privatgehaltenen Unternehmen zeigen die Ergebnisse, dass ein ähnlicher Bildungsgrad und ähnliche Branchenkenntnisse zwischen Geschäftsführer und Private-Equity-Manager die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers positiv beeinflussen. Gleichaltrigkeit zwischen den Parteien hat hingegen keinen signifikanten Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers. Die Ergebnisse lassen Rückschlüsse darauf zu, dass Wahlentscheidungen, wie beispielsweise der Bildungsgrad und die Branchenkenntnisse, einen Ähnlichkeitseffekt besitzen, hingegen Ähnlichkeiten, die nicht beeinflussbar sind (Gleichaltrigkeit), keinen Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung haben.

Das Alter des Geschäftsführers steht in einer quadratischen Beziehung zur durch den Geschäftsführer wahrgenommenen Kompetenz des Private-Equity-Managers. So schätzen

junge und alte Geschäftsführer die Kompetenz des Private-Equity-Managers geringer ein als Geschäftsführer im mittleren Erwachsenenalter.

Die dargestellten Ergebnisse erweitern bisherige Forschungsergebnisse im Bereich der Partnerwahl im Rahmen von Investitionsentscheidungen (Achleitner et al., 2010; Franke et al., 2006), indem erstmals untersucht wird, wodurch die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers, ein relevantes Entscheidungskriterium bei der Auswahl einer Private-Equity-Gesellschaft, beeinflusst wird. Darüber hinaus ergänzt die Studie bestehende Literatur, die sich mit dem Alter und der Selbstüberschätzung von Personen beschäftigt (Brown & Sarma, 2007; Buchholtz & Ribbens, 1994; Doukas & Petmezas, 2007; Menkhoff et al., 2013; Simon & Houghton, 2003). Während bisherige Studien zeigen, dass ein Zusammenhang zwischen dem Alter, der Selbstüberschätzung und dem Treffen von irrationalen Entscheidungen besteht, erweitert die Studie den Literaturstrang, indem gezeigt wird, dass nicht nur Entscheidungen abhängig von der Selbstwahrnehmung und dem Lebensalter einer Person sind, sondern, dass die Selbstwahrnehmung auch einen Einfluss auf die Wahrnehmung anderer Personen hat. Außerdem werden die Literaturstränge zur Vertrauens- und Ähnlichkeitsforschung, die eng mit der Kompetenzliteratur verknüpft sind, kombiniert (Bengtsson & Hsu, 2010; Byrne, 1971; Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995; McPherson et al., 2001; Rogers & Bhowmik, 1970). Während bisherige Studienergebnisse vorweisen, dass zwischenmenschliche Ähnlichkeiten das Vertrauen begünstigen (Busch & Wilson, 1976; Dion et al., 1995; Lichtenthal & Tellefsen, 2001), ergänzt die Studie bestehende Literatur, in dem gezeigt wird, dass zwischenmenschliche Ähnlichkeiten sich bereits positiv auf Antezedenzen des Vertrauens, der Kompetenz, auswirken. Zudem trägt die vorliegende Studie zu Literatur bei, die sich mit der Relevanz von Kompetenz bei involvierten Akteuren einer Private-Equity-Finanzierung beschäftigt (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004). Während existente Studien die notwendige Expertise des Geschäftsführers aus Sicht des Private-Equity-Managers untersuchen (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004), analysiert die vorliegende Studie erstmalig die wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers aus der Perspektive des Geschäftsführers.

Die Ergebnisse lassen darüber hinaus praktische Implikation zu. So sollten Private-Equity-Gesellschaften bei der Identifizierung potentieller Portfoliounternehmen zukünftig auch personenbezogene Kriterien der Geschäftsführung des Portfoliounternehmens abfragen.

Private-Equity-Gesellschaften könnten dadurch Private-Equity-Manager gezielter einsetzen, um aus den Vorteilen einer hohen Kompetenzwahrnehmung zu profitieren<sup>31</sup>.

Die Studie hat verschiedene Limitationen, aus denen sich zukünftiger Forschungsbedarf ableiten lässt. Die Ergebnisse zeigen, dass die durch den Geschäftsführer wahrgenommene Kompetenz des Private-Equity-Managers sowohl durch Ähnlichkeiten in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenkenntnisse als auch durch das Alter des Geschäftsführers beeinflusst wird. Welcher Einfluss letztendlich eine niedrige oder hohe Kompetenzeinschätzung sowohl auf harte Faktoren, wie z. B. den Unternehmenserfolg, als auch auf weiche Faktoren, wie beispielsweise das Vertrauen, hat, zeigen die Ergebnisse jedoch nicht. Weiterführende empirische Studien könnten deshalb untersuchen, inwiefern eine hohe Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers als „Garant“ für ein erfolgreiches Investment oder eine vertrauensvolle Partnerschaft fungiert. Die Ergebnisse könnten sowohl für Geschäftsführer von Portfoliounternehmen als auch für Private-Equity-Manager von Relevanz sein, da ein Investmenterfolg für beide Parteien eines der übergeordneten Ziele während eines Private-Equity-Investments ist. Sollte die Beziehung auf einer vertrauensvollen Ebene ablaufen, würden darüber hinaus Informationsasymmetrien gesenkt, wodurch Private-Equity-Gesellschaften mit geringeren Agency-Kosten konfrontiert werden würden.

Außerdem analysiert die Studie ausschließlich die Kompetenzwahrnehmung aus der Perspektive des Geschäftsführers. Weiterführende Studien könnten beispielweise untersuchen, wie Private-Equity-Manager die Kompetenz der Geschäftsführer der Portfoliounternehmen einschätzen und ob ähnliche Faktoren diese Wahrnehmungen beeinflussen. Die Ergebnisse wären insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Studien relevant, die zeigen, dass Private-Equity-Manager während eines Investments die Geschäftsführer der Portfoliounternehmen aufgrund von unzureichender Kompetenz austauschen (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004). Sollten Verzerrungen durch Ähnlichkeiten oder dem Alter des Private-Equity-Managers die Einschätzung der Kompetenz des Geschäftsführers beeinflussen, könnten Private-Equity-Manager möglicherweise Fehlentscheidungen bei der Entlassung von Geschäftsführern unterlaufen.

Darüber hinaus berücksichtigt die Studie die Heterogenität von privatgehaltenen Unternehmen nicht. Da eine Vielzahl von deutschen privatgehaltenen Unternehmen familiengeführt

---

<sup>31</sup> Vgl. hierzu Kapitel 2.1.

ist, könnten zukünftige Studien zudem untersuchen, ob Geschäftsführer, die der Unternehmerfamilie zugehörig sind, die Kompetenz des Private-Equity-Managers womöglich höher einschätzen als Geschäftsführer, die keine Familienzugehörigkeit aufweisen. Bedingt durch einer in Familienunternehmen vorherrschenden hohen Emotionalität und scheinbar irrationalen Verhalten (Berrone et al., 2012) könnten beispielsweise festgestellte Ähnlichkeiten zwischen Private-Equity-Manager und einem der Familie zugehörigen Geschäftsführer nicht nur einen stärkeren Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung, sondern auch auf das Vertrauen in den Private-Equity-Manager haben als bei einem Fremdgeschäftsführer. Von einer vertrauensvollen Zusammenarbeit könnten letztendlich Private-Equity-Gesellschaften durch geringe Agency-Kosten und einem wahrscheinlich höheren Investorfolg profitieren.

## E. Studie 4: Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions<sup>32</sup>

### 1. Introduction

Accessing new business fields allows a company to defend or improve its competitive position (Mitchell Lee & Mirvis, 2001). One opportunity to tap into new markets is through non-organic growth via mergers and acquisitions (M&A) (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2009). However, M&A include high risks due to considerable performance and resource implications (Wally & Baum, 1994) and the uncertainty concerning successful company integration (Ravenscraft & Scherer, 1988). To reduce the risk of acquisition failure, investors conduct a thorough due diligence and carefully select potential investment targets according to financial as well as strategic decision criteria (Pablo, Sitkin & Jemison, 1996).

For family businesses, M&A transactions pose a particular risk, as their owners aim to safeguard not only their financial but also their socioemotional wealth (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2015). Outweighing potential gains and losses for both wealth dimensions causes family firm owners to face a dilemma when conducting M&A transactions: On the one hand, M&A investments enable family firms to enhance their future financial wealth by enriching market power (Harrison, Hitt, Hoskisson & Ireland, 2001) and reducing costs (Graham, Lemmon & Wolf, 2002). On the other hand, high investment sums combined with high uncertainties regarding the acquisition's future success appear to be a considerable risk for the long-term protection of socioemotional wealth, which is widely recognized as a family firm owner's primary goal (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2015).

Against this backdrop, family firms are likely to select investment targets with features that ensure the protection of socioemotional wealth rather than solely fulfilling financial and strategic objectives. To gain a deeper understanding of a family firm's investment decisions, this study analyzes family firms' evaluations of potential target firms in M&A transactions in two main ways. First, we investigate the impact of five investment decision criteria, namely *firm profitability*, *industry growth*, *family firm ownership*, *industry relatedness*, and *type of acquisition*, on the family firms' investment likelihood.

---

<sup>32</sup> Authors: Marisa Henn, Dr. Julian Hueck, Prof. Dr. Marcel Hülsbeck, Prof. Dr. Eva Lutz

In a second step, we take the heterogeneity of family firms into account by shedding light on differences in the family firms' investment strategies. In particular, we distinguish between family firms pursuing a diversified investment strategy and those following an undiversified investment strategy. Diversified and undiversified (family) firms show considerable differences in terms of their degree of professionalism (Barkema & Schijven, 2008; Gomez-Mejia et al., 2015), organizational structure (Barkema & Schijven, 2008), and relationships between (family) owners and relevant stakeholders (Gomez-Mejia et al., 2015; Hitt, Harrison & Ireland, 2001). In contrast to undiversified firms, diversified firms are characterized by complex holding structures, various brands and technologies, a high degree of professionalism, and relatively weak bonds between family firm owners and their numerous stakeholders (Gomez-Mejia et al., 2015). These specific characteristics of diversified family firms dilute familiar control and family identity, which in turn are likely to negatively impact socioemotional wealth considerations within the family firm (Gomez-Mejia et al., 2015).

However, findings regarding family firms' diversification preferences are inconsistent. While Gomez-Mejia et al. (2015) have recently shown that family firms favor industry-related acquisitions, Miller et al. (2010) find evidence that family firms prefer investments in industry-unrelated target firms. According to Miller et al. (2010), pursuing diversified investment strategies enables family firm owners to reduce business risk and therefore to safeguard family values within the family firm in the long term. To illuminate inconclusive results, we shed light on the differences between the family firms' investment strategies, depicted in diversified and focused investment strategies.

We use a conjoint experiment, which allows experimental variation of target firm characteristics. Moreover, it enables us to investigate the importance of different investment criteria on the overall investment likelihood of family firms. Our dataset consists of 480 investment decisions of 32 conjoint experiments, which were conducted with 29 German family firms. Participants were asked to evaluate 15 investment targets, described in terms of the five aforementioned characteristics. Taking the nested structure of the data into account, we employ hierarchical linear modeling.

We found evidence that gaining majority control over the portfolio firm is the most important investment criterion for family firms when participating in M&A transactions. When analyzing differences between diversified and undiversified family firms, we find

that the groups critically diverge in their preferences. While focused family firms emphasize the investment criteria of *family firm ownership* and *industry relatedness*, diversified family firms select investment targets based on their *firm profitability* and *industry growth*.

We contribute to existing literature in two main ways. First, we contribute to family firm research dealing with M&A transactions (Anderson, Duru & Reeb, 2012; Hirigoyen & Ousseini, 2017). Since previous literature has focused on how single characteristics of target firms affect the investment decisions of family firms (e.g., industry relatedness (Defrancq, Huyghebaert & Luypaert, 2016; Miller et al., 2010)), we extend existing literature by analyzing the relative importance of different investment criteria when selecting suitable investment targets. Second, we shed light on the multidimensional nature of family firms' investment strategies (Chua et al., 2012; García-Álvarez & López-Sintas, 2001; Le Breton-Miller & Miller, 2013; Zellweger et al., 2012) by investigating the impact of a family firm's degree of diversification on its investment decisions. Whereas previous studies examine the impact of heterogeneity in alternative growth decisions of family firms, such as internationalization decisions (Holt, 2012) or R&D investments (Schmid, Achleitner, Ampenberger & Kaserer, 2014), our study focuses on heterogeneity in terms of the family firms' diversification strategies in M&A transactions.

## 2. Literature Review and Hypotheses

According to the behavioral agency model developed by Wiseman & Gomez-Mejia (1998), the family firms' strategic decision-making is affected mainly by the preservation of socioemotional wealth (Gomez-Mejia et al., 2007). Socioemotional wealth consists of a variety of nonfinancial aspects of a family firm that are strongly related to the family's needs (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2010). For instance, socioemotional wealth comprises the psychological needs of family members for identification and belonging to the family business (Kepner, 1983; Westhead et al., 2001), the close ties between family members and the firm's stakeholders (Cruz, Justo & De Castro, 2012), and the preservation of family dynasty through succession (Zellweger et al., 2012). In order to preserve and strengthen socioemotional wealth, family members highly desire to retain and exercise control over the family firm (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Getting involved in M&A transactions enables family firms to open up new fields of business (Mitchell Lee & Mirvis, 2001) to increase the likelihood of staying competitive and in

turn safeguard financial and socioemotional wealth. At the same time, however, acquisitions entail substantial risk due to their considerable impact on the family firms' performance and resource allocations (Pablo et al., 1996; Wally & Baum, 1994). For example, M&A significantly affect the financial situation of the acquirer because of the high investment sums involved in acquisitions. To meet financial needs, investors often rely on external funding when conducting acquisitions (Dreux, 1992). Seeking external funding can mitigate the familiar control over the firm, as external capital providers often implement levers of control to reduce information asymmetries between capital providers and capital seekers (Moir & Sudarsanam, 2007). Moreover, M&A transactions include a high degree of uncertainty related to their financial success (Pablo et al., 1996). The high rate of acquisition failure (Ravenscraft & Scherer, 1987) represents a crucial risk for family investors since an acquisition failure can cause a company crisis, threatening the firm's overall financial and socioemotional wealth.

In order to reduce the risk of acquisition failure, investors thoroughly evaluate potential investment targets (Mitchell Lee & Mirvis, 2001). In doing so, investors place particular importance on financial investment criteria by evaluating the current and future firm performance of potential investment firms (Marks & Mirvis, 2001). Next to financial criteria, they carefully assess the strategic fit of acquirers and acquisition targets (Marks & Mirvis, 2001). While nonfamily investors select investment targets according to their potential for financial success, many family firms conduct M&A for nonfinancial rather than financial objectives (Hirigoyen & Ousseini, 2017). As a family firm's primary goal is widely recognized as the preservation of socioemotional wealth (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007), family firms are likely to select investment targets according to their potential for socioemotional wealth protection.

## **2.1 Investment Decisions in Family Firms**

### **2.1.1 Investment Decision Criterion: Family Firm Ownership**

Strategic management literature reveals that the strategic fit between acquirer and target firm is a salient factor for the determination of success or failure of an M&A deal (Altunbaş & Marqués, 2008). Accordingly, several studies indicate a positive impact of strategic fit between the target firm and acquirer on post-acquisition performance (Altunbaş & Marqués, 2008; Bradley, Desai & Kim, 1983; Eckbo, 1983; Stewart, Harris & Carleton, 1984). Altunbaş & Marqués (2008), for example, found evidence that relatedness between acquirer and acquired firms with regard to efficiency levels, earnings, cost controlling strategies, and capital structure increases the post-acquisition performance of domestic M&A

transactions. Additionally, the risk of acquisition failure is lower when the acquirer and acquired companies follow comparable strategies (Marks & Mirvis, 2001). Taking the strategic fit of acquirers and acquisition targets into account, Datta (1991) indicates that similarities in top management styles facilitate the integration of the acquired company and therefore reduce the risk of acquisition failure.

With regard to the family firms' specific characteristics, family members are prone to favor investments in target firms matching the family firm's corporate strategy and organizational culture. Characterized by a concentrated ownership structure, a family firm's corporate strategy is directed towards the long-term protection of socioemotional wealth (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Family firms should therefore favor investments in family-owned firms instead of acquiring nonfamily firms, for two main reasons. First, comparable ownership structures and alignments in key objectives and values of family acquirers and family investment targets likely support the assimilation of the two organizations after an acquisition. Family firms investing in family-owned firms may therefore rely less on external expertise, which poses a general threat to socioemotional wealth, when integrating the target firm in their own business.

Second, the alignment of values and key objectives of family investors and family target firms may not only facilitate the preservation of socioemotional wealth but also strengthen socioemotional wealth. For instance, family investors acquiring family firms might benefit from the valuable characteristics of the target, e.g., the strong ties between the family and its employees or business partners (Berrone et al., 2012). As key stakeholders are familiar with the unique characteristics of family firms, family investors may further encounter lower resistance on the part of employees and business partners when taking over the investment target. We therefore argue:

*Hypothesis 1: The opportunity to acquire a family firm increases the family firm's investment likelihood.*

### **2.1.2 Investment Decision Criterion: Industry Relatedness**

M&A are often conducted for diversification purposes because they help business owners to reduce volatility in earnings, thereby increasing chances for financial success and long-term firm survival (Casson, 1999; Faccio, Lang & Young, 2001). As the preservation of socioemotional wealth primarily depends on the financial well-being and survival of the family business, family members may favor investments in target firms operating in industries complementary to the family firm's core industry (Miller et al., 2010).

However, diversification by means of industry-diversifying M&A is also likely to mitigate the family firm's socioemotional wealth, as family members may have insufficient expertise regarding the target firm's industry. Hence, family firms would rely on external management expertise, risking a loss of managerial control. Additionally, integrating an acquired firm operating in a complementary industry is more complex than integrating an industry-related company. It usually requires changes in the organizational structure of firms and the implementation of new routines, which in turn potentially harm socioemotional wealth (Eisenmann, 2002). As diversification poses a hazard to socioemotional wealth (Gomez-Mejia et al., 2010) and family firms are likely to become risk-averse when it comes to potential socioemotional wealth losses (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007), we hypothesize:

*Hypothesis 2: The opportunity to acquire an industry-related investment target increases the family firm's investment likelihood.*

### **2.1.3 Investment Decision Criterion: Firm Profitability**

Investors thoroughly evaluate the investment target's financial situation when conducting due diligences (Marks & Mirvis, 2001). For that purpose, investors carefully assess the current as well as future financial situations of an investment target by analyzing various financial ratios and predicting future cash flows and return on investments (Marks & Mirvis, 2001).

Particularly, the target's *firm profitability* is an important investment criterion when assessing the future financial success of an investment (Marks & Mirvis, 2001). It allows conclusions to be drawn about the investment target's creditability to achieve profits in the future. A highly profitable firm is likely to positively contribute to the family firm owner's financial and nonfinancial goals. Additionally, family firm owners would need to invest less money in the professionalization of the acquisition target if the target firm is already operating successfully in the market. Hence, we argue:

*Hypothesis 3: The opportunity to acquire an investment target with high firm profitability increases the family firm's investment likelihood.*

### **2.1.4 Investment Decision Criterion: Industry Growth**

The expected growth of the target firm's industry allows conclusions regarding the long-term revenue potential of the investment target (Dawson, 2011; Robbie, Wright & Albrighton, 1999; Wright et al., 2001b). As family firms regard their own businesses as long-term investments that should be handed down from generation to generation (Berrone

et al., 2012; Zellweger et al., 2012; Zellweger & Astrachan, 2008), family firm owners' decision-making is principally affected by the desire for long-term preservation of socio-emotional wealth. Hence, we assume that target firms operating in growing industries support the family firms' enduring strategy due to the target firms' long-lasting revenue potential.

We further suggest that investing in target firms that operate in shrinking markets poses a greater threat to socioemotional wealth than acquiring firms functioning in growing industries. In order to remain competitive in the long term, family investors acquiring firms operating in shrinking industries would either need to spend money on product innovation, thereby opening up new markets, or they would need to expand the target firm's core business in emerging markets. Both scenarios include risks due to the interplay of high costs and high uncertainties related to future success. Moreover, family firms would rely on experts with required skills that may not be available within the family. As relying on external expertise induces a loss of control, which poses a general threat to socioemotional wealth, we hypothesize:

*Hypothesis 4: The opportunity to acquire an investment target operating in a growing industry increases the family firm's investment likelihood.*

### **2.1.5 Investment Decision Criterion: Majority Control**

The distinction between majority and minority acquisitions refers to the amount of control transferred from the original owners of the target firm to the acquirer (Chari & Chang, 2007). While majority acquisitions enable investors to intervene in the investment target's strategic decision-making and therefore to implement restructuring and strategic realignment measures, e.g., to exchange underperforming management (Ouimet, 2008), the original decision-making power of owners and management remains unchanged in minority transactions (Chari & Chang, 2007).

For family firms, gaining control over key strategic decisions is crucial to safeguard socio-emotional wealth (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). Due to the primary nonfinancial objectives of family firms, gaining majority control is important, particularly in M&A transactions, as it helps family members to align the portfolio firm's strategy to the family firms' goals. We therefore argue:

*Hypothesis 5: The opportunity to acquire a majority stake increases the family firms' investment likelihood.*

## 2.2 The Role of Family Firms' Investment Strategies in M&A Transactions

In contrast to undiversified family firms, diversified family businesses are likely to invest in unrelated investment targets, thereby spreading business risk and increasing long-term success (Casson, 1999; Faccio et al., 2001). However, as differences in culture and industry-specific organizational fit occur, the implementation of such unrelated investment targets poses a high degree of complexity to family firms (Eisenmann, 2002; Gomez-Mejia et al., 2015). Hence, family businesses following a diversifying investment strategy normally consist of complex holding structures, as full integrations of target firms are often too complicated (Datta & Grant, 1990). Based on this high degree of complexity, diverse expertise is required. By hiring additional employees, establishing a central M&A division, and utilizing external consultancy support, family firms can compensate the need for diverse expertise. A growth in the number of stakeholders (e.g., suppliers, customers), intensified by low industry-relatedness of diversified firms' target firms, results in diluted overall relationships (Gomez-Mejia et al., 2015; Hitt et al., 2001). As a consequence, the preservation of family firms' identities becomes more difficult, and this difficulty is reinforced by the acquired extension of the firms' product and brand portfolios (Pratt & Foreman, 2000). Based on this increase in complexity, the families' influence as well as family values within the company are likely to decrease (Gomez-Mejia et al., 2015). In line with the family firms' priority of socioemotional wealth preservation through familiar control, Gomez-Mejia et al. (2015) find that family firms prefer investments in industry-related investment targets.

However, a few years earlier, Miller et al. (2010) obtained contradictory results when investigating acquisitions in family firms. According to their findings, family firms prefer diversifying acquisitions in order to spread business risk and therefore to safeguard socioemotional wealth in the long run (Miller et al., 2010). Particularly in family businesses, concentrated business risk is high as family firms often operate in slow-growing industries (Carney, 2005). Moreover, family firm owners avoid selling company shares in order to retain familiar control over the firm. According to their line of argumentation, pursuing a diversifying investment strategy enables family firms to spread concentrated business risk while ensuring the long-term sustainability of the family firm (Miller et al., 2010).

We hypothesize that inconsistent results stem primarily from neglecting family firms' heterogeneity in their investment strategies with respect to their socioemotional wealth considerations. Both investment strategies, diversifying as well as focusing, enable family

firms to protect socioemotional wealth. However, the investment strategies differ mostly in terms of their impact on short-term and long-term protection of socioemotional wealth. While focused investment strategies are geared toward the short-term protection of socioemotional wealth, pursuing diversifying investment strategies increases the probability of future financial success and hence, the preservation of socioemotional wealth in the long term. We therefore theorize that family firms following diversifying investment strategies attach higher importance to investment criteria that positively impact the family firms' future financial wealth (e.g., unrelated target firms) whereas focused family firms are likely to prefer investments in firms with features that safeguard current socioemotional wealth (e.g., related target firms).

### **2.2.1 Investment Decision Criterion: Family Firm Ownership**

In line with the behavioral perspective of decision-making, family firms with high priorities on socioemotional wealth preservation act in risk-averse ways (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). As a strategic fit between investor and target firm decreases the risk of investment failure (Marks & Mirvis, 2001), we suggest that particularly focused family firms with high priority on current socioemotional wealth preservation attach a high importance to the investment criterion of *family firm ownership*. Additionally, family firm owners would probably rely less on outside expertise as family firm owners are familiar with the specific characteristics of family firms (e.g., role of emotions in strategic decisions, organizational structure of family businesses, importance of the family within the firm). We therefore hypothesize that family firms pursuing a focused investment strategy attach higher importance to the investment criterion *family firm ownership* than family firms pursuing a diversified investment strategy.

### **2.2.2 Investment Decision Criterion: Industry Relatedness**

Diversification enables family firms to reduce concentrated business risk and, therefore, to increase the likelihood of long-term financial success (Casson, 1999; Faccio et al., 2001). Because we assume that decision-making by family firms following a diversifying investment strategy is rather directed towards long-term financial success, we suggest that family firms that are already diversified favor investments in target firms that are not related to industries the family firm is already operating in, allowing them to further spread business risk.

Contrastingly, we assume that family firms pursuing a focused investment strategy attach high importance to investments in target firms related to existing portfolio firms as diversification poses a hazard to current socioemotional wealth (Gomez-Mejia et al., 2010). We therefore hypothesize that family firms following a diversified investment strategy attach lower relative importance to the investment criterion *industry relatedness* than family firms pursuing a focused investment strategy.

### **2.2.3 Investment Decision Criterion: Firm Profitability**

The acquisition of a successful target firm is likely to decrease the risk involved in the acquisition, as it allows conclusions about the future financial success of the firm and the acquiring firm's necessary financial and managerial efforts to professionalize the firm in order to increase future financial success (Dreux, 1992). Especially, undiversified family firms may therefore attach primary importance to the investment criterion *firm profitability* since an acquisition failure is likely to threaten the family firms' current socioemotional wealth. Moreover, following an undiversified investment strategy already includes a higher financial risk because undiversified family firms depend heavily on the development of only one industry. In order to reduce this financial risk, undiversified family firms are therefore likely to favor investments in successful target firms.

However, we assume that diversified family firms also attach great importance to the target firms' profitability because investment decisions are driven mostly by financial considerations. Hence, the target firm's profitability seems to be of particular interest to family firms that follow diversifying as well as focusing investment strategies. Ultimately, it remains an empirical question whether diversified or focused family firms attach higher importance to the target firms' profitability.

### **2.2.4 Investment Decision Criterion: Industry Growth**

The target's industry growth also affects the future financial success of M&A transactions as it enhances the family firm's long-term revenue potential (Dawson, 2011; Robbie et al., 1999; Wright et al., 2001b). Building on the previous line of argumentation, we assume that diversified family businesses attach high importance to this investment criterion when selecting investment targets. A fast-growing industry is likely to affect both the targets' and the family firms' future financial and socioemotional wealth in a positive way.

However, focused family businesses may also attach high importance to the investment criterion *industry growth* as focused family firms rely heavily on the development of only one industry. As industry growth seems to be of particular importance to both kinds of

family firms, it remains an empirical question whether family firms following a diversifying or focused investment strategy attach higher importance to this investment criterion.

### **2.2.5 Investment Decision Criterion: Majority Control**

Particularly for family firms with high priorities on socioemotional wealth protection, gaining and retaining company control is of primary importance as it allows family firm owners to pursue their interests through the family business (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Zellweger et al., 2012).

Regarding M&A transactions, gaining majority control over an investment target also seems to be crucial for focused family firms as it enables an intervention by family firm owners into the target's strategic decision-making and hence, the restructuring and professionalization of the firm according to the family firm owner's interests. For instance, by acquiring majority control, family firms can determine whether and to what degree the target should be integrated with the family firm. We assume that focused family firms with high priorities on current socioemotional wealth preservation prefer a full integration of the target firm because this enables them to establish stronger relationships with relevant stakeholders of the acquired firm. Additionally, they can change the company's name to the name of their family, thereby enhancing the family firm's socioemotional wealth.

Regarding diversified family firms, gaining majority control over the target's key strategic decision-making also seems to be attractive as it allows family firm owners to implement restructuring and strategic realignment measures within the target firm that foster its future financial success. However, minority investments may also offer an attractive way to enhance the firms' future financial success, particularly for diversified family firms. As an alternative to saving their money, family firms might regard minority investments as attractive investment opportunities with prospective returns. Hence, we hypothesize that family firms following a focused investment strategy attach higher importance to *majority acquisitions* than family firms pursuing a diversified investment strategy.

## **3. Method**

### **3.1 Construction of Conjoint Analysis**

This study uses a conjoint experiment. Conjoint experiments generally have a long tradition in research on consumer marketing (Green & Srinivasan, 1978; Green & Srinivasan, 1990). In years past, researchers have made use of conjoint analysis in research on M&A decision-making (Mahajan, Rao & Srivastava, 1994), entrepreneurial finance (Franke et al., 2008)

and family business literature (Dawson, 2011; Hauswald & Hack, 2013). We use a conjoint experiment because this approach allows us to simulate investment decision-making based on different attributes and parameter values. Additionally, a conjoint analysis helps us to investigate the importance of each attribute to the overall investment likelihood of family firms (Franke et al., 2008).

We performed a full-profile metric conjoint experiment for several reasons. Each conjoint card of a full-profile conjoint experiment includes all relevant decision criteria at a glance. Instead of choosing or configuring a preferred investment target (e.g., menu-based conjoint analysis), interviewees doing a full-profile conjoint experiment have to consecutively evaluate several conjoint cards containing different information for predefined investment targets. A full-profile conjoint experiment is suitable for our study as investment managers of family firms have tight schedules with limited availability. Moreover, a full-profile conjoint analysis can be applied to a small sample size (Green & Srinivasan, 1978; Green & Srinivasan, 1990).

A full-profile conjoint card consists of a limited number of different attributes with two or three parameter values (e.g., (Dawson, 2011; Franke et al., 2008). Based on the insight we gained from our literature review, we included five investment criteria (*industry growth, ownership, industry relatedness, type of investment, and firm profitability*) as attributes in our analysis and excluded less important investment criteria in order to keep our conjoint analysis as manageable as possible for the interviewees. Against the professional backgrounds and time constraints of the interviewees, we included only two different parameter values for each investment attribute, thereby keeping the number of different cards for the participants at a manageable level and avoiding possible distortions caused by information overload. The greater the number of attributes used in conjoint experiments, the higher the risk of interviewees concentrating on attributes they perceive as most important without considering changes of presumed less important attributes on different conjoint cards (Green & Srinivasan, 1978). We further made sure that participation in the experiment took less than 15 minutes.

Table E-1 outlines attributes and their different parameter values in the conjoint analysis.

## Studie 4: Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions

Table E-1: Description of Attributes and Parameter Values

Attribute	Parameter value 0	Parameter value 1
Industry relatedness	Unrelated to existing portfolio business	Related to existing portfolio business
Industry growth	Below GDP	Above GDP
Firm profitability	Below industry level	Above industry level
Ownership	Non-family firm ownership	Family firm ownership
Type of investment	Minority acquisition	Majority acquisition

Notes: This Table provides an overview of the five attributes and their parameter values used in the conjoint analysis. Reference parameter values are marked with 1.

A combination of five different attributes with two parameter values resulted in 32 different conjoint profiles ( $2^5$ ). Since an evaluation of all conjoint cards would overload the participants' time and attention, we used fractional factorial design (Basu, Dimitrova & Paeglis, 2009) in order to reduce the amount of conjoint cards from 32 to manageable 15 cards.

Conjoint cards were presented separately and respondents were asked to assess them on a 7-point Likert scale ranging from 1 (corresponding to "I would definitely not invest in this company") to 7 (corresponding to "I would definitely invest in this company"). The respective question was how likely they were to invest in a target firm with the characteristics presented on the conjoint card.

Conjoint cards were pretested by M&A experts and research scholars in the field. Both groups confirmed that the evaluation of 15 conjoint cards was manageable and that investment criteria were comprehensive and appropriate. Before evaluating the potential investment targets, interviewees were asked to fill in a short questionnaire in order to obtain relevant personal and company data. Figure E-1 depicts an example of a conjoint card.

How would you rate the likelihood to invest in this company?

Characteristics of company #1	
Industry relatedness	Related to existing portfolio business
Industry growth	Above GDP
Firm profitability	Above industry level
Ownership	Family Ownership
Type of investment	Minority acquisition (<= 50% shares)

I would definitely NOT invest in this company 1  2  3  4  5  6  7  I would definitely invest in this company

Figure E-1: Example of a conjoint card

Notes: This Figure shows a conjoint card as presented to interviewees. In total, 15 different conjoint cards were presented to each interviewee.

### 3.2 Sample

Our sample consists of 480 investment decisions made by 32 individuals in 29 different German family firms. Participants were asked via email to participate on the standardized conjoint experiment online. Data were obtained from August until October in 2014.

We contacted 74 large family firms with frequent M&A activities. Size mattered, as primarily large family firms conduct M&A transactions. Of the total number we contacted, 34 employees of family firms followed our email request and participated in the experiment, a response rate of 46%. Two participants indicated that the firm they were working for was neither family-controlled nor family-managed; our final analysis therefore consists of 32 experiments.

Table E-2 gives a description of the background information on the companies and participants that were gathered through the questionnaire.

Table E-2: Demographics of Data

Companies						
N	29					
M&A transactions (in the past two years)	mean= 6.5; median=5; SD=7.6; min=0; max=40					
Turnover*	50-100m	100-250m	250-500m	500-1000m	1-5bn	>5bn
	1	1	4	0	15	8
Governance structure*	Family-controlled family firm: 12 Family-managed family firm: 11 Family-managed and family-controlled firm: 6					
Investment structure*	Diversified family firm: 16 Focused family firm: 9 Family investment office: 4					
Ownership structure*	Family dynasty: 14 Siblings ownership: 10 Single family owner: 4 Cousin ownership: 1					
Individuals						
N	32					
Job position*	Manager or Project Leader: 22 CEO, Partner or Director: 6 Analyst or Associate: 4					
M&A experience*	0	0-2	2-5	5-10	10-20	>20
	1	5	10	9	4	3
Amount due diligence	mean= 25.6; median=12.5; SD=39.9; min=0; max=200					

Notes: This Table displays the demographics of our data. \* For categorical variables, the number of respondents who chose the respective category is given.

In keeping with prior research on the heterogeneity of family firms (Chua et al., 2012; Le Breton-Miller & Miller, 2013; Zellweger & Dehlen, 2012), we asked participants of family firms about the family firms' governance, investment strategy and ownership structure. Table E-2 outlines the family firms' variance in terms of these characteristics. While half of the family businesses are owned by siblings, cousins, or one family member, the remaining family businesses are family dynasties. Additionally, our sample includes two family firms

without any M&A activities over the past two years. We decided not to exclude both firms from our analysis as participants reported that they are M&A-experienced and familiar with due diligences. Additionally, our sample consists mainly of high-profile M&A managers who hold responsible positions in the family business.

### 3.3 Hierarchical Linear Modeling

We employ hierarchical linear modeling (HLM) out of respect for the nested structure of our data. HLM is an established technique for analyzing decision-making in general (Barsade, 2002; Brundin, Patzelt & Shepherd, 2008; DeTienne, Shepherd & De Castro, 2008; Eddleston, Otondo & Kellermanns, 2008) and investment decision-making in particular (Choi & Shepherd, 2004; Dawson, 2011). In order to calculate the impacts of different attributes and their parameter values on investment likelihood, we ran multilevel mixed-effects linear regressions.<sup>33</sup> We used the dummy variable technique (Franke et al., 2008) to ensure convenient interpretation of our coefficient signs.

We chose a reference parameter value of each attribute based on the best-evaluated conjoint card (see findings in Table E-3) and labeled them with 1. Parameter values for the five attributes are the following: family firm ownership: *family firm*, industry relatedness: *related existing portfolio firms*, firm profitability: *above industry level*, industry growth: *above GDP*, majority control: *majority acquisition*. The remaining parameter values were labeled with 0.

Taking the heterogeneity of family firms into account, we interacted all terms with a dummy variable, indicating 1 if the family firm follows a diversified investment strategy and 0 if the family firm pursues a focused investment strategy.<sup>34</sup>

## 4. Empirical Results

### 4.1 Descriptive Analysis

We begin our empirical analysis by briefly analyzing descriptive results. Table E-3 provides a ranking of the 15 conjoint cards used in our experiment. As each conjoint card has been evaluated 32 times by different interviewees, we calculated the mean of the investment likelihood for each conjoint card and ranked conjoint cards according to their mean value.

---

<sup>33</sup> We use the model implementation in STATA 12.0 (command mixed)

<sup>34</sup> The group of family firms with diversified investment strategies include four family offices.

Table E–3: Descriptive Statistics

Conjoint card	Mean of investment likelihood	Industry relatedness	Industry growth	Firm profitability	Ownership	Type of investment
3	6.0625	Related to existing portfolio business	Above GDP	Above industry level	Family firm ownership	Majority acquisition
12	4.125	Unrelated to existing portfolio business	Above GDP	Above industry level	Non-family firm ownership	Majority acquisition
4	3.46875	Related to existing portfolio business	Below GDP	Below industry level	Family firm ownership	Majority acquisition
9	3.40625	Related to existing portfolio business	Below GDP	Below industry level	Non-family firm ownership	Majority acquisition
5	3.21875	Unrelated to existing portfolio business	Below GDP	Above industry level	Family firm ownership	Majority acquisition
1	3.1875	Related to existing portfolio business	Above GDP	Above industry level	Family firm ownership	Minority acquisition
15	3.03125	Unrelated to existing portfolio business	Above GDP	Below industry level	Family firm ownership	Majority acquisition
14	2.90625	Unrelated to existing portfolio business	Below GDP	Above industry level	Non-family firm ownership	Majority acquisition
13	2.46875	Related to existing portfolio business	Below GDP	Above industry level	Family firm ownership	Minority acquisition
7	2.21875	Related to existing portfolio business	Below GDP	Above industry level	Non-family firm ownership	Minority acquisition
8	2.15625	Related to existing portfolio business	Above GDP	Below industry level	Non-family firm ownership	Minority acquisition
11	1.9375	Unrelated to existing portfolio business	Above GDP	Above industry level	Non-family firm ownership	Minority acquisition
2	1.6875	Unrelated to existing portfolio business	Above GDP	Below industry level	Family firm ownership	Minority acquisition
6	1.5	Unrelated to existing portfolio business	Below GDP	Below industry level	Family firm ownership	Minority acquisition
10	1.25	Unrelated to existing portfolio business	Below GDP	Below industry level	Non-family firm ownership	Minority acquisition

Notes: This Table provides descriptive statistics of our data. It lists all conjoint cards and their parameter values in order of the investment likelihood mean of each conjoint card.

Conjoint card 3 exhibits the highest average investment likelihood with 6.0625, followed by conjoint card 12 (4.125) and 4 (3.46875). The conjoint card last preferred is number 10, with an investment likelihood of only 1.25. Our findings suggest that conjoint card 3 offers the best combination of the attributes' parameter values. According to conjoint card 3, family firms prefer investments in portfolio firms that are related to their existing portfolio firms and that are family owned. Moreover, the investment target should have an above-average firm profitability and an industry growth above GDP. Additionally, it appears that majority acquisition has a strong positive impact on investment likelihood as all of the top-five-ranked conjoint cards offer a majority acquisition. Contrastingly, parameter values for the remaining investment decision criteria *industry relatedness*, *industry growth*, *firm profitability*, and *family firm ownership* change within the top five spots, indicating a lower tendency toward one preferred value parameter.

However, as we applied fractional factorial design to reduce the number of conjoint cards in our experiment, it is likely that we deleted a specific combination of parameter values that would have reached a higher investment likelihood than the outlined combination of conjoint card 3.

## **4.2 Regression Results**

### **4.2.1 Relative Importance of Investment Decision Criteria**

Table E-4 includes the results of our regression analysis. Model 1 in Table E-4 outlines the results of our base model in our regression analysis and shows that all investment decision criteria have a significant positive impact on overall investment likelihood. We find strong evidence that family firms prefer the following parameter values of our investigated attributes: majority acquisitions (1.742;  $p \leq 0.001$ ), investment targets with above-GDP industry growth (0.7344;  $p \leq 0.001$ ), investment targets with firm profitability above industry level (0.6875,  $p \leq 0.001$ ), target firms operating in industries that are related to the core firm's industry (0.9297,  $p \leq 0.001$ ) and target firms with family firm ownership (0.3125;  $p \leq 0.01$ ). We therefore support Hypotheses 1–5.

## Studie 4: Diversified vs. Focused Family Firms: Differences in Investment Decisions

Table E-4: Base Model and Interactions

Independent Variables	Model 1			Model 2		
	Coefficient	Standard error	t-ratio	Coefficient	Standard error	t-ratio
Family firm ownership	0.3125	0.1066979	29.288 **	0.6017687	0.1824212	32.988 ***
Industry relatedness - related to existing portfolio business	0.9296875	0.1066979	87.133 ***	1.718435	0.1824212	94.201 ***
Firm profitability - above industry level	0.6875	0.1066979	64.434 ***	0.2128798	0.1824212	11.670
Industry growth: above GDP	0.734375	0.1066979	68.827 ***	0.3017687	0.1824212	16.542 †
Majority control	1.742188	0.1066979	163.282 ***	1.190658	0.1824212	65.270 ***
Family firm ownershipxFF_div				-0.4024607	0.2118545	-18.997 †
Industry related to existing portfolio businessxFF_div				-1.097388	0.2118545	-51.799 ***
Firm profitability above industry levelxFF_div				0.6603412	0.2118545	31.170 **
Industry growth above GDPxFF_div				0.6018871	0.2118545	28.410 **
Majority controlxFF_div				0.767346	0.2118545	36.220 ***
_cons	0.7118022	0.1551014	45.893 ***	0.7182182	0.1453861	49.401 ***
N	480			480		
$\chi^2$	446.703			566.132		
Log likelihood	-768.637			-739.404		
Degrees of freedom	5			10		

†  $p < 0.1$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Notes: This Table presents the results for our regression models. We use hierarchical linear modeling, with investment likelihood as the dependent variable. Model 1 analyzes the impact of each investment criterion on the family firms' investment likelihood. In Model 2, we introduce interaction terms with the dummy variable div\_FF, indicating whether the firm follows a diversifying investment strategy. Heteroskedasticity robust standard errors are reported in the second column of each model; significance is marked by † at 10 %, \* at 5 %, \*\* at 1 % and \*\*\* at 0.1 %.

In order to interpret our results in greater detail, we illustrate them in Figure E-2. To do so, we followed the approach of Franke et al. (2008) and estimated the relative importance of each parameter value, then addressed its impact on the family firms' investment likelihood.<sup>35</sup>

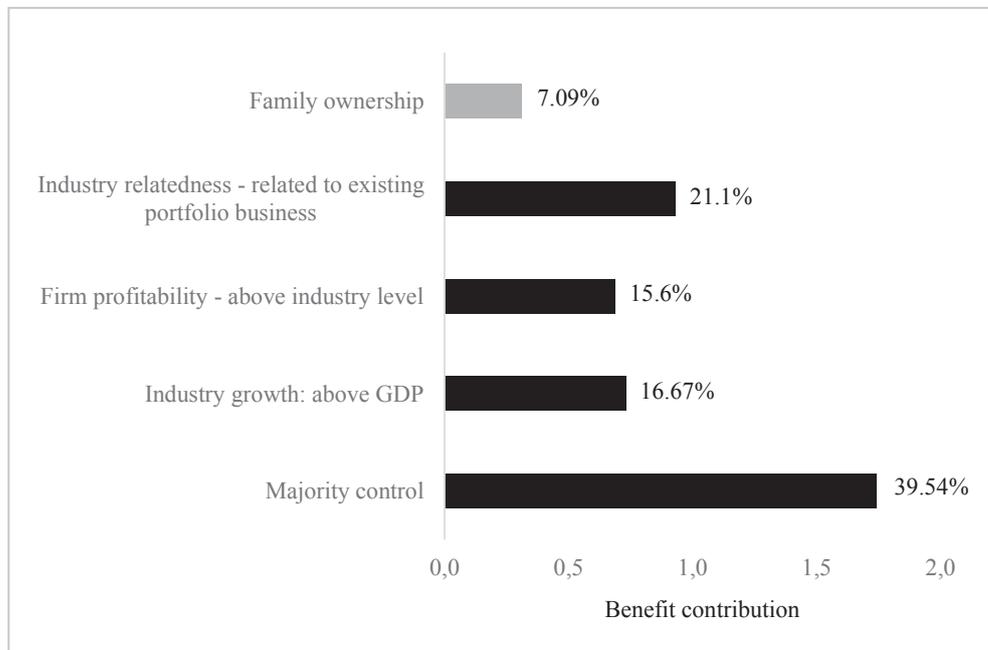


Figure E-2: Benefit contributions of parameter values of base model

Notes: This Figure describes the benefit contributions of each parameter value to the family firms' investment likelihood. Following Franke et al. (2008), we plotted coefficients of our base model and calculated its relative importance of each coefficient on the overall benefit contributions of coefficients of all investment criteria. (e.g., acquisition type: majority acquisition:  $1.742188 / (0.3125 + 0.9296875 + 0.6875 + 0.734375 + 1.742188) * 100 = 39.54\%$ ). Solid black bars mark significance levels at 0.1%, and solid gray bars characterize a significance level of 1%.

As already indicated by the descriptive analysis, our results in Figure E-2 outline that gaining *majority control* over the potential investment target is by far the most important investment criterion for family firms. In particular, it must be noted that this criterion is almost twice as important as the second ranked investment criterion *industry relatedness*. Third is *industry growth* with 16.67%. Less important than *industry growth* is *firm profitability* (15.6%). *Family firm ownership* of the potential investment target is ranked last with 7.09% and therefore garners less than half the importance of the second last criterion. Results indicate that criteria that are strongly linked to financial considerations (firm profitability) as well as socioemotional wealth considerations (family firm ownership) are least important as they are ranked second last and last, respectively.

<sup>35</sup> To estimate the relative importance of parameter values, we divided each parameter value by the sum of parameter values of all independent variables.

### 4.2.2 Comparison of Investment Decision Criteria of Diversified and Focused Family Firms

We continue our analysis by investigating whether the family firms pursuing different investment strategies attach differing importance to the investigated investment decision criteria. Model 2 in Table E-2 therefore outlines the results of our second multilevel mixed-effects linear regression, including all interaction terms. Results indicate that family firms pursuing diversified investment strategies significantly differ from family firms following a focused investment strategy because they attach differing importance to all investigated investment criteria.

For a more detailed and convenient interpretation, we followed the approach of Franke et al. (2008) and plotted all coefficients of interaction terms in Figure E-3. Black bars mark coefficients that are significantly different from zero at 0.1% level, gray bars refer to a significance level of 1%, and hatched bars mark coefficients that are significantly different from zero at 10% level.

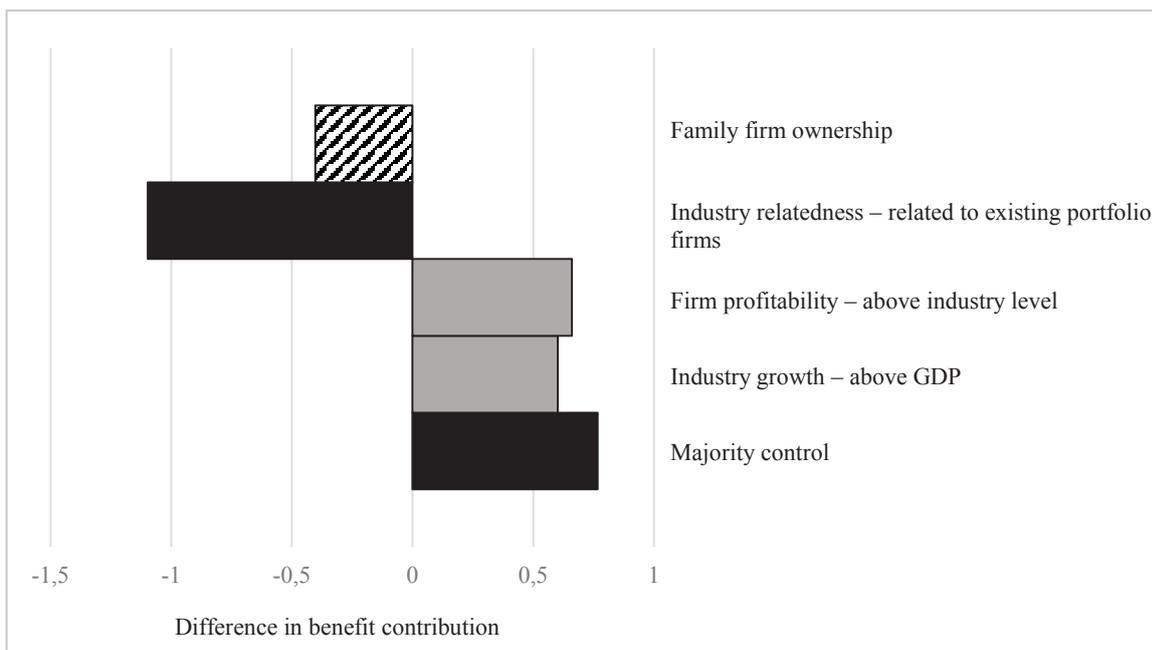


Figure E-3: Differences in benefit contributions between diversified and focused family firms

Notes: Figure E-3 exhibits the difference in benefit contributions between diversified and focused family firms for each investment criterion separately. Following Franke et al. (2008), we therefore plotted the interaction term coefficients of each investment criteria (e.g., family firm ownership: -0.4024607). Solid black bars mark significance levels at 0.1%, solid grey bars characterize a significance level of 1%, and hatched bars mark coefficients that are significant at a level of 10%.

Our results reveal that focused family firms attach greater importance to the investment criterion *family firm ownership* (benefit contribution: 0.602) than diversified family busi-

nesses (benefit contribution: 0.2, significant at 10% level; difference in benefit contribution: 0.402). The greatest difference between focused and diversified family firms is the criterion *industry relatedness*, which has a benefit nearly three times higher for focused family firms than for family firms pursuing diversified investment strategies (significant at 0.1% level). Hence, we support our hypotheses for the investment criteria *family firm ownership* and *industry relatedness*.

We also find a significantly higher benefit contribution among diversified family firms for the investment criteria *firm profitability* (significant at 1% level), *industry growth* (significant at 1% level), and *majority acquisition* (significant at 0.1% level) than for focused family firms. If *firm profitability* is above industry level, diversified family firms perceive a benefit contribution that is almost twice as high as for focused family firms. Additionally, *industry growth* only leads to a benefit contribution of 0.302 among focused family firms, whereas diversified family firms perceive a benefit contribution of 0.902 (significant at 1% level). We therefore find evidence that family firms following a diversifying investment strategy attach higher importance to the investment criteria *firm profitability* and *industry growth* than do focused family firms.

However, we must reject our assumption about the investment criterion *majority control*. For this investment criterion, we find that acquiring control benefits diversified family firms 0.767 higher than focused family firms (significant at 0.1% level). We have developed a potential explanation for this phenomenon. First, as focused family firms prefer investments in firms operating in the same industry, they should have easy access to detailed information about the target firm through their network. Therefore, gaining majority control may be less crucial for focused family firms than for diversified family businesses. However, both investor types rank *majority control* among the top two criteria, which supports our argument that gaining control over the investment target is crucial since it enables family firm owners to influence the target firm's decision-making and therefore to develop the target firm in accordance with the family firm owners' goals and priorities.

To gain a better understanding of differences in relative importance of the investigated investment decision criteria between focused and diversified family firms, we plotted the relative importance of each investment criteria to both groups separately in Figure E-4.

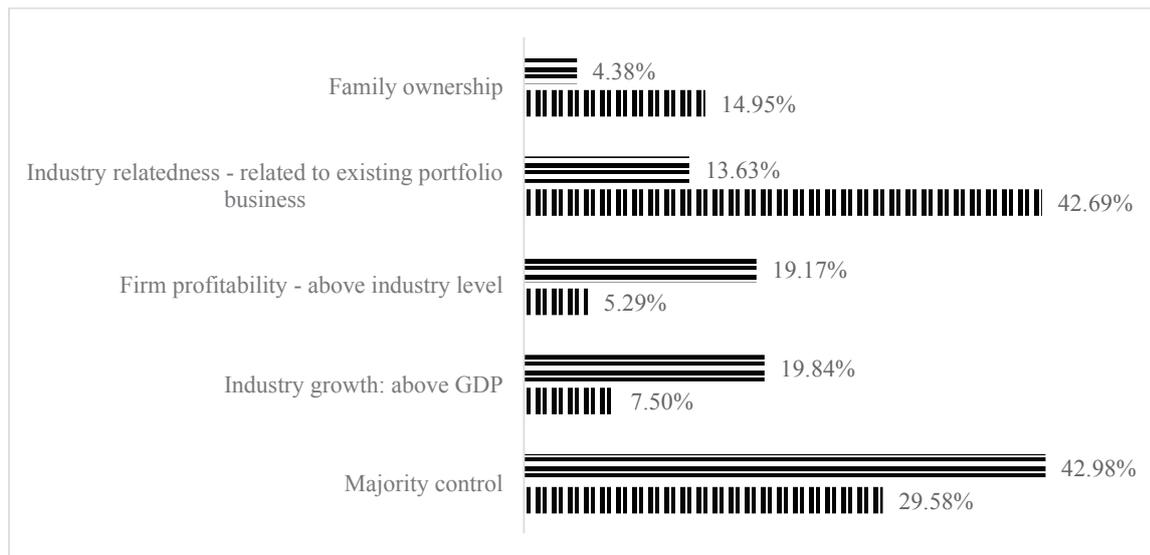


Figure E-4: Benefit contributions of parameter values for diversified and focused family firms

Figure E-4 depicts the benefit contributions of parameter values for diversified and focused family firms for each investment criterion. Bars with horizontal stripes describe benefit contributions for diversified firms, whereas bars with vertical stripes exhibit benefit contributions for focused family firms.

We estimated the relative importance of each parameter value for focused and diversified family firms, then addressed its impact on investment likelihood for each family firm type separately.<sup>36</sup> Our findings reveal that diversified family firms attach primary importance to the investment criteria *industry growth* and *firm profitability*, whereas focused family firms emphasize the investment criteria *industry relatedness* and *family firm ownership*.

Table E-5 outlines the correlation matrix as well as variance inflation factors for the variables that are of key interest. All the values of the correlations stayed below the critical threshold of 0.7, indicating that multicollinearity is not an issue (Anderson et al., 2014). Additionally, we examined the variance inflation factors to test multicollinearity (Kroll et al., 2008). VIF were all below the critical threshold of 10 (Chatterjee & Hadi, 2015). We therefore conclude that multicollinearity does not require further attention in our research.

<sup>36</sup> E.g., Benefit contribution of parameter value family firm ownership for focused family firms  $0.602/(0.602+1.718+0.213+0.302+1.191) = 0.1495 = 14.95\%$

Table E-5: Correlation Matrix and Variance Inflation Factors

	VIF	1	2	3	4	5	6
1 Family firm ownership	1.03	1					
2 Industry relatedness	1.03	-0.0714	1				
3 Firm profitability	1.03	0.0714	0.0714	1			
4 Industry growth	1.03	0.0714	0.0714	-0.0714	1		
5 Majority control	1.03	0.0714	0.0714	-0.0714	-0.0714	1	
6 FF_Diversification	1.00	0	0	0	0	0	1

Notes: Table E-5 includes the correlation matrix and the variance inflation factors (VIF) for our variables of key interest.

## 5. Conclusion

This study investigates investment decisions in M&A transactions of family firms. By shedding light on five investment criteria that are key to family firms' evaluation of potential target firms, we find significant evidence that the opportunity to gain *majority control* of an investment target is the most important selection criterion for family firms, followed by *industry relatedness* and *industry growth*. Moreover, we find that the finance-driven investment criterion *firm profitability* and the family-driven investment criterion *family firm ownership* are ranked second last and last. The importance of considering family firms' heterogeneity in research is reinforced, as the ranking of investment criteria changes when investigating the impact of family firms' differing investment strategies on investment decisions. Our results indicate that family firms pursuing a diversified investment strategy attach greater importance to the target's *profitability* and *industry growth*. On the contrary, family firms following a focused investment strategy put emphasis on *family firm ownership* and *industry relatedness* of the target. Additionally, our results surprisingly reveal that diversified family firms attach a nuanced greater importance to *majority* acquisitions than focused family firms do when selecting investment targets.

The paper enlarges preexisting research dealing with M&A transactions by family firms in two main ways. Whereas previous research focuses mostly on single target firm characteristics that positively influence the investment likelihood of family firms (e.g., *industry relatedness* (Defrancq et al., 2016; Miller et al., 2010)), our study extends the literature by analyzing and comparing the relative importance of five investment criteria on family firms' investment likelihood. Second, our study contributes to research on heterogeneity of family firms (Chua et al., 2012; García-Álvarez & López-Sintas, 2001; Le Breton-Miller & Miller, 2013; Zellweger & Dehlen, 2012) by providing an understanding of the impact of differences in the family firms' investment strategies. Thus far, research on alternative

growth decisions in family businesses has focused primarily on R&D investments (Schmid et al., 2014) as well as on internationalization decisions (Holt, 2012). Our study takes into account the heterogeneity of family firms in terms of diversification strategies in M&A transactions, and enhances existing literature by outlining that family firms pursuing diversifying acquisitions attach differing importance to investment criteria than family firms following focused investment strategies.

Our results hold several practical implications for business owners looking for potential buyers as well as for advisors of family businesses that are actively involved in M&A transactions. Enriched by a deeper understanding of the applied investment criteria of family firms, business owners who consider selling their business to a family firm should emphasize firm characteristics that increase the family firm's investment likelihood. Additionally, our study can improve consultancies' expertise in advising family firms. By taking the outcomes of our study into account, a more tailored consultation can be provided to advise family firms' choice of an appropriate target firm according to the family firms' preferences. Moreover, due diligence processes can be improved by adjusting valuation criteria for family firms while including family firms' specific investment strategies.

Nevertheless, we are aware of the study's limitations. Although we assume that the conjoint analysis is a suitable method for accessing M&A decisions among family firms, there is a limitation linked to the methodology. As conjoint profiles are restricted to a certain number of attributes, we cannot capture the full complexity of an M&A decision. However, we put significant effort into the identification of five relevant investment criteria of family firms with the help of existing literature and interviews with M&A experts working for family firms.

An approach for future research comprises the examination of how investment criteria affect the following steps in M&A transactions, as our study focuses purely on the family firms' evaluation process in M&A investments. Based on the finding that the five investment criteria affect a family firm's investment likelihood to varying degrees, future research could investigate whether the outlined differences find reflection in negotiations of company purchase prices. For instance, prospective research could shed light on whether and to what extent focused family firms are willing to pay a "premium" when the investment target is a family firm.

Furthermore, subsequent studies can enhance our understanding of the integration process of newly acquired companies in family businesses. Taking into account the family firms'

heterogeneity in terms of varying priorities on socioemotional wealth (Le Breton-Miller & Miller, 2013), we would expect that family members who prioritize socioemotional wealth protection strongly identify themselves with the family firm. Hence, they are likely to fully integrate an acquired firm into the family firm by, e.g., changing the firm's name and its brands to the family's name and fostering the integration of the target firm's employees into the family firm. Contrastingly, family firms characterized by lower priorities on socioemotional wealth protection might regard the newly acquired firm as an independent subsidiary rather than a part of the family firm.

## **F. Fazit**

### **1. Zentrale Ergebnisse und Forschungsbeiträge**

#### **1.1 Private Equity in Familienunternehmen**

Die Dissertation beschäftigt sich mit strategischen Entscheidungen, die besonders in Familienunternehmen aufgrund ihrer potentiellen Gefährdung des sozioemotionalen Vermögens als risikoreich einzustufen sind. Die ersten drei Studien beleuchten hierzu die Finanzierung von Familienunternehmen durch Private Equity.

Die *erste* Studie hat das Ziel, sowohl Gemeinsamkeiten als auch Unterschiede von Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung zu identifizieren. Neben der Analyse vertraglicher Bestandteile fokussiert sich die Studie auf personenbezogene Aspekte, wie beispielsweise das Vertrauen in die Private-Equity-Manager/innen und dem Konfliktaufkommen zwischen beiden Parteien im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung.

Unter Berücksichtigung der Theorie des sozioemotionalen Vermögens untersucht die Studie privatgehaltene Familien- und Nicht-Familienunternehmen, die sich durch Private Equity finanziert haben. Die Ergebnisse suggerieren, dass sowohl Familienunternehmen als auch Nicht-Familienunternehmen Private Equity häufig als Wachstumsfinanzierung nutzen. Unterschiede sind zwischen Familienunternehmen und Nicht-Familienunternehmen hinsichtlich kontrollspezifischer Aspekte festzustellen, wie z. B. der vertraglichen Fixierung einer Rückkaufoption oder dem Verkauf von Unternehmensanteilen. Familienunternehmen verkaufen nicht nur weniger Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften, sondern vereinbaren auch häufiger eine Rückkaufoption, die ihnen eine Rückkaufmöglichkeit der an die Private-Equity-Gesellschaft verkauften Unternehmensanteile, gewährt. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse, dass fast die Hälfte der untersuchten Private-Equity-Finanzierungen konfliktfrei ablaufen und sowohl Geschäftsführer/innen familiengeführter als auch nichtfamiliengeführter Unternehmen ein moderates bis hohes Vertrauen in Private-Equity-Manager/innen aufweisen.

Die Studie trägt zur Erweiterung bestehender Literatur bei und enthält wichtige Implikationen in viererlei Hinsicht. Erstens entkräften die Ergebnisse die öffentliche und wissenschaftliche Wahrnehmung, dass Private Equity als Finanzierungsform überwiegend als Restrukturierungsfinanzierung eingesetzt wird (Fenn et al., 1995; Hotchkiss et al., 2014;

Tappeiner et al., 2012). Zweitens wird das negative Image von Private-Equity-Gesellschaften relativiert (Müntefering, 2004), da knapp die Hälfte der befragten Geschäftsführer/innen von sowohl Familien- als auch Nicht-Familienunternehmen eine konfliktfreie Geschäftsbeziehung angeben und ein belastbares Vertrauen in den/die Private-Equity-Manager/in aufweisen. Drittens erweitert die Studie das Forschungsfeld zur externen Eigenkapitalfinanzierung in Familienunternehmen (Achleitner et al., 2010; Tappeiner et al., 2012). Es wird erstmals gezeigt, dass Familienunternehmen zwar weniger Kontrollrechte an Private-Equity-Gesellschaften übertragen, der Kontrollverlust sich jedoch nicht negativ auf die zwischenmenschliche Beziehung zwischen Private-Equity-Manager/innen und Geschäftsführer/innen des Portfoliounternehmens auswirkt. Viertens werden erstmals anhand einer quantitativen Studie Private-Equity-Finanzierungen in privatgehaltenen Unternehmen sowohl auf Personen- als auch auf Unternehmensebene untersucht. Von übergeordneter Relevanz ist hierbei die privatgehaltene Natur der Unternehmen zum Finanzierungszeitpunkt. Wenngleich Familienunternehmen in Bezug auf die Eigentümerstruktur und die Rechtsform heterogen sind, wurden in der Forschung zu Familienunternehmen aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit bislang vorwiegend börsennotierte Familienunternehmen untersucht (Carney, Van Essen, Gedajlovic & Heugens, 2015).<sup>37</sup> Insbesondere die privatgehaltene Struktur erleichtert jedoch Inhaber/innen von Familienunternehmen das Verfolgen und Erreichen von nichtfinanziellen Zielen (Carney et al., 2015). Um das Verständnis und die Forschung im Bereich der Finanzierung von privatgehaltenen Unternehmen zu erweitern, untersuchen Studie 1 und Studie 2 Private Equity in privatgehaltenen Familien- und Nicht-Familienunternehmen.

Die *zweite* Studie analysiert anhand eines Datensatzes von 75 privatgehaltenen Unternehmen, die Private Equity bezogen haben, den prozentualen Unternehmensanteil, den familiengeführte und nicht-familiengeführte Unternehmen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung an Private-Equity-Gesellschaften verkaufen. Während bisherige Studien zeigen, dass Minderheitsbeteiligungen in Familienunternehmen aufgrund des geringeren Kontrollverlusts von besonderer Attraktivität sind (Tappeiner et al., 2012), analysiert die Studie zunächst den Familieneinfluss auf den prozentualen Anteil verkaufter Unternehmensanteile. Anschließend werden moderierende Effekte in Form des Finanzierungsanlasses und der Erfahrungswerte der Geschäftsführer/innen mit Private Equity untersucht.

---

<sup>37</sup> Vgl. z. B. Berrone et al. (2010); Gomez-Mejia et al. (2014); Gomez-Mejia et al. (2010); Gomez-Mejia et al. (2015).

Die Ergebnisse zeigen, dass Familienunternehmen prozentual weniger Unternehmensanteile an Private-Equity-Gesellschaften verkaufen als Nicht-Familienunternehmen. Familienunternehmen, die Private Equity zur Finanzierung eines Gesellschafterkonflikts und/oder eines Gesellschafteraustritts beziehen, nähern sich jedoch dem Verhalten von Nicht-Familienunternehmen an und verkaufen mehr Unternehmensanteile als Familienunternehmen, die aus anderen Gründen Private Equity beziehen. Auch die Erfahrung mit Private Equity der Geschäftsführer/innen privatgehaltener Unternehmen hat einen positiven Einfluss auf den Verkauf von Unternehmensanteilen. So verkaufen diejenigen Familienunternehmen mehr Unternehmensanteile, bei denen Geschäftsführer/innen bereits Erfahrungen mit Private Equity gesammelt haben.

Basierend auf den Ergebnissen lassen sich drei Forschungsbeiträge ableiten. Zunächst trägt die Studie zur Literatur bei, die sich mit dem Familieneinfluss und dem damit verbundenen sozioemotionalen Vermögen im Rahmen von risikoreichen Entscheidungen in Familienunternehmen beschäftigt (Berrone et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007). So zeigt die Studie im Kontext von Private-Equity-Finanzierungen, dass Familienunternehmen weniger Kontrolle an Private-Equity-Gesellschaften abgeben als Nicht-Familienunternehmen, um den Schutz des sozioemotionalen Vermögens gewährleisten zu können. Durch Berücksichtigung der Finanzierungsanlässe der privatgehaltenen Unternehmen, trägt die Studie zudem zu den beiden Literatursträngen bei, die sich mit dem *Mixed Gamble* in Familienunternehmen (Gomez-Mejia et al., 2014; Gomez-Mejia et al., 2010) und der Heterogenität von Familienunternehmen (Chua et al., 2012; Daspit et al., 2017; Nordqvist et al., 2014) beschäftigen. Bislang hat die Wissenschaft gezeigt, dass sich die Risikoaversion der Familienmitgliedern eines Familienunternehmens der von Gesellschafter/innen Nicht-Familienunternehmen annähert, wenn Familienunternehmen finanziellen Krisensituationen ausgesetzt sind (Gomez-Mejia et al., 2015). Die Studie hingegen zeigt, dass weniger die finanzielle Situation des Unternehmens ausschlaggebend für die Akzeptanz eines Risikoverlusts ist, sondern vielmehr das Aufkommen von Gesellschafterkonflikten und/oder einem Austrittswunsch seitens eines/einer Gesellschafter/in. Neben der finanziellen Situation des Unternehmens ist somit auch der Wert des sozioemotionalen Vermögens, der u. a. die emotionale Bindung zwischen Familienmitgliedern beinhaltet, ausschlaggebend für die Akzeptanz eines Kontrollverlustes und des damit einhergehenden Risikos. Drittens erweitert die Studie Literatur, die sich dem Einfluss von Erfahrungen im Rahmen von strategischen Entscheidungen beschäftigt (Park & Banaji, 2000; Wegener & Petty, 1994; Worth & Mackie, 1987).

Bislang geht die Wissenschaft davon aus, dass Private Equity generell eine Gefahr für Familienunternehmer/innen darstellt. Die Studie zeigt jedoch, dass die wahrgenommene Gefahr und die damit verbundene Risikoaversion in Form des Verkaufs von Unternehmensanteilen maßgeblich mit der Erfahrung des/der Geschäftsführers/in mit Private Equity zusammenhängen. So ist nicht nur der Wert des sozioemotionalen Vermögens in Familienunternehmen unterschiedlich, sondern auch das durch Private Equity wahrgenommene Risiko, welches durch unterschiedliche Erfahrungswerte beeinflusst wird.

Die *dritte* Studie analysiert anhand von 75 Private-Equity-Finanzierungen personenspezifische Eigenschaften, die einen Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung des/der Private-Equity-Manager/in haben. Ziel der Studie ist es, mögliche Verzerrungen, die sich aufgrund von zwischenmenschlichen Aspekten ergeben, aufzudecken. Hierzu wird der Einfluss von Ähnlichkeiten zwischen Geschäftsführer/innen und Private-Equity-Manager/innen sowie der Einfluss des Lebensalters der Geschäftsführer/innen auf die durch die Geschäftsführer/innen wahrgenommene Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen untersucht.

Die Studie zeigt, dass Ähnlichkeiten zwischen Geschäftsführer und Privat-Equity-Manager/in in den Bereichen Bildungsgrad und Branchenerfahrung einen positiven Einfluss auf die Kompetenzwahrnehmung der Private-Equity-Manager/innen haben. Darüber hinaus steht das Alter des Geschäftsführers in einem nicht-linearen Zusammenhang zur Kompetenzwahrnehmung. So schätzen junge und alte Geschäftsführer/innen die Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen geringer ein als Geschäftsführer/innen im mittleren Erwachsenenalter. Gleichaltrigkeit hat hingegen keinen signifikanten Einfluss auf die durch die Geschäftsführer/innen wahrgenommene Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen.

Während quantitative Studien zu Private Equity bislang ausschließlich Zusammenhänge auf der Unternehmensebene analysieren, ist die Studie die erste, die personenspezifische Zusammenhänge zwischen Private-Equity-Gesellschaft und Portfoliounternehmen im Kontext einer Private-Equity-Finanzierung untersucht. Die Studie enthält deshalb Implikationen für die Forschung in vier unterschiedlichen Bereichen. Zunächst trägt die Studie zur Literatur bei, die sich mit der Partnerauswahl bei Investitionsentscheidungen beschäftigt (Achleitner et al., 2010; Franke et al., 2006). Während bisherige Forschungsbeiträge zeigen, dass die Kompetenz eines/einer Private-Equity-Manager/in einen Einfluss auf die Auswahlentscheidung einer Private-Equity-Gesellschaft hat (Achleitner et al., 2010), untersucht die Studie erstmals, wodurch die Kompetenzwahrnehmung beeinflusst werden kann.

Zweitens ergänzt die Studie Literatur, die sich der menschlichen Selbstüberschätzung widmet (Brown & Sarma, 2007; Buchholtz & Ribbens, 1994; Doukas & Petmezas, 2007; Menkhoff et al., 2013; Simon & Houghton, 2003). So führt eine Selbstüberschätzung nicht nur zu irrationalen Entscheidungen, sondern beeinflusst auch die Wahrnehmung anderer Personen. Drittens erweitert die Studie die Ähnlichkeits- und Vertrauensforschung (Bengtsson & Hsu, 2010; Byrne, 1971; Mayer & Davis, 1999; Mayer et al., 1995; McPherson et al., 2001; Rogers & Bhowmik, 1970), die eng mit der Kompetenzliteratur verbunden ist. Bisherige Studienergebnisse deuten darauf hin, dass Ähnlichkeiten das Vertrauen begünstigen (Busch & Wilson, 1976; Dion et al., 1995; Lichtenthal & Tellefsen, 2001). Die Studie zeigt erstmals, dass Ähnlichkeiten nicht nur das Vertrauen begünstigen, sondern auch einen positiven Einfluss auf ein Antezedens des Vertrauens, der Kompetenzwahrnehmung, haben. Viertens erweitert die Studie Literatur, die sich mit der Relevanz von Kompetenz und Wissen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung befasst (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004). So untersucht die Studie aus Perspektive der Geschäftsführer/innen die Kompetenz der Private-Equity-Manager/innen, wohingegen bestehende Literatur bislang vorwiegend die Expertise der Geschäftsführer/innen aus Sicht der Private-Equity-Manager/innen untersucht hat (Brubaker et al., 2017; Gow et al., 2016; Pratch & Jacobowitz, 2004).

### **1.2 Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen**

Die *vierte* Studie hat zum Ziel, Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen im Rahmen von Unternehmensakquisitionen zu analysieren und widersprüchliche Ergebnisse hinsichtlich des Einflusses von unterschiedlichen Investitionskriterien auf eine Investitionsentscheidung zu erklären. Der Datensatz besteht aus 480 Investitionsentscheidungen von 32 im M&A-Bereich involvierten Angestellten in Familienunternehmen. Die Daten wurden mittels eines metrischen Conjoint-Experiments erhoben und einer Mehrebenenanalyse unterzogen. Während im ersten Schritt der Einfluss von fünf Investitionskriterien auf die Kaufwahrscheinlichkeit des Investitionsobjekts analysiert wird, wird im zweiten Schritt der moderierende Effekt der Investitionsstrategie der Familienunternehmen untersucht.

Die Ergebnisse zeigen, dass der Erhalt von mehrheitlicher Kontrolle das wichtigste Investitionskriterium ist, gefolgt von Branchennähe, Branchenwachstum, Unternehmensprofitabilität und Familieneigentum des zu akquirierenden Unternehmens. Die Heterogenität von Familienunternehmen berücksichtigend legen Familienunternehmen, die eine diversifizie-

rende Investitionsstrategie verfolgen, besonderen Wert auf die Investitionskriterien Unternehmensprofitabilität und Branchenwachstum. Familienunternehmen, die eine fokussierte Investitionsstrategie verfolgen, bevorzugen hingegen Akquisitionen von Familienunternehmen, die eine Branchennähe zu ihrer Branche aufweisen.

Die Studie enthält zwei Implikationen für die Forschung. Zum einen erweitert die Studie die Literatur zu M&A-Transaktionen in Familienunternehmen, in dem erstmals nicht nur ein Investitionskriterium (z. B. Defrancq et al., 2016; Miller et al., 2010), sondern fünf verschiedene Investitionskriterien untersucht werden. Somit ist es möglich, die relative Wichtigkeit einzelner Investitionskriterien festzustellen und damit ein umfangreiches und realitätsnahes Bild von Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen zu erzeugen. Zudem berücksichtigt die Studie die Heterogenität von Familienunternehmen hinsichtlich des Diversifizierungsgrads. Während Studien bislang die Heterogenität von Familienunternehmen in anderen Wachstumsentscheidungen (Holt, 2012; Schmid et al., 2014) analysiert haben, berücksichtigt die Studie erstmals die heterogenen Charakteristika von Familienunternehmen im M&A Kontext. Mithilfe der Studienergebnisse ist es dadurch möglich, scheinbar widersprüchliche Ergebnisse hinsichtlich der Diversifizierung von Familienunternehmen zu erklären.

### **1.3 Praktische Implikationen**

Die zentralen Ergebnisse der Studien offerieren verschiedene Implikationen für die Praxis. Private-Equity-Gesellschaften erhalten einen Einblick in die Finanzierung von privatgehaltenen Unternehmen aus der Perspektive der Portfoliounternehmen. Die Studien vermitteln neue Einblicke über die spezifischen Charakteristika von Familienunternehmen im Rahmen einer Private-Equity-Finanzierung, welche Private-Equity-Gesellschaften nicht nur bei der Identifizierung von geeigneten Portfoliounternehmen, sondern auch im Rahmen der Betreuung von Private-Equity-finanzierten Familienunternehmen einsetzen können.

Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse der Dissertation, dass knapp die Hälfte aller untersuchten Finanzierungen konfliktfrei und auf einer vertrauensvollen Basis ablaufen, was Private-Equity-Gesellschaften ermutigen könnte, trotz ihrer divergenten Zielsetzungen zu Familienunternehmen, familiengeführte Unternehmen vermehrt als potentielle Investitionsobjekte zu berücksichtigen.

Ähnliche Implikationen können für privatgehaltene Unternehmen abgeleitet werden. Insbesondere die Relativierung des negativen Images von Private-Equity-Finanzierungen könnte als Anreiz für privatgehaltene Unternehmen dienen, diese Finanzierungsalternative

(eher) in Betracht zu ziehen. Das gilt insbesondere für Familienunternehmen, die häufig aufgrund des Kontrollverlustes eine Private-Equity-Finanzierung scheuen.

Auch die Untersuchung des Investitionsverhaltens von Familienunternehmen im Rahmen einer Unternehmensakquisition enthält vor dem Hintergrund, dass Familienunternehmen vermehrt Unternehmensakquisitionen vornehmen (Henseleit, 2017), wichtige Implikationen für die Praxis. Unternehmen, die nach einem geeigneten Käufer suchen, erhalten durch die Ergebnisse ein differenzierteres Verständnis über Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen. Im Rahmen von Vertragsverhandlungen mit Familienunternehmen können sie gezielter diejenigen Investitionskriterien herausstellen, die eine Kaufwahrscheinlichkeit erhöhen. Hierbei sollten die zum Verkauf stehenden Unternehmen berücksichtigen, dass Familienunternehmen heterogen sind und je nach Diversifizierungsgrad unterschiedliche Investitionskriterien ansetzen.

Darüber hinaus können auch Unternehmensberater/innen, die schwerpunktmäßig Familienunternehmen bei Unternehmensakquisitionen begleiten, durch ein tiefgehendes Verständnis über das Investitionsverhalten von Familienunternehmen von den Studienergebnissen profitieren. So könnten Unternehmensberater Familienunternehmer/innen bei der Suche nach interessanten Akquisitionsobjekten unterstützen und geeignete Unternehmen anhand der Studienergebnisse für Familienunternehmer/innen identifizieren und vorselektieren. Außerdem erhalten Unternehmensberater/innen einen Einblick in das Wertesystem eines Familienunternehmens, wodurch sie diese Beratungsleistung zugeschnitten auf die Bedürfnisse eines Familienunternehmers/in anbieten können.

## **2. Limitationen und zukünftiger Forschungsbedarf**

### **2.1 Private Equity in Familienunternehmen**

Anhand von drei Studien trägt die Dissertation zum besseren Verständnis von Private-Equity-Finanzierungen in privatgehaltenen Unternehmen bei. Wie alle wissenschaftlichen Forschungsprojekte enthalten auch diese Studien Limitationen, aus denen zukünftiger Forschungsbedarf abgeleitet werden kann.

Die Studien zu Private Equity beruhen auf einem Datensatz, der im Rahmen einer Fragebogenstudie erhoben wurde. Dieser Datensatz ist vergleichsweise klein. Dies liegt vornehmlich an der kleinen Grundgesamtheit, da im Rahmen der Fragebogenstudie ausschließlich Geschäftsführer/innen deutscher privatgehaltener Unternehmen, die eine Private-Equity-Finanzierung erhalten haben, kontaktiert wurden. Außerdem umfasst der Datensatz

zur Beantwortung der Forschungsfragen sowohl Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Zukünftige Studien könnten sich der Heterogenität von Familienunternehmen im Kontext einer externen Eigenkapitalfinanzierung widmen. Um eine größere Grundgesamtheit zu erreichen, könnten im Rahmen einer quantitativen Analyse Private-Equity-finanzierte Familienunternehmen mit Familienunternehmen, die bislang keine Eigenkapitalfinanzierung erhalten haben, verglichen werden. Da Private Equity häufig als Gefahr von Familienunternehmer/innen wahrgenommen wird, könnte der Familieneinfluss in diesen Familienunternehmen variieren. Anhand einer anschließenden qualitativen Analyse könnten weitere Gründe, die mit dem Wert des sozioemotionalen Vermögens in den Unternehmen zusammenhängen, herausgearbeitet werden. Außerdem wäre von Interesse, welche Familienwerte sich in den Familienunternehmen unterscheiden, warum diese unterschiedlich sind und welche Auswirkungen sie auf die Auswahl eines Finanzierungsinstruments haben. Darüber hinaus könnten sich Wissenschaftler/innen der Analyse von Zielsetzungen in Familienunternehmen widmen und untersuchen, ob und warum eine unterschiedliche Priorisierung von finanziellen und nichtfinanziellen Zielen einen Einfluss auf eine Private-Equity-Finanzierung hat.

Außerdem beleuchtet die Dissertation erstmalig den Einfluss von personenspezifischen Kriterien, wie z. B. Ähnlichkeiten, auf die Kompetenzwahrnehmung des Private-Equity-Managers im Rahmen einer quantitativen Analyse. Da die untersuchten Unternehmen im Rahmen dieser Studie bereits Private Equity erhalten haben, könnte anhand eines Conjoint-Experiments untersucht werden, inwiefern personenspezifische Kriterien einen Einfluss auf die Auswahl einer geeigneten Private-Equity-Gesellschaft haben. Insbesondere Familienmitglieder pflegen häufig langanhaltende und freundschaftliche Beziehungen mit ihren Stakeholdern (Berrone et al., 2012), wodurch personenspezifische Kriterien bei Familienunternehmen die Auswahl einer Private-Equity-Gesellschaft maßgeblich beeinflussen könnten. Inwiefern die Auswahl anhand von subjektiven, personenspezifischen Kriterien von Erfolg oder Misserfolg geprägt ist, könnte darüber hinaus im Rahmen einer quantitativen Studie untersucht werden.

Die Dissertation weist eine weitere Limitation auf, die mit der Verwendung des Konzepts des sozioemotionalen Vermögens einhergeht und deshalb bislang alle Studien betrifft, die als theoretische Fundierung das Konzept des sozioemotionalen Vermögens anwenden

(Hauck et al., 2016).<sup>38</sup> Die Messung des sozioemotionalen Vermögens ist aufgrund von fehlenden validierten und in der Wissenschaft anerkannten Skalen bislang lediglich indirekt über die Feststellung des Familieneinflusses im Unternehmen messbar. Zukünftige Studien sollten sich deshalb dem Entwerfen von operationalisierbaren Skalen zur Messung des sozioemotionalen Vermögens widmen, um das Konzept des sozioemotionalen Vermögens weiter zu entwickeln.

## **2.2 Investitionsentscheidungen in Familienunternehmen**

Weiterer Forschungsbedarf geht außerdem aus den Limitationen der vierten Studie hervor, in der das Investitionsverhalten von Familienunternehmen untersucht wird. Das Conjoint-Experiment umfasst fünf Investitionskriterien und bildet damit realitätsnäher und umfassender Investitionsentscheidungen von Familienunternehmen ab als bisherige bestehende Studien. Aufgrund der Vielzahl von Einflussfaktoren kann die Studie jedoch nicht die volle Komplexität einer Investitionsentscheidung widerspiegeln. Zukünftige Studien könnten sich deshalb weiteren Einflussfaktoren widmen, wie beispielsweise dem Einfluss der räumlichen Nähe des Investitionsobjekts oder der Reputation des Unternehmens auf eine Investitionsentscheidung. Familienunternehmen, die aufgrund des Zusammenspiels von Familie und Unternehmen besonderen Wert auf die Reputation des Familienunternehmens legen (Chen et al., 2010; Gomez-Mejia et al., 2011), könnten beispielsweise die Reputation des Akquisitionsobjekts als weiteres wichtiges Investitionskriterium heranziehen.

Darüber hinaus könnten die nachfolgenden Schritte nach der Vorauswahl von geeigneten Investitionsobjekten im Rahmen weiterer Forschungsprojekte näher beleuchtet werden. Die Höhe und Relevanz des Kaufpreises im Rahmen einer Unternehmensakquisition von Familienunternehmen ist beispielsweise bislang nicht erforscht. So ist unklar, ob die jeweiligen Investitionskriterien einen Einfluss auf die Bewertung des Kaufobjekts haben und welchen Stellenwert der Kaufpreis für Familienunternehmen bei einer Unternehmensakquisition hat. Einerseits stellt der Kaufpreis eine finanzielle Belastung und Kapitalbindung dar, die das sozioemotionale Vermögen in Familienunternehmen gefährden könnte. Familienunternehmer/innen könnten deshalb besonderes Augenmerk auf die Höhe des Unternehmenskaufpreises legen. Andererseits kann aufgrund des in Familienunternehmen häufig vorkommenden Financial Slacks (Zellweger, Halter & Frey, 2006) und der Priorisierung

---

<sup>38</sup> Vgl z. B. Gomez-Mejia et al. (2014); Gomez-Mejia et al. (2007); Gomez-Mejia et al. (2010); Gomez-Mejia et al. (2015).

von nichtfinanziellen Zielen in Familienunternehmen argumentiert werden, dass der Kaufpreis von untergeordneter Relevanz ist und stattdessen vielmehr nichtfinanzielle Kriterien, wie die Reputation des Unternehmens, bei der Auswahlentscheidung eine entscheidende Rolle spielen. Unternehmer/innen, die ihr Unternehmen zum Verkauf anbieten und einen Verkaufspreis festlegen, aber auch Unternehmensberater/innen, die Familienunternehmen bei der Bewertung potentieller Investitionsobjekte unterstützen, könnten von den Studienergebnissen profitieren. Eine detaillierte Untersuchung des Kaufpreises im Rahmen einer Unternehmensakquisition von Familienunternehmen stellt deshalb einen wichtigen Beitrag für die Wissenschaft und Praxis dar.

**Literaturverzeichnis**

- Achleitner, A.-K., Herman, K., Lerner, J. & Lutz, E. (2010). Family Business and Private Equity: Conflict or Collaboration? The Case of Messer Griesheim. *The Journal of Private Equity*, 13(3), 7-20.
- Achleitner, A.-K., Kaserer, C., Kauf, T., Günther, N. & Ampenberger, M. (2009). Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland. Abgerufen von [http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie\\_Stiftung\\_Familienunternehmen\\_Boersennotierte\\_Familienunternehmen.pdf](http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Boersennotierte_Familienunternehmen.pdf) am 1.12.2017.
- Achleitner, A.-K., Schraml, S. & Tappeiner, F. (2008). Private Equity in Familienunternehmen - Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen. *Stiftung Familienunternehmen*. Abgerufen von [http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie\\_Stiftung\\_Familienunternehmen\\_Minderheitsbeteiligungen.pdf](http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Minderheitsbeteiligungen.pdf) am 1.10.2017.
- Achleitner, A. K., Kaserer, C., Günther, N. & Volk, S. (2011). Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen-Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang. Abgerufen von [https://www.pwc.de/de/mittelstand/assets/sfu\\_studie\\_kapitalmarkt\\_e4\\_za.pdf](https://www.pwc.de/de/mittelstand/assets/sfu_studie_kapitalmarkt_e4_za.pdf) am 5.7.2016.
- Ahlers, O., Hack, A. & Kellermanns, F. W. (2014). "Stepping into the buyers' shoes": Looking at the value of family firms through the eyes of private equity investors. *Journal of Family Business Strategy*, 5(4), 384-396. doi:10.1016/j.jfbs.2014.04.002
- Ahlers, O., Hack, A., Madison, K., Wright, M. & Kellermanns, F. W. (2016). Is it All About Money? – Affective Commitment and the Difference Between Family and Non-family Sellers in Buyouts. *British Journal of Management*, 28(2), 159-179. doi:10.1111/1467-8551.12178
- Allen, M. P. & Panian, S. K. (1982). Power, performance, and succession in the large corporation. *Administrative Science Quarterly*, 27(4), 538-547.
- Allen, N. J. & Meyer, J. P. (1990). The measurement and antecedents of affective, continuance and normative commitment to the organization. *Journal of occupational psychology*, 63(1), 1-18.
- Altunbaş, Y. & Marqués, D. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of economics and business*, 60(3), 204-222.
- Anderson, D., Sweeney, D., Williams, T., Camm, J. & Cochran, J. (2014). *Statistics for Business & Economics*. Stanford,CT: Cengage Learning.
- Anderson, R. C., Duru, A. & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744-1758.
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185-203.
- Anglin, A. H., Reid, S. W., Short, J. C., Zachary, M. A. & Rutherford, M. W. (2017). An archival approach to measuring family influence: An organizational identity perspective. *Family Business Review*, 30(1), 19-36.
- Armstrong, J. S. & Overton, T. S. (1977). Estimating nonresponse bias in mail surveys. *Journal of marketing research*, 14(3), 396-402.

- Astrachan, J. H., Klein, S. B. & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, 15(1), 45-58. doi:10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x
- Avery, D. R., McKay, P. F. & Wilson, D. C. (2007). Engaging the aging workforce: The relationship between perceived age similarity, satisfaction with coworkers, and employee engagement. *Journal of Applied Psychology*, 92(6), 1542-1556. doi:10.1037/0021-9010.92.6.1542
- Bagwell, L. S. (1991). Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications. *The American Economic Review*, 81(2), 218-221.
- Bammens, Y., Notelaers, G. & Van Gils, A. (2015). Implications of family business employment for employees' innovative work involvement. *Family Business Review*, 28(2), 123-144.
- Barkema, H. G. & Schijven, M. (2008). Toward Unlocking the Full Potential of Acquisitions: The Role of Organizational Restructuring. *The Academy of Management Journal*, 51(4), 696-722. doi:10.2307/20159535
- Barnett, T., Long, R. G. & Marler, L. E. (2012). Vision and Exchange in Intra-Family Succession: Effects on Procedural Justice Climate Among Nonfamily Managers. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1207-1225.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Baron, R. A. (2008). The role of affect in the entrepreneurial process. *Academy of Management Review*, 33(2), 328-340.
- Barsade, S. (2002). The Ripple Effect: Emotional Contagion and Its Influence on Group Behavior. *Administrative Science Quarterly*, 47(4), 644-675.
- Bartels, P., May, P. & Rau, S. (2013). Der Beirat in Familienunternehmen. Abgerufen von [http://www.beirat-familienunternehmen.de/download/Der\\_Beirat\\_in\\_Familienunternehmen.pdf](http://www.beirat-familienunternehmen.de/download/Der_Beirat_in_Familienunternehmen.pdf) am 7.7.2016.
- Barton, A. H. (1985). Determinants of economic attitudes in the American business elite. *American Journal of Sociology*, 91(1), 54-87.
- Bassen, A., Schiereck, D. & Wegner, C. (2007). Growth Buyouts: Deutsche Evidenz zu Abgrenzung und Charakteristika. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 59(2), 181-195.
- Basu, N., Dimitrova, L. & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841. doi:10.1016/j.jbankfin.2008.09.017
- Baum, J. A. C. & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411-436. doi:10.1016/S0883-9026(03)00038-7
- Bengtsson, O. & Hsu, D. H. (2010). How Do Venture Capital Partners Match with Startup Founders? Abgerufen am 8.8.2017 von <https://ssrn.com/abstract=1568131>, Working Paper.
- Berens, W. & Strauch, J. (2013). Herkunft und Inhalt des Begriffes Due Diligence. In W. Berens, H. U. Brauner, J. Strauch & T. Knauer (Hrsg.), *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen* (S. 3-20). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Berger, A. N., Miller, N. H., Petersen, M. A., Rajan, R. G. & Stein, J. C. (2005). Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 237-269. doi:10.1016/j.jfineco.2004.06.003

- Berger, A. N. & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6), 613-673.
- Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R. & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Billett, M. T. & Qian, Y. (2008). Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- Bonneuil, N. & Martini, M. (2015). Career Advancement in a Family-Owned French Construction Firm Under Changing Labor Legislation and Market Demand, 1946-1985. *Family Business Review*, 28(1), 41-59.
- Boone, A. L. & Mulherin, J. H. (2007). How Are Firms Sold? *The Journal of Finance*, 62(2), 847-875. doi:10.1111/j.1540-6261.2007.01225.x
- Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. H. (1983). The rationale behind interfirm tender offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 183-206.
- Bredy, J. & Strack, V. (2013). Financial Due Diligence I: Vermögen. In W. Berens, H. U. Brauner, J. Strauch & T. Knauer (Hrsg.), *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen* (S. 415-437). Stuttgart: Schäffer Poeschel.
- Brock, T. C. (1965). Communicator-recipient similarity and decision change. *Journal of personality and social psychology*, 1(6), 650.
- Brown, R. & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of economics and business*, 59(5), 358-379. doi:10.1016/j.jeconbus.2007.04.002
- Brubaker, M., Durrant, M. & Kuehler, J. (2017). Increasing the Odds of Having the Right CEOs Running Portfolio Companies. *The Journal of Private Equity*, 20(2), 7-11.
- Bruining, H. & Wright, M. (2002). Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital. *Venture Capital*, 4(2), 147-168. doi:10.1080/13691060110117427
- Brundin, E., Patzelt, H. & Shepherd, D. (2008). Managers' emotional displays and employees' willingness to act entrepreneurially. *Journal of Business Venturing*, 23(2), 221-243.
- Buchholtz, A. K. & Ribbens, B. A. (1994). Role of Chief Executive Officers in Takeover Resistance: Effects of CEO Incentives and Individual Characteristics. *Academy of management Journal*, 37(3), 554-579. doi:10.2307/256700
- Busch, P. & Wilson, D. T. (1976). An Experimental Analysis of a Salesman's Expert and Referent Bases of Social Power in the Buyer-Seller Dyad. *Journal of marketing research*, 13(1), 3-11. doi:10.2307/3150896
- Byrne, D. E. (1971). *The attraction paradigm*. New York: Academic Press.
- Cabrera-Suárez, M. K., Déniz-Déniz, M. C. & Martín-Santana, J. D. (2015). Family social capital, trust within the TMT, and the establishment of corporate goals related to nonfamily stakeholders. *Family Business Review*, 28(2), 145-162.
- Capon, N. (1975). Persuasive effects of sales messages developed from interaction process analysis. *Journal of Applied Psychology*, 60(2), 238-244.
- Carlisle, H. M. (1976). *Management: Concepts and situations*. Chicago, IL: Science Research Associates.

- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R. & Heugens, P. P. (2015). What do we know about private family firms? A meta-analytical review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
- Caspersz, D. & Thomas, J. (2015). Developing positivity in family business leaders. *Family Business Review*, 28(1), 60-75.
- Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10-23. doi:10.1080/03585522.1999.10419802
- Cater III, J. J., Kidwell, R. E. & Camp, K. M. (2016). Successor team dynamics in family firms. *Family Business Review*, 29(3), 301-326.
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1153-1173.
- Center for Family Business (2017). Global Family Business Index. Abgerufen von <http://familybusinessindex.com/> am 14.10.2017.
- Chandler, G. N. (1996). Business similarity as a moderator of the relationship between pre-ownership experience and venture performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20(3), 51-65.
- Chang, S.-J., van Witteloostuijn, A. & Eden, L. (2010). From the Editors: Common method variance in international business research. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 178-184.
- Chari, M. D. & Chang, K. (2007). *Minority acquisitions as a strategy to mitigate international acquisition risks*. Paper presented at the meeting of the Academy of Management, BPS Division, Philadelphia, PA.
- Chatman, J. A. & Jehn, K. A. (1994). Assessing the Relationship Between Industry Characteristics and Organizational Culture: How Different Can You Be? *Academy of Management Journal*, 37(3), 522-553. doi:10.2307/256699
- Chatterjee, S. & Hadi, A. S. (2015). *Regression analysis by example*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.
- Choi, Y. & Shepherd, D. (2004). Entrepreneurs' Decisions to Exploit Opportunities. *Journal of Management*, 30(3), 377-395.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. & Sharma, P. (2005). Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555-575. doi:10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x
- Chrisman, J. J., Devaraj, S. & Patel, P. C. (2017). The impact of incentive compensation on labor productivity in family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 30(2), 119-136.
- Chrisman, J. J., Steier, L. P. & Chua, J. H. (2008). Toward a theoretical basis for understanding the dynamics of strategic performance in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 935-947.
- Chrisman, J. J. C., Jess H.; Litz, Reginald A. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence.
- Christensen, E. W. & Gordon, G. G. (1999). An exploration of industry, culture and revenue growth. *Organization studies*, 20(3), 397-422.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & De Massis, A. (2015). A Closer Look at Socioemotional Wealth: Its Flows, Stocks, and Prospects for Moving Forward. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(2), 173-182. doi:10.1111/etap.12155
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.

- Chua, J. H., Chrisman, J. J. & Sharma, P. (2003). Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers. *Family Business Review*, 16(2), 89-107. doi:10.1111/j.1741-6248.2003.00089.x
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P. & Rau, S. B. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: An introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103-1113.
- Chua, J. H. C., James J.; Sharma Pramodita. (2003). Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers. *Family Business Review*, 16(2), 89-107.
- Cohen, L., Frazzini, A. & Malloy, C. (2008). The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns. *Journal of Political Economy*, 116(5), 951-979. doi:10.1086/592415
- Cole, R. A., Goldberg, L. G. & White, L. J. (2004). Cookie Cutter vs. Character: The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 227-251.
- Coleman, S. & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-84.
- Collins, R. (1971). Functional and conflict theories of educational stratification. *American sociological review*, 36(6), 1002-1019.
- Corbetta, G. & Salvato, C. (2004). Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362. doi:10.1111/j.1540-6520.2004.00050.x
- Crawford, J. D. & Stankov, L. (1996). Age differences in the realism of confidence judgements: A calibration study using tests of fluid and crystallized intelligence. *Learning and Individual Differences*, 8(2), 83-103. doi:10.1016/S1041-6080(96)90027-8
- Cressy, R., Munari, F. & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647-669. doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.04.007
- Crosby, L. A., Evans, K. R. & Cowles, D. (1990). Relationship Quality in Services Selling: An Interpersonal Influence Perspective. *Journal of Marketing*, 54(3), 68-81. doi:10.2307/1251817
- Cruz, C., Cruz, C., Arredondo, H. & Arredondo, H. (2016). Going back to the roots of socioemotional wealth. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 14(3), 234-243.
- Cruz, C., Justo, R. & De Castro, J. (2012). Does family employment enhance MSEs performance? *Journal of Business Venturing*, 27(1), 62-76.
- Cumming, D., Siegel, D. S. & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.
- Cunningham, J., Seaman, C. & McGuire, D. (2017). Perceptions of Knowledge Sharing Among Small Family Firm Leaders: A Structural Equation Model. *Family Business Review*, 30(2), 160-181.
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W. & Long, R. G. (2017). A Strategic Management Perspective of the Family Firm: Past Trends, New Insights, and Future Directions. *Journal of Managerial Issues*, 29(1), 6-29.
- Datta, D. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, 12(4), 281-297.

- Datta, D. K. & Grant, J. H. (1990). Relationships Between Type of Acquisition, The Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success: An Empirical Analysis. *Journal of Management*, 16(1), 29-44. doi:10.1177/014920639001600103
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., Mayer, R. C. & Tan, H. H. (2000). The trusted general manager and business unit performance: Empirical evidence of a competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 21(5), 563-576.
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J. & Miranda, J. (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956-3990. doi:10.1257/aer.104.12.3956
- Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Jarmin, R. S., Lerner, J. & Miranda, J. (2011). Private equity and employment. Abgerufen am 6.5.2016 von <http://www.nber.org/papers/w17399.pdf>, Working Paper.
- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 189-199.
- De Massis, A., Kotlar, J., Frattini, F., Chrisman, J. J. & Nordqvist, M. (2016a). Family governance at work: Organizing for new product development in family SMEs. *Family Business Review*, 29(2), 189-213.
- De Massis, A., Sieger, P., Chua, J. H. & Vismara, S. (2016b). Incumbents' attitude toward intrafamily succession: An investigation of its antecedents. *Family Business Review*, 29(3), 278-300.
- Debicki, B. J., Matherne, C. F., Kellermanns, F. W. & Chrisman, J. J. (2009). Family Business Research in the New Millennium: An Overview of the Who, the Where, the What, and the Why. *Family Business Review*, 22(2), 151-166. doi:10.1177/0894486509333598
- Deephouse, D. L. & Jaskiewicz, P. (2013). Do Family Firms Have Better Reputations Than Non-Family Firms? An Integration of Socioemotional Wealth and Social Identity Theories. *Journal of Management Studies*, 50(3), 337-360. doi:10.1111/joms.12015
- Defrancq, C., Huyghebaert, N. & Luypaert, M. (2016). Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy: Empirical evidence from Continental Europe. *Journal of Family Business Strategy*, 7(4), 210-226. doi:10.1016/j.jfbs.2016.11.002
- DeTienne, D., Shepherd, D. & De Castro, J. (2008). The fallacy of "only the strong survive": The effects of extrinsic motivation on the persistence decisions for underperforming firms. *Journal of Business Venturing*, 23(5), 528-546.
- Diéguez-Soto, J., Manzaneque, M. & Rojo-Ramírez, A. A. (2016). Technological innovation inputs, outputs, and performance: The moderating role of family involvement in management. *Family Business Review*, 29(3), 327-346.
- Dion, P., Easterling, D. & Miller, S. J. (1995). What is really necessary in successful buyer/seller relationships? *Industrial Marketing Management*, 24(1), 1-9. doi:10.1016/0019-8501(94)00025-R
- Distelberg, B. J. & Schwarz, T. V. (2015). Mentoring across family-owned businesses. *Family Business Review*, 28(3), 193-210.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Doukas, J. A. & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577. doi:10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x

- Dreux, D. (1992). Correction: "Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public" (FBR III:3). *Family Business Review*, 5(2), 233-237.
- Dreux, D. R. (1990). Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public. *Family Business Review*, 3(3), 225-243. doi:10.1111/j.1741-6248.1990.00225.x
- Dyer, W. G. & Whetten, D. A. (2006). Family Firms and Social Responsibility: Preliminary Evidence from the S&P 500. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 785-802. doi:10.1111/j.1540-6520.2006.00151.x
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 241-273.
- Eddleston, K., Otondo, R. & Kellermanns, F. (2008). Conflict, Participative Decision-Making, and Generational Ownership Dispersion: A Multilevel Analysis. *Journal of Small Business Management*, 46(3), 456-484.
- Eddleston, K. A. & Kellermanns, F. W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545-565. doi:10.1016/j.jbusvent.2006.06.004
- Eisenmann, T. (2002). The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking. *Strategic Management Journal*, 23(6), 513-534.
- Epstein, N. B., Bishop, D., Ryan, C., Miller, I. & Keitner, G. I. (1993). The McMaster model: View of healthy family functioning. In F. Walsh (Ed.), *Guilford family therapy series. Normal family processes* (S. 138-160). New York: Guilford Press.
- European Family Businesses (2012). Family Business Statistics. Abgerufen von <http://www.europeanfamilybusinesses.eu/uploads/Modules/Publications/family-business-statistics.pdf> am 7.11.2017.
- Evans, F. B. (1963). Selling as a dyadic relationship - A new approach. *The American Behavioral Scientist*, 6(9), 76-79.
- Faccio, M., Lang, L. H. P. & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Family Firm Institute (2016). Global Data Points. Abgerufen von <http://www.ffi.org/page/globaldatapoints> am 11.12.2017.
- Feito-Ruiz, I. & Menéndez-Requejo, S. (2009). Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75. doi:10.1177/0894486509353419
- Fenn, G. W., Liang, N. & Prowse, S. (1995). The economics of the private equity market. Abgerufen von <https://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf> am 14.5.2018.
- Fenn, G. W., Liang, N. & Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106.
- Fischer, C. S. (1977). *Networks and places: Social relations in the urban setting*. New York State: Free Press.
- Forbes, D. P. (2005). Are some entrepreneurs more overconfident than others? *Journal of Business Venturing*, 20(5), 623-640. doi:10.1016/j.jbusvent.2004.05.001
- Fox, M. A. & Hamilton, R. T. (1994). Ownership and diversification: Agency theory or stewardship theory. *Journal of Management Studies*, 31(1), 69-81.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D. & Henkel, J. (2006). What you are is what you like—similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams. *Journal of Business Venturing*, 21(6), 802-826.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D. & Henkel, J. (2008). Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 459-483. doi:10.1111/j.1540-6520.2008.00236.x

- García-Álvarez, E. & López-Sintas, J. (2001). A taxonomy of founders based on values: The root of family business heterogeneity. *Family Business Review*, 14(3), 209-230.
- Gartner, W., Starr, J. & Bhat, S. (1999). Predicting new venture survival: An analysis of "anatomy of a start-up." Cases from Inc. Magazine. *Journal of Business Venturing*, 14(2), 215-232. doi:10.1016/S0883-9026(97)00063-3
- Gervais, S. & Odean, T. (2001). Learning to Be Overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27. doi:10.1093/rfs/14.1.1
- Glover, J. L. & Reay, T. (2015). Sustaining the family business with minimal financial rewards: How do family farms continue? *Family Business Review*, 28(2), 163-177.
- Gomez-Mejia, L. R., Campbell, J. T., Martin, G., Hoskisson, R. E., Makri, M. & Sirmon, D. G. (2014). Socioemotional Wealth as a Mixed Gamble: Revisiting Family Firm R&D Investments With the Behavioral Agency Model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(6), 1351-1374.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P. & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K. T., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L. & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M. & Makri, M. (2003). The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M. & Kintana, M. L. (2010). Diversification Decisions in Family-Controlled Firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223-252.
- Gomez-Mejia, L. R., Patel, P. C. & Zellweger, T. M. (2015). In the horns of the dilemma: Socioemotional wealth, financial wealth, and acquisitions in family firms. *Journal of Management*, doi:10.1177/0149206315614375.
- Gomez-Mejia, L. R., Welbourne, T. M. & Wiseman, R. M. (2000). The role of risk sharing and risk taking under gainsharing. *Academy of Management Review*, 25(3), 492-507.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1-23. doi:10.1016/j.jfineco.2006.12.002
- Gompers, P. & Lerner, J. (2000). Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281-325. doi:10.1016/S0304-405X(99)00052-5
- Gompers, P. A., Mukharlyamov, V. & Xuan, Y. (2016). The cost of friendship. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 626-644. doi:10.1016/j.jfineco.2016.01.013
- Gordon, G. G. (1991). Industry Determinants of Organizational Culture. *The Academy of Management Review*, 16(2), 396-415. doi:10.2307/258868
- Gottschalk, S., Niefert, M., Licht, G., Wagner, S., Hauer, A., Keese, D. & Woywode, M. (2014). Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen. Abgerufen von [http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie\\_Stiftung\\_Familienunternehmen\\_Volkswirtschaftliche-Bedeutung\\_Berichtsband.pdf](http://www.familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Volkswirtschaftliche-Bedeutung_Berichtsband.pdf) am 24.7.2016.
- Gow, I. D., Kaplan, S. N., Larcker, D. F. & Zakolyukina, A. A. (2016). CEO personality and firm policies. Abgerufen am 7.7.2017 von <http://www.nber.org/papers/w22435.pdf>, Working Paper.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L. & Wolf, J. G. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value? *The Journal of Finance*, 57(2), 695-720.

- Greco, G., Ferramosca, S. & Allegrini, M. (2015). The influence of family ownership on long-lived asset write-offs. *Family Business Review*, 28(4), 355-371.
- Green, P. & Srinivasan, V. (1978). Conjoint Analysis in Consumer Research: Issues and Outlook. *The Journal of consumer research*, 5(2), 103-123.
- Green, P. E. & Srinivasan, V. (1990). Conjoint Analysis in Marketing: New Developments with Implications for Research and Practice. *Journal of Marketing*, 54(4), 3-19. doi:10.2307/1251756
- Gudmundson, D., Hartman, E. A. & Tower, C. B. (1999). Strategic orientation: Differences between family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 12(1), 27-39.
- Habbershon, T. G., Williams, M. & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 451-465. doi:10.1016/S0883-9026(03)00053-3
- Habbershon, T. G. & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1-25.
- Hansen, R. G. (2001). Auctions of companies. *Economic Inquiry*, 39(1), 30-43.
- Hansson, P., Rönnlund, M., Juslin, P. & Nilsson, L.-G. (2008). Adult age differences in the realism of confidence judgments: Overconfidence, format dependence, and cognitive predictors. *Psychology and aging*, 23(3), 531-544.
- Harman, D. (1991). The aging process: Major risk factor for disease and death. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 88(12), 5360-5363. doi:10.1073/pnas.88.12.5360
- Harris, R., Siegel, D. S. & Wright, M. (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom. *Review of Economics & Statistics*, 87(1), 148-153. doi:10.1162/0034653053327540
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E. & Ireland, R. D. (2001). Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances. *Journal of Management*, 27(6), 679.
- Hatak, I. R. & Roessl, D. (2015). Relational competence-based knowledge transfer within intrafamily succession: An experimental study. *Family Business Review*, 28(1), 10-25.
- Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R. & Frank, H. (2016). Measuring socioemotional wealth in family-owned and -managed firms: A validation and short form of the FIBER Scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 133-148. doi:10.1016/j.jfbs.2016.08.001
- Hauswald, H. & Hack, A. (2013). Impact of family control/influence on stakeholders' perceptions of benevolence. *Family Business Review*, 26(4), 356-373.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45. doi:10.2307/3666221
- Hegde, D. & Tumlinson, J. (2014). Does Social Proximity Enhance Business Partnerships? Theory and Evidence from Ethnicity's Role in U.S. Venture Capital. *Management Science*, 60(9), 2355-2380. doi:10.1287/mnsc.2013.1878
- Hendry, J. (2002). The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, 27(1), 98-113.
- Henn, M. & Lutz, E. (2017a). Macht oder Ohnmacht? Private Equity als Finanzierungsinstrument in familiengeführten und nichtfamiliengeführten Unternehmen. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, angenommen*.
- Henn, M. & Lutz, E. (2017b). Private Equity in Family Firms: Drivers of the Willingness to Cede Control. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 18(2), 1-28.
- Henseleit, L. (2017). Family Offices im Buyout-Markt: Unternehmerisches Kapital sucht Anlagemöglichkeiten. *Venture Capital Magazin*, 2017(5), 38-39.

- Hirigoyen, G. & Ousseini, D. M. (2017). Investment Decisions in Unlisted Family Businesses. *International Journal of Economics & Management Sciences*, 6(1), 1-8.
- Hitt, M. A., Harrison, J. S. & Ireland, R. D. (2001). *Mergers & acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. Oxford: Oxford University Press.
- Holt, D. T. (2012). Strategic Decisions Within Family Firms: Understanding the Controlling Family's Receptivity to Internationalization. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1145-1151. doi:10.1111/j.1540-6520.2012.00542.x
- Holt, D. T., Madison, K. & Kellermanns, F. W. (2017). Variance in family members' assessments: The importance of dispersion modeling in family firm research. *Family Business Review*, 30(1), 61-83.
- Hotchkiss, E. S., Strömberg, P. & Smith, D. C. (2014). *Private equity and the resolution of financial distress*. Paper presented at the AFA 2012 Chicago Meetings Paper (Working Paper No. 331/2012).
- Houshmand, M., Seidel, M.-D. L. & Ma, D. G. (2017). The Impact of Adolescent Work in Family Business on Child-Parent Relationships and Psychological Well-Being. *Family Business Review*, 30(3), 242-261.
- Hsu, D. H. (2006). Venture Capitalists and Cooperative Start-up Commercialization Strategy. *Management Science*, 52(2), 204-219. doi:10.1287/mnsc.1050.0480
- Ishii, J. & Xuan, Y. (2014). Acquirer-target social ties and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 344-363.
- Ivashina, V. & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338.
- James, A. E., Jennings, J. E. & Jennings, P. D. (2017). Is It Better to Govern Managers via Agency or Stewardship? Examining Asymmetries by Family Versus Nonfamily Affiliation. *Family Business Review*, 30(3), 262-283.
- Jayamohan, P., McKelvie, A. & Moss, T. W. (2017). Blame You, Blame Me: Exploring Attribution Differences and Impact in Family and Nonfamily Firms. *Family Business Review*, 30(3), 284-308.
- Jehn, K. A., Chadwick, C. & Thatcher, S. M. B. (1997). To agree or not to agree: The effects of value congruence, individual demographic, and conflict on workgroup outcomes. *International Journal of Conflict Management*, 8(4), 287-305.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of a Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Job, R. F. S. (1990). The application of learning theory to driving confidence: The effect of age and the impact of random breath testing. *Accident Analysis & Prevention*, 22(2), 97-107. doi:10.1016/0001-4575(90)90061-O
- Kabbach de Castro, L. R., Aguilera, R. V. & Crespí-Cladera, R. (2017). Family Firms and Compliance: Reconciling the Conflicting Predictions Within the Socioemotional Wealth Perspective. *Family Business Review*, 30(2), 137-159.
- Kammerlander, N., Dessi, C., Bird, M., Floris, M. & Murru, A. (2015). The impact of shared stories on family firm innovation: A multicase study. *Family Business Review*, 28(4), 332-354.
- Kanuk, L. & Berenson, C. (1975). Mail Surveys and Response Rates: A Literature Review. *Journal of marketing research*, 12(4), 440-453. doi:10.2307/3151093
- Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.

- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A. & Zellweger, T. M. (2012). Extending the Socioemotional Wealth Perspective: A Look at the Dark Side. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1175-1182. doi:10.1111/j.1540-6520.2012.00544.x
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57-70. doi:10.1016/0090-2616(83)90027-X
- Klein, S. B. (2000). Family Businesses in Germany: Significance and Structure. *Family Business Review*, 13(3), 157-182. doi:10.1111/j.1741-6248.2000.00157.x
- Klein, S. B., Astrachan, J. H. & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 321-339.
- Kormann, H. (2014). *Die Arbeit der Beiräte in Familienunternehmen: Gute Governance durch Aufsichtsgremien*. Wiesbaden: Springer-Verlag.
- Kovalchik, S., Camerer, C. F., Grether, D. M., Plott, C. R. & Allman, J. M. (2005). Aging and decision making: A comparison between neurologically healthy elderly and young individuals. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 58(1), 79-94. doi:10.1016/j.jebo.2003.12.001
- Kroll, M., Walters, B. A. & Wright, P. (2008). Board Vigilance, Director Experience, and Corporate Outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), 363-382.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Landström, H. (2007). *Handbook of research on venture capital*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Lange, K. W. (2009). Der Beirat als Element der Corporate Governance in Familienunternehmen. In A. von Schlippe, T. Rösen & T. Groth (Hrsg.), *Beiträge zur Theorie des Familienunternehmens* (S. 243-268). Witten: Wittener Institut für Familienunternehmen.
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2013). Socioemotional Wealth Across the Family Firm Life Cycle: A Commentary on 'Family Business Survival and the Role of Boards'. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 37(6), 1391-1397. doi:10.1111/etap.12072
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2013). Socioemotional wealth across the family firm life cycle: A commentary on "Family Business Survival and the Role of Boards". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1391-1397.
- Lee, C., Lee, K. & Pennings, J. M. (2001). Internal Capabilities, External Networks, and Performance: A Study on Technology-Based Ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 615-640.
- Lee, K. S., Lim, G. H. & Lim, W. S. (2003). Family Business Succession: Appropriation Risk and Choice of Successor. *Academy of Management Review*, 28(4), 657-666. doi:10.5465/AMR.2003.10899446
- Leitterstorf, M. P. & Wachter, M. M. (2016). Takeover Premiums and Family Blockholders. *Family Business Review*, 29(2), 214-230.
- Lerner, J. & Schoar, A. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Levitt, B. & March, J. G. (1988). Organizational Learning. *Annual Review of Sociology*, 14(1), 319-338. doi:10.1146/annurev.so.14.080188.001535
- Li, H., Zhang, Y. & Chan, T.-S. (2005). Entrepreneurial strategy making and performance in China's new technology ventures – the contingency effect of environments and firm competences. *The Journal of High Technology Management Research*, 16(1), 37-57. doi:10.1016/j.hitech.2005.06.003

- Lichtenthal, D. & Tellefsen, T. (2001). Toward a Theory of Business Buyer-Seller Similarity. *The Journal of Personal Selling and Sales Management*, 21(1), 1-14.
- Lien, Y.-C., Teng, C.-C. & Li, S. (2016). Institutional reforms and the effects of family control on corporate governance. *Family Business Review*, 29(2), 174-188.
- Littunen, H. (2003). Management capabilities and environmental characteristics in the critical operational phase of entrepreneurship—A comparison of Finnish family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 16(3), 183-197.
- Louch, H. (2000). Personal network integration: Transitivity and homophily in strong-tie relations. *Social Networks*, 22(1), 45-64. doi:10.1016/S0378-8733(00)00015-0
- Lutz, E. & Achleitner, A.-K. (2009). Angels or demons? Evidence on the impact of private equity firms on employment. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Sonderheft Entrepreneurial Finance*(5), 53-81.
- Mahajan, V., Rao, V. R. & Srivastava, R. K. (1994). An approach to assess the importance of brand equity in acquisition decisions. *Journal of Product Innovation Management*, 11(3), 221-235. doi:10.1016/0737-6782(94)90005-1
- Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. doi:10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x
- Malmendier, U. & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43. doi:10.1016/j.jfineco.2007.07.002
- Marks, M. L. & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *The Academy of Management Executive*, 15(2), 80-92.
- Marsden, P. V. (1987). Core discussion networks of Americans. *American sociological review*, 52(1), 122-131.
- Marsden, P. V. (1988). Homogeneity in confiding relations. *Social Networks*, 10(1), 57-76.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (1999). Venture capital: Rationale, aims and scope. *Venture Capital*, 1, 1-46.
- Mayer, C. (1990). Financial systems, corporate finance, and economic development. In G. Hubbard (Ed.), *Asymmetric Information, corporate Finance, and investment* (S. 307-332). Chicago: University of Chicago Press.
- Mayer, R. C. & Davis, J. H. (1999). The effect of the performance appraisal system on trust for management: A field quasi-experiment. *Journal of Applied Psychology*, 84(1), 123-136.
- Mayer, R. C., Davis, J. H. & Schoorman, F. D. (1995). An integrative model of organizational trust. *Academy of Management Review*, 20(3), 709-734.
- McPherson, M., Smith-Lovin, L. & Cook, J. M. (2001). Birds of a Feather: Homophily in Social Networks. *Annual Review of Sociology*, 27(1), 415-444. doi:10.1146/annurev.soc.27.1.415
- Meier, O. & Schier, G. (2016). The Early Succession Stage of a Family Firm: Exploring the Role of Agency Rationales and Stewardship Attitudes. *Family Business Review*, 29(3), 256-277.
- Menkhoff, L., Schmeling, M. & Schmidt, U. (2013). Overconfidence, experience, and professionalism: An experimental study. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 86(2013), 92-101. doi:10.1016/j.jebo.2012.12.022
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M. & Scholes, L. (2009). Agency, Strategic Entrepreneurship, and the Performance of Private Equity-Backed Buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 213-239. doi:10.1111/j.1540-6520.2008.00287.x
- Miller, D. & Breton-Miller, I. L. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87. doi:10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x

- Miller, D., Breton-Miller, I. L. & Lester, R. H. (2013). Family firm governance, strategic conformity, and performance: Institutional vs. strategic perspectives. *Organization Science*, 24(1), 189-209.
- Miller, D., Breton-Miller, L. & Lester, R. H. (2010). Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31(2), 201-223.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I. (2014). Deconstructing Socioemotional Wealth. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(4), 713-720. doi:10.1111/etap.12111
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Scholnick, B. (2007). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses. *Journal of Management Studies*, 45(1), 51-78. doi:10.1111/j.1467-6486.2007.00718.x
- Miller, D., Lee, J., Chang, S. & Le Breton-Miller, I. (2009). Filling the Institutional Void: The Social Behavior and Performance of Family vs Non-Family Technology Firms in Emerging Markets. *Journal of International Business Studies*, 40(5), 802-817.
- Mitchell Lee, M. & Mirvis, P. H. (2001). Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation *The Academy of Management Executive*, 15(2), 80-94.
- Moir, L. & Sudarsanam, S. (2007). Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts: The UK evidence. *Accounting and Business Research*, 37(2), 151-166.
- Moorman, C., Deshpand, R. & Zaltman, G. (1993). Factors Affecting Trust in Market Research Relationships. *Journal of Marketing*, 57(1), 81-101. doi:10.2307/1252059
- Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367-382. doi:10.1111/1540-8520.t01-1-00015
- Müntefering, F. (2004). Freiheit und Verantwortung. Abgerufen von <http://www.franz-muentefering.de/reden/pdf/19.11.04.pdf> am 5.4.2016.
- Muzyka, D., Birley, S. & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. doi:10.1016/0304-405X(77)90015-0
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. doi:10.2307/2327916
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Naldi, L., Chirico, F., Kellermanns, F. W. & Campopiano, G. (2015). All in the family? An exploratory study of family member advisors and firm performance. *Family Business Review*, 28(3), 227-242.
- Neubaum, D. O., Thomas, C. H., Dibrell, C. & Craig, J. B. (2017). Stewardship climate scale: An assessment of reliability and validity. *Family Business Review*, 30(1), 37-60.
- Nordqvist, M., Sharma, P. & Chirico, F. (2014). Family firm heterogeneity and governance: A configuration approach. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 192-209.
- O'Reilly, C. A. & Chatman, J. (1986). Organizational commitment and psychological attachment: The effects of compliance, identification, and internalization on prosocial behavior. *Journal of Applied Psychology*, 71(3), 492-499.

- Oehler, A. & Schalkowski, H. (2013). Private-Equity-Beteiligungen und Stewardship-Theorie: Eine prozessorientierte Analyse des Beziehungsgeflechts zwischen Private-Equity-Gesellschaften und Beteiligungsunternehmen. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 65(5), 534-545.
- Olson, P. D., Zuiker, V. S., Danes, S. M., Stafford, K., Heck, R. K. Z. & Duncan, K. A. (2003). The impact of the family and the business on family business sustainability. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 639-666. doi:10.1016/S0883-9026(03)00014-4
- Osunde, C. (2017). Family Businesses and Its Impact on the Economy. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(1), 1-3.
- Ouimet, P. P. (2008). Control and target managerial incentives in acquisition decisions. Abgerufen am 5.5.2017 von <https://pdfs.semanticscholar.org/5027/6c3974852776563fe90c6ea11997e3008e3b.pdf>, Working Paper.
- Pablo, A. L., Sitkin, S. B. & Jemison, D. B. (1996). Acquisition decision-making processes: The central role of risk. *Journal of Management*, 22(5), 723-746. doi:10.1016/S0149-2063(96)90020-3
- Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1996). The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy. *European Economic Review*, 40(3), 1057-1069.
- Palepu, K. G. (1990). Consequences of leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 247-262.
- Park, J. & Banaji, M. R. (2000). Mood and heuristics: The influence of happy and sad states on sensitivity and bias in stereotyping. *Journal of personality and social psychology*, 78(6), 1005-1023.
- Pazzaglia, F., Mengoli, S. & Sapienza, E. (2013). Earnings Quality in Acquired and Nonacquired Family Firms A Socioemotional Wealth Perspective. *Family Business Review*, 26(4), 374-386.
- Pelled, L. H., Xin, K. R. & Weiss, A. M. (2001). No es como mí: Relational demography and conflict in a Mexican production facility. *Journal of Occupational & Organizational Psychology*, 74(1), 63-84.
- Perry, J. T., Ring, J. K. & Broberg, J. C. (2015). Which type of advisors do family businesses trust most? An exploratory application of socioemotional selectivity theory. *Family Business Review*, 28(3), 211-226.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. (2002). Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending. *The Journal of Finance*, 57(6), 2533-2570. doi:10.1111/1540-6261.00505
- Phillips, M. E. (1994). Industry Mindsets: Exploring the Cultures of Two Macro-Organizational Settings. *Organization Science*, 5(3), 384-402.
- Pliske, R. M. & Mutter, S. A. (1996). Age Differences in the Accuracy of Confidence Judgments. *Experimental Aging Research*, 22(2), 199-216. doi:10.1080/03610739608254007
- Podsakoff, P. M., MacKenzie, S. B., Jeong-Yeon, L. & Podsakoff, N. P. (2003). Common Method Biases in Behavioral Research: A Critical Review of the Literature and Recommended Remedies. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 879-903.
- Poutziouris, P. Z. (2000). *Family Business—Tradition or Entrepreneurship in the New Economy*. Paper presented at the 11th Annual Family Business Network World Conference Proceedings. FBN-London.
- Poutziouris, P. Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291. doi:10.1111/j.1741-6248.2001.00277.x

- Pratch, L. & Jacobowitz, J. (2004). Successful CEOs of private equity funded ventures. *The Journal of Private Equity*, 7(3), 8-31.
- Pratt, M. G. & Foreman, P. O. (2000). Classifying Managerial Responses to Multiple Organizational Identities. *The Academy of Management Review*, 25(1), 18-42. doi:10.2307/259261
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ravenscraft, D. & Scherer, F. M. (1988). *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M. (1987). Life After Takeover. *The Journal of Industrial Economics*, 36(2), 147-156. doi:10.2307/2098409
- Reay, T., Jaskiewicz, P. & Hinings, C. (2015). How family, business, and community logics shape family firm behavior and “rules of the game” in an organizational field. *Family Business Review*, 28(4), 292-311.
- Revilla, A. J., Pérez-Luño, A. & Nieto, M. J. (2016). Does family involvement in management reduce the risk of business failure? The moderating role of entrepreneurial orientation. *Family Business Review*, 29(4), 365-379.
- Rider, C. I. (2012). How employees’ prior affiliations constrain organizational network change: A study of US venture capital and private equity. *Administrative Science Quarterly*, 57(3), 453-483.
- Riquelme, H. & Rickards, T. (1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
- Robbie, K., Wright, M. & Albrighton, M. (1999). High-tech management buy-outs. *Venture Capital*, 1(3), 219-239. doi:10.1080/136910699295875
- Roberts, S. (2015). Private Equity Trend Report 2015: Upward Momentum Inspiring Confidence. Abgerufen von [https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/assets/private-equity-trend-report-2015\\_branche-rechnet-mit-weiterer-marktbelebung.pdf](https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/assets/private-equity-trend-report-2015_branche-rechnet-mit-weiterer-marktbelebung.pdf) am 18.5.2016.
- Roberts, S. & Naydenora, E. (2016). Private Equity Trend Report 2016: Unlocking Value in Turbulent Times. Abgerufen von <https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/assets/private-equity-trend-report-2016.pdf> am 18.5.2016.
- Roberts, S. B. & Rosenberg, I. (2006). Nutrition and Aging: Changes in the Regulation of Energy Metabolism With Aging. *Physiological Reviews*, 86(2), 651-667. doi:10.1152/physrev.00019.2005
- Rogers, E. M. & Bhowmik, D. K. (1970). Homophily-Heterophily: Relational Concepts for Communication Research. *The Public Opinion Quarterly*, 34(4), 523-538.
- Romano, C. A., Tanewski, G. A. & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Schenkel, M. T., Yoo, S. S. & Kim, J. (2016). Not All Created Equal: Examining the Impact of Birth Order and Role Identity Among Descendant CEO Sons on Family Firm Performance. *Family Business Review*, 29(4), 380-400.
- Schlömer, N. & Kay, R. (2008). Familienexterne Nachfolge: Das Zusammenfinden von Übergebern und Übernehmern. *Institut für Mittelstandsforschung Bonn: IfM-Materialien Nr. 182*. Abgerufen von [http://www.ifm-bonn.org/uploads/tx\\_ifmstudies/IfM-Materialien-182\\_2008.pdf](http://www.ifm-bonn.org/uploads/tx_ifmstudies/IfM-Materialien-182_2008.pdf) am 15.11.2017.
- Schmid, T., Achleitner, A.-K., Ampenberger, M. & Kaserer, C. (2014). Family firms and R&D behavior – New evidence from a large-scale survey. *Research Policy*, 43(1), 233-244. doi:10.1016/j.respol.2013.08.006

- Scholes, L., Westhead, P. & Burrows, A. (2008). Family firm succession: The management buy-out and buy-in routes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 15(1), 8-30. doi:10.1108/14626000810850829
- Scholes, L., Wright, M., Westhead, P., Bruining, H. & Kloeckner, O. (2009). Family-firm buyouts, private equity, and strategic change. *The Journal of Private Equity*, 12(2), 7-18.
- Schulze, W. S. & Kellermanns, F. W. (2015). Reifying Socioemotional Wealth. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 447-459. doi:10.1111/etap.12159
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490. doi:10.1016/S0883-9026(03)00054-5
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. & Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Shanker, M. C. & Astrachan, J. H. (1996). Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy—A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107-123.
- Sharma, P. (2004). An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, 17(1), 1-36. doi:10.1111/j.1741-6248.2004.00001.x
- Sharma, P. (2015). Editor's notes: 2014—A year in review. *Family Business Review*, 28(1), 4-9.
- Sharma, P. & Manikutty, S. (2005). Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 293-311.
- Shepherd, D. A. (1999). Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 45(5), 621-632.
- Shepherd, D. A., Wiklund, J. & Haynie, J. M. (2009). Moving forward: Balancing the financial and emotional costs of business failure. *Journal of Business Venturing*, 24(2), 134-148.
- Shepherd, D. A. & Zacharakis, A. (1999). Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 197-217.
- Siegel, A. L. & Ruh, R. A. (1973). Job involvement, participation in decision making, personal background and job behavior. *Organizational Behavior and Human Performance*, 9(2), 318-327. doi:10.1016/0030-5073(73)90055-X
- Simon, M. & Houghton, S. M. (2003). The Relationship between Overconfidence and the Introduction of Risky Products: Evidence from a Field Study. *Academy of Management Journal*, 46(2), 139-149. doi:10.2307/30040610
- Singal, M. & Gerde, V. W. (2015). Is diversity management related to financial performance in family firms? *Family Business Review*, 28(3), 243-259.
- Sirmon, D. G. & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358.
- Smith, C. (2016). Environmental Jolts: Understanding How Family Firms Respond and Why. *Family Business Review*, 29(4), 401-423.
- Stafford, K., Duncan, K. A., Dane, S. & Winter, M. (1999). A Research Model of Sustainable Family Businesses. *Family Business Review*, 12(3), 197-208. doi:10.1111/j.1741-6248.1999.00197.x
- Stanley, L., Kellermanns, F. W. & Zellweger, T. M. (2017). Latent profile analysis: Understanding family firm profiles. *Family Business Review*, 30(1), 84-102.

- Stein, J. C. (2002). Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms. *The Journal of Finance*, 57(5), 1891-1921. doi:10.1111/0022-1082.00483
- Stewart, J. F., Harris, R. S. & Carleton, W. T. (1984). The Role of Market Structure in Merger Behavior. *The Journal of Industrial Economics*, 32(3), 293-312. doi:10.2307/2098019
- Stiftung Familienunternehmen (2017). Daten, Fakten, Zahlen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen. Abgerufen von <http://www.familienunternehmen.de/de/daten-fakten-zahlen> am 19.1.2018.
- Stockmans, A., Lybaert, N. & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional Wealth and Earnings Management in Private Family Firms. *Family Business Review*, 23(3), 280-294.
- Tagiuri, R. & Davis, J. (1996). Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208. doi:10.1111/j.1741-6248.1996.00199.x
- Tajfel, H. & Turner, J. C. (1986). The social identity theory of intergroup behavior. In S. Worchel & W. G. Austin (Hrsg.), *The psychology of intergroup relations* (S. 7-24). Chicago: Nelson-Hall.
- Tajfel, H. & Turner, J. C. (2004). The Social Identity Theory of Intergroup Behavior. In J. T. Jost & J. Sidanius (Hrsg.), *Key readings in social psychology: Key readings* (S. 276-293). New York: Psychology Press.
- Tappeiner, F., Howorth, C., Achleitner, A.-K. & Schraml, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(1), 38-51.
- Taylor, R. N. (1975). Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance. *Academy of management Journal*, 18(1), 74-81. doi:10.2307/255626
- Tharawat (2016). The economic impact of family businesses: A compilation of facts. Abgerufen von <https://www.tharawat-magazine.com/economic-impact-family-businesses/economic-impact-family-businesses-2/> am 19.1.2018.
- Toft-Kehler, R., Wennberg, K. & Kim, P. H. (2014). Practice makes perfect: Entrepreneurial-experience curves and venture performance. *Journal of Business Venturing*, 29(4), 453-470. doi:10.1016/j.jbusvent.2013.07.001
- Touron, D. R. & Hertzog, C. (2004). Distinguishing age differences in knowledge, strategy use, and confidence during strategic skill acquisition. *Psychology and aging*, 19(3), 452-466.
- Turner, J. C., Hogg, M. A., Oakes, P. J., Reicher, S. D. & Wetherell, M. S. (1987). *Rediscovering the social group: A self-categorization theory*. Cambridge, MA, US: Basil Blackwell.
- Uhlaner, L. M., Matser, I. A., Berent-Braun, M. M. & Flören, R. H. (2015). Linking bonding and bridging ownership social capital in private firms: Moderating effects of ownership-management overlap and family firm identity. *Family Business Review*, 28(3), 260-277.
- Useem, M. & Karabel, J. (1986). Pathways to top corporate management. *American sociological review*, 51(2), 184-200.
- Vandekerckhof, P., Steijvers, T., Hendriks, W. & Voordeckers, W. (2015). The effect of organizational characteristics on the appointment of nonfamily managers in private family firms: The moderating role of socioemotional wealth. *Family Business Review*, 28(2), 104-122.
- Wally, S. & Baum, J. R. (1994). Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making. *Academy of management Journal*, 37(4), 932-956.

- Wegener, D. T. & Petty, R. E. (1994). Mood management across affective states: The hedonic contingency hypothesis. *Journal of personality and social psychology*, 66(6), 1034-1048.
- Westhead, P., Cowling, M. & Howorth, C. (2001). The Development of Family Companies: Management and Ownership Imperatives. *Family Business Review*, 14(4), 369-385.
- Westhead, P. & Howorth, C. (2007). 'Types' of private family firms: An exploratory conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship and Regional Development*, 19(5), 405-431.
- Wiedemann, A. & Kögel, R. (2008). *Beirat und Aufsichtsrat in Familienunternehmen*. München: C.H. Beck.
- Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. S. & Scholes, L. (2012). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 193-205.
- Wiseman, R. M. & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23(1), 133-153.
- Wolter, H.-J. & Sauer, I. (2017). Die Bedeutung der eigentümer-und familiengeführten Unternehmen in Deutschland. Abgerufen von [https://www.ifm-bonn.org/uploads/tx\\_ifmstudies/IfM-Materialien-253\\_2017.pdf](https://www.ifm-bonn.org/uploads/tx_ifmstudies/IfM-Materialien-253_2017.pdf) am 17.10.2017.
- Worth, L. T. & Mackie, D. M. (1987). Cognitive mediation of positive affect in persuasion. *Social Cognition*, 5(1), 76-94.
- Wright, M., Hoskisson, R. E. & Busenitz, L. W. (2001a). Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship. *The Academy of Management Executive*, 15(1), 111-125.
- Wright, M., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. & Dial, J. (2001b). Finance and management buyouts: Agency versus entrepreneurship perspectives. *Venture Capital*, 3(3), 239-261. doi:10.1080/13691060110060646
- Wright, M. & Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.
- Wright, M., Thompson, S. & Robbie, K. (1992). Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7(1), 47-71.
- Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 250-273. doi:10.1016/j.jfineco.2012.11.003
- Zacharakis, A. L. & Meyer, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346.
- Zahra, S. A. (1995). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing*, 10(3), 225-247. doi:10.1016/0883-9026(94)00024-O
- Zak, P. J. & Knack, S. (2001). Trust and Growth. *The Economic Journal*, 111(470), 295-321.
- Zellweger, T., Halter, F. & Frey, U. (2006). Financial performance of privately held family firms.
- Zellweger, T. & Kammerlander, N. (2015). Family, Wealth, and Governance: An Agency Account. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(6), 1281-1303. doi:10.1111/etap.12182
- Zellweger, T., Kellermanns, F., Chrisman, J. & Chua, J. (2012). Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. *Organization Science*, 23(3), 851-868.
- Zellweger, T. M. & Astrachan, J. H. (2008). On the Emotional Value of Owning a Firm. *Family Business Review*, 21(4), 347-363. doi:10.1177/08944865080210040106

- Zellweger, T. M. & Dehlen, T. (2012). Value is in the eye of the owner: Affect infusion and socioemotional wealth among family firm owners. *Family Business Review*, 25(3), 280-297.
- Zenger, T. R. & Lawrence, B. S. (1989). Organizational Demography: The Differential Effects of Age and Tenure Distributions on Technical Communication. *Academy of management Journal*, 32(2), 353-376. doi:10.2307/256366
- Zollo, M. (2009). Superstitious Learning with Rare Strategic Decisions: Theory and Evidence from Corporate Acquisitions. *Organization Science*, 20(5), 894-908. doi:10.1287/orsc.1090.0459

**Anhang**

Anhang 1: Definitionen Familienunternehmen.....	160
Anhang 2: Fragebogen .....	165

## Anhang 1: Definitionen Familienunternehmen

Tabelle H-1: Definitionsansätze im Family Business Review von Januar 2015 – November 2017

Autoren	Definition Familienunternehmen	Eingruppierung	Methodik	Observationen	Börsennotierung	Themenfeld
<b>Bammens, Notelaers &amp; Van Gils (2015)</b>	- Direkter oder indirekter Einfluss der Familie auf strategische Entscheidungen (Wahrnehmung des Befragten)	kontrollierender Familieneinfluss	Quantitativ-empirisch	n = 893 Angestellte	keine Angabe	Innovationen, HR
<b>Bonneuil &amp; Martini (2015)</b>	- 100 % Familieneigentum - und 100 % Familienleitung	Familieneigentum + Familienmanagement	Qualitativ-empirisch (Einzelfallstudie)	n = 1 Unternehmen	nein	HR
<b>Cabrera-Suárez, Déniz-Déniz &amp; Martín-Santana (2015)</b>	- mind. zwei Personen mit gleichen Nachnamen und unterschiedlichen Vornamen arbeiten im Aufsichts- und/oder Leitungsorgan des Unternehmens - und Besetzung einiger Top-Management-Positionen durch Familienmitglieder mit gleichem Nachnamen	Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n = 374 Fragebögen von n = 173 Unternehmen	nein	Vertrauen, Corporate Governance, Sozialkapital
<b>Caspersz &amp; Thomas (2015)</b>	- keine Definition von Familienunternehmen	keine Definition	Qualitativ-empirisch (Interviews)	n = 34 Mitglieder der Leadership Intervention	keine Angabe	HR
<b>Distelberg &amp; Schwarz (2015)</b>	- keine Definition von Familienunternehmen	keine Definition	Qualitativ-empirisch (Fallstudienesign)	n = 19 Mentoren, 12 Protégés	keine Angabe	Intraorganisationelle Mentoring-Programme
<b>Glover &amp; Reay (2015)</b>	- keine Definition von Familienunternehmen	keine Definition	Qualitativ-empirisch (Fallstudienesign)	n = 48 Familienbauernhöfe	nein	Unternehmensnachfolge
<b>Greco, Ferramosca &amp; Allegrini (2015)</b>	- 30 % indirektes oder direktes Familieneigentum - und Familienmitglieder können Mehrheit im Leitungsorgan berufen	Familieneigentum	Quantitativ-empirisch	n = 710 Unternehmensjahre (284 Unternehmen)	ja	Accounting

Autoren	Definition Familienunternehmen	Eingruppierung	Methodik	Observationen	Börsennotierung	Themenfeld
<b>Hatak &amp; Roessl (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Familie kontrolliert mehrheitlich Eigentum,</li> <li>- <i>und</i> Familienmitglieder treffen strategische Entscheidungen im Unternehmen,</li> <li>- <i>und</i> Familie hängt von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens ab,</li> <li>- <i>und</i> das Unternehmen prägt Familienmitglieder</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch (Experiment)	n = 107 Studierende	keine Angabe	Unternehmensnachfolge
<b>Kammerlander et al. (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 100 % Familieneigentum und 100 % Familienleitung</li> <li>- <i>und</i> Familienwerte dominieren das Unternehmen</li> <li>- <i>und</i> familieninterne Unternehmensnachfolge</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement + Familienwerte	Qualitativ-empirisch (Fallstudie)	n= 41 Weingüter	nein	Innovationen
<b>Naldi, Chirico, Kellerman &amp; Campopiano (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Eine Familie dominiert Eigentum und Leitung</li> <li>- <i>und</i> Wahrnehmung des Unternehmens als Familienunternehmen</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n = 128 Unternehmen	nein	Beratung, Performance
<b>Perry, Ring &amp; Broberg (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unternehmen, in denen Mitglieder von einer oder mehreren Familien die entscheidende Kontrolle über das Unternehmen haben</li> </ul>	kontrollierender Familieneinfluss	Quantitativ-empirisch	n = 650 Mitglieder unterschiedlicher Familienfirmen	keine Angabe	Vertrauen, Beratung
<b>Reay, Jaskiewicz &amp; Hinings (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- mind. zwei Familienmitglieder sind aktiv im Unternehmen</li> <li>- <i>und</i> Familie hält Mehrheit am Unternehmen</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Qualitativ-empirisch (Interviews)	n= 58 Weingüter	keine Angabe	Nachhaltigkeit
<b>Singal &amp; Gerde (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Management dominiert von Familienmitgliedern</li> </ul>	Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n = 952 Unternehmen	ja	Diversity Management
<b>Uhlner, Matser, Berent-Braun &amp; Flören (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- keine Definition von Familienunternehmen</li> </ul>	keine Definition	Quantitativ-empirisch	n= 679 Unternehmen	nein	Sozialkapital

Autoren	Definition Familienunternehmen	Eingruppierung	Methodik	Observationen	Börsennotierung	Themenfeld
<b>Vandekerckhof, Steijvers, Hendriks &amp; Voordeckers (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Eigentumsanteil und Besetzung des Leitungsgangs von Familienmitglieder von insg. min. 50 % und Geschäftsführer/in nimmt das Unternehmen als Familienunternehmen wahr</li> <li>- <i>oder</i> Eigentumsanteil der Familie von mind. 50 % und Geschäftsführer/in nimmt das Unternehmen als Familienunternehmen wahr</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 145 Unternehmen	nein	Corporate Governance- und Organisationsstrukturen
<b>(De Massis et al., 2016a)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Familie kontrolliert mehrheitlich Management und Eigentum</li> <li>- <i>und</i> familienpezifische Ziele und Streben nach familieninterner Unternehmensübergabe</li> <li>- <i>und</i> altruistische Verhaltensweisen von Familienmitgliedern im Unternehmen</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement + Familienwerte	Qualitativ-empirisch (Fallstudienesign)	n= 49 Interviews mit Managern, CFO, CEO, Angestellten	nein	Innovationen
<b>Cater III, Kidwell &amp; Camp (2016)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Familienmitglieder führen oder managen das Unternehmen anhand von Familienwerten</li> <li>- <i>und</i> Familie oder wenige Familien dominiert/dominieren Eigentum</li> <li>- <i>und</i> streben nach familieninterner Unternehmensnachfolge</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement + Familienwerte	Qualitativ-empirisch (Interviews)	n= 19 Unternehmen	gemischt	Unternehmensnachfolge
<b>De Massis, Sieger, Chua &amp; Vismara (2016b)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1 Familienmitglied im Top-Management</li> </ul>	Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 274 Unternehmen	keine Angabe	Unternehmensnachfolge
<b>Diéguez-Soto, Manzanogue &amp; Rojo-Ramírez (2016)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- mehrheitliche Kontrolle der Familie über Management und Eigentum</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 551 Unternehmen	nein	Innovationen
<b>Leitterstorf &amp; Wachter (2016)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- mind. 25 % der Gesellschafteranteile durch Familienmitglieder gehalten</li> </ul>	Familieneigentum	Quantitativ-empirisch	n= 149 Unternehmen	ja	Strategisches Management
<b>Lien, Teng &amp; Li (2016)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- mehrheitliche Kontrolle der Familie über Eigentum und Management</li> </ul>	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 252 Unternehmen	ja	Corporate Governance

Autoren	Definition Familienunternehmen	Eingruppierung	Methodik	Observationen	Börsennotierung	Themenfeld
<b>Meier &amp; Schier (2016)</b>	- keine allgemeine Definition	keine Definition	Qualitativ-empirisch (Einzelfallstudie)	n= 1 Unternehmen	ja	Unternehmensnachfolge
<b>Revilla, Pérez-Luño &amp; Nieto (2016)</b>	- Anteil Familienmitglieder im Management - prozentualer Anteil des Familieneigentums als Kontrollvariable	Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 369 Unternehmen	keine Angabe	Entrepreneurial Orientation, Performance, Unternehmensinsolvenz
<b>Schenkel, Yoo &amp; Kim (2016)</b>	- mehrheitliche Kontrolle eines Familienmitglieds der Gründerfamilie über das Eigentum	Familieneigentum	Quantitativ-empirisch	n= 444 Unternehmen	ja	Unternehmensnachfolge
<b>Smith (2016)</b>	- 100 % Familieneigentum - und mind. 1 Familienmitglied in der Geschäftsführung	Familieneigentum + Familienmanagement	Qualitativ-empirisch (Fallstudie)	n= 45 Familienmitglieder, Mitglieder des olympischen Komitees, Journalisten, etc.	nein	Einfluss von externen Umwelteinflüssen (Olympische Spiele)
<b>Anglin, Reid, Short, Zachary &amp; Rutherford (2017)</b>	- mind. zwei Familienmitglieder halten mehr als 10 % der Unternehmensanteile - und einer von den beiden Familiengesellschafter/innen ist entweder Mitglieder in der Geschäftsführung oder im Überwachungsorgan	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 564 Unternehmen	ja	Organisational Identity
<b>Chrisman, Devaraj &amp; Patel (2017)</b>	- mind. zwei Familienmitglieder einer Familie halten die Mehrheit an Unternehmensanteilen (Familienmitglieder definiert als Ehepaare, Kinder, Eltern, Geschwister und nahe Angehörige)	Familieneigentum	Quantitativ-empirisch	n = 216.768 Unternehmen	keine Angabe	HR, Performance
<b>Cunningham, Seaman &amp; McGuire (2017)</b>	- Wahrnehmung des Befragten, dass Familienunternehmen durch eine Familie dominiert wird, - und eine familiäre Verbindung zwischen Angestellten im Unternehmen	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n= 110 Unternehmen	nein	Knowledge Sharing

Autoren	Definition Familienunternehmen	Eingruppierung	Methodik	Observationen	Börsennotierung	Themenfeld
<b>Holt, Madison &amp; Kellermanns (2017)</b>	- keine Definition von Familienunternehmen	keine Definition	Quantitativ-empirisch	n= 103 Diaden Familienmanager und Familienangestellter	keine Angabe	Einführung einer Methode: Dispersion Modeling
<b>Houshmand, Seidel &amp; Ma (2017)</b>	- keine Definition von Familienunternehmen	keine Definition	Quantitativ-empirisch	n > 400.000 Kinder und Jugendliche	nein	Unternehmensnachfolge, Performance
<b>James, Jennings &amp; Jennings (2017)</b>	- 100% Familieneigentum durch eine oder mehrere Familien - <i>und</i> mind. 1 Familienmitglied aktiv im Unternehmen tätig	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n = 398 Manager	nein	Corporate Governance
<b>Jayamohan et al. (2017)</b>	- Management durch Familienmitglieder besetzt und Gründerfamilie hält mind. 5 % der Unternehmensanteile	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n=167 Unternehmen	ja	Accounting
<b>Kabbach de Castro, Aguilera &amp; Crespi-Cladera (2017)</b>	- Mehrheitlicher Besitz des Unternehmens durch die Familie - <i>und</i> Emotionale Verbindung von Familie und Unternehmen - <i>und</i> Streben nach familieninterner Unternehmensnachfolge	Familieneigentum + Familienwerte	Quantitativ-empirisch	n=267 Unternehmen	ja	Corporate Governance
<b>Neubaum, Thomas, Dibrell &amp; Craig (2017)</b>	- Familie hält mehr als 20 % der Unternehmensanteile - <i>oder</i> Familie mit mehr als 50 % in der Top Management Ebene oder auf Partnerebene vertreten - <i>oder</i> Familie mit mehr als 25 % im Senior Management vertreten	Familieneigentum + Familienmanagement	Quantitativ-empirisch	n=846 Manager	keine Angabe	Corporate Governance
<b>Stanley, Kellermanns &amp; Zellweger (2017)</b>	- Anzahl an Familienmitglieder, die im Unternehmen angestellt sind und Anteil an Familieneigentum am Unternehmen - <i>und</i> Anzahl an Generation, die im Unternehmen arbeiten - <i>und</i> Wille, das Unternehmen an die nachfolgende Generation zu übergeben	Familieneigentum + Familienmanagement + Familienwerte	Quantitativ-empirisch	n= 314 Unternehmen	keine Angabe	Einführung einer Methode: Latent profile analysis

**Anhang 2: Fragebogen**

<p><b>Erfahrungen mit Private Equity</b>  <b>Unterschiede zwischen familiengeführten und nicht-familiengeführten Unternehmen</b></p>	
<p>Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf                  Riesner-Stiftungsprofessur für Entrepreneurship,                  insb. Gründungs- und Wachstumsfinanzierung</p>	
<p><b>Prof. Dr. Eva Lutz</b>                  eva.lutz@hhu.de</p>	<p><b>Marisa Henn, M.Sc.</b>                  marisa.henn@hhu.de</p>

*Begriffsdefinition Private Equity: Investition von Eigenkapital in etablierte, privat gehaltene Unternehmen durch private Beteiligungsgesellschaften.*

**Teil 1: Allgemeine Informationen zu Ihrer Private-Equity-Finanzierung**

**Die folgenden Fragen beziehen sich auf die zuletzt stattgefundenene Private-Equity-Finanzierung in Ihrem Unternehmen.**

Ist oder war Ihr Unternehmen bereits über Private Equity finanziert?	<input type="checkbox"/> Ja, derzeit <input type="checkbox"/> Ja, in der Vergangenheit <input type="checkbox"/> Nein
Haben Sie persönliche Erfahrungen mit Private Equity in anderen Unternehmen gesammelt?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein
Wann haben Sie Unternehmensanteile an die Private-Equity-Gesellschaft verkauft?	_____ (Jahr)
Was hat Sie dazu veranlasst, sich über Private Equity zu finanzieren? <i>Kreuzen Sie den Grund für die Finanzierung an. Mehrfachnennungen sind möglich.</i>	
Finanzierung der geplanten Wachstumsstrategie	<input type="checkbox"/>
Bewältigung einer Unternehmenskrise	<input type="checkbox"/>
Finanzierung des Exits eines Shareholders	<input type="checkbox"/>
Lösen von Gesellschafterkonflikten	<input type="checkbox"/>
Vermögensentnahme	<input type="checkbox"/>
Sonstiges: _____	<input type="checkbox"/>

**Teil 2: Die folgenden Aussagen beziehen sich auf den Private-Equity-Manager, der seitens der Beteiligungsgesellschaft hauptverantwortlich für die Betreuung Ihres Unternehmens ist bzw. war.**

Bitte geben Sie an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen.	Stimme gar nicht zu			Stimme voll zu	
Der Private-Equity-Manager behält bei der Entscheidungsfindung meine Interessen im Hinterkopf.	<input type="checkbox"/>				
Ich wäre bereit, dem Private-Equity-Manager die vollständige Verantwortung über meine Zukunft im Unternehmen zu überlassen.	<input type="checkbox"/>				
Sollte der Private-Equity-Manager mich auf Probleme innerhalb des Unternehmens ansprechen, würde ich ehrlich antworten, auch wenn ich für diese mitverantwortlich bin.	<input type="checkbox"/>				
Für mich ist es wichtig, das Handeln des Private-Equity-Managers im Auge zu behalten.	<input type="checkbox"/>				
Wenn es nach mir ginge, würde ich dem Private-Equity-Manager nicht über alle mir wichtigen unternehmerischen Entscheidungen Einfluss gewähren.	<input type="checkbox"/>				
Der Private-Equity-Manager erledigt seine Aufgaben sehr gewissenhaft.	<input type="checkbox"/>				
In seinem Job ist der Private-Equity-Manager sehr gut.	<input type="checkbox"/>				
Der Private-Equity-Manager verfügt über vielseitiges Wissen in seinem Aufgabenbereich.	<input type="checkbox"/>				

Bitte geben Sie an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen.	Stimme gar nicht zu					Stimme voll zu				
	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Ich bin von den fachlichen Fähigkeiten des Private-Equity-Managers überzeugt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager verfügt über besondere Fähigkeiten, die unser Unternehmen verbessern können.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager ist sehr qualifiziert.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager ist um mein Wohlergehen sehr bemüht.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Meine Bedürfnisse und Wünsche sind dem Private-Equity-Manager sehr wichtig.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager ordnet die Interessen der Private-Equity-Gesellschaft über die Interessen unseres Unternehmens.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager berücksichtigt meine Interessen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager würde Kompromisse eingehen, um unserem Unternehmen zu helfen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager hat einen starken Sinn für Gerechtigkeit.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Ich mache mir Sorgen, dass sich der Private-Equity-Manager nicht an Absprachen hält.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Das Verhalten und die Handlungen des Private-Equity-Managers sind undurchsichtig.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Ich teile die Wertvorstellungen des Private-Equity-Managers.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager hat die gleichen Interessen und Hobbies wie ich.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager vertritt die gleichen politischen Sichtweisen wie ich.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager und ich haben vergleichbare Branchenkenntnisse.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager hat einen Bildungsgrad, der meinem weitestgehend entspricht.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>					
Der Private-Equity-Manager ist in meinem Alter.						<input type="checkbox"/> Ja	<input type="checkbox"/> Nein			
Der Private-Equity-Manager hat das gleiche Geschlecht wie ich.						<input type="checkbox"/> Ja	<input type="checkbox"/> Nein			

### Teil 3: Zufriedenheit mit der Private-Equity-Gesellschaft und Entscheidungskompetenzen

Bitte geben Sie an, wie zufrieden Sie mit der Private-Equity-Gesellschaft sind.	Sehr unzufrieden					Sehr zufrieden				
	<input type="checkbox"/>									
Mit der Zusammenarbeit mit der Private-Equity-Gesellschaft bin ich ...	<input type="checkbox"/>									
Mit dem erzielten Preis über die an die Private-Equity-Gesellschaft verkauften Anteile bin ich ...	<input type="checkbox"/>									

### Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen, die sich auf Ihre Private-Equity-Finanzierung beziehen. Bitte runden Sie Ihre Angaben auf ganze Zahlen.

Welchen Anteil am stimmberechtigten Eigenkapital hat die Private-Equity-Gesellschaft erworben?	_____ (in %)				
Welcher Anteil am Aufsichtsrat/Beirat wird bzw. wurde durch die Private-Equity-Gesellschaft bestellt?	_____ (in %)				
Wurde eine Rückkaufoption mit der Private-Equity-Gesellschaft vertraglich festgelegt, die Ihnen einen Rückkauf der Unternehmensanteile ermöglicht?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein				
Bei welchen der folgenden unternehmerischen Entscheidungen wurde der Private-Equity-Gesellschaft ein Vetorecht vertraglich eingeräumt? <i>Kreuzen Sie an, bei welchen Geschäftsvorfällen ein Vetorecht vereinbart wurde.</i>					
Verteilung von Gewinnen und ggf. Liquidationserlösen	<input type="checkbox"/>				
Finanz- und Investitionsplanung	<input type="checkbox"/>				
Besetzung der Geschäftsführung	<input type="checkbox"/>				
Erwerb und Veräußerung von Unternehmensanteilen	<input type="checkbox"/>				
Zusätzliche Aufnahme von Fremd- und Mezzaninekapital	<input type="checkbox"/>				
Sonstige: _____	<input type="checkbox"/>				

**Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen, die sich auf Ihre Private-Equity-Finanzierung beziehen. Bitte runden Sie Ihre Angaben auf ganze Zahlen.**

Haben Sie während der Finanzierung weitere Entscheidungskompetenzen an die Private-Equity-Gesellschaft abgegeben?	<input type="checkbox"/> Ja – freiwillig <input type="checkbox"/> Ja – unfreiwillig <input type="checkbox"/> Nein
Wären Sie bereit gewesen, weitere Entscheidungskompetenzen an die Private-Equity-Gesellschaft abzugeben?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein
Bei welchen der folgenden unternehmerischen Entscheidungen gab es bisher Konflikte bzw. gibt es Konfliktpotential mit der Private-Equity-Gesellschaft? <i>Kreuzen Sie an, bei welchen Geschäftsvorfällen Konflikte entstanden sind bzw. Konfliktpotential existiert.</i>	
Verteilung von Gewinnen und ggf. Liquidationserlösen	<input type="checkbox"/>
Finanz- und Investitionsplanung	<input type="checkbox"/>
Besetzung der Geschäftsführung	<input type="checkbox"/>
Erwerb und Veräußerung von Unternehmensanteilen	<input type="checkbox"/>
Zusätzliche Aufnahme von Fremd- und Mezzaninekapital	<input type="checkbox"/>
Entlassung von Mitarbeitern	<input type="checkbox"/>
Sonstiges: _____	<input type="checkbox"/>

**Bitte beantworten Sie den folgenden Fragenblock nur, wenn ein Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft bereits stattgefunden haben sollte.**

Wann hat der Exit stattgefunden?	_____ (Jahr)
Welche Ausstiegsstrategie wurde realisiert? <i>Kreuzen Sie an, welches Ausstiegsszenario gewählt wurde.</i>	
Verkauf an einen strategischen Investor	<input type="checkbox"/>
Börsengang	<input type="checkbox"/>
Verkauf an einen Private-Equity-Investor (Secondary Buyout)	<input type="checkbox"/>
Verkauf an das Management	<input type="checkbox"/>
Ausübung von Rückkaufoptionen	<input type="checkbox"/>
Sonstiger Ausstieg: _____	<input type="checkbox"/>

**Teil 4: Allgemeine Informationen zu Ihrem Unternehmen und zu Ihrer Person**

**Bitte beantworten Sie die nachfolgenden Fragen, die sich auf Ihr Unternehmen beziehen. Bitte runden Sie Ihre Angaben auf ganze Zahlen.**

In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?	_____ (Jahr)
In welchem Bundesland hat Ihr Unternehmen den Hauptsitz?	
<input type="checkbox"/> Baden-Württemberg <input type="checkbox"/> Bayern <input type="checkbox"/> Berlin <input type="checkbox"/> Brandenburg <input type="checkbox"/> Bremen <input type="checkbox"/> Hamburg <input type="checkbox"/> Hessen <input type="checkbox"/> Mecklenburg-Vorpommern <input type="checkbox"/> Niedersachsen <input type="checkbox"/> Nordrhein-Westfalen <input type="checkbox"/> Rheinland-Pfalz <input type="checkbox"/> Saarland <input type="checkbox"/> Sachsen <input type="checkbox"/> Sachsen-Anhalt <input type="checkbox"/> Schleswig-Holstein <input type="checkbox"/> Thüringen	
Welche Rechtsform hat Ihr Unternehmen?	
<input type="checkbox"/> GmbH <input type="checkbox"/> GmbH & Co. KG <input type="checkbox"/> börsennotierte AG <input type="checkbox"/> nicht-börsennotierte AG <input type="checkbox"/> OHG <input type="checkbox"/> KG <input type="checkbox"/> Einzelunternehmen <input type="checkbox"/> Sonstige: _____	
In welcher Branche ist Ihr Unternehmen hauptsächlich tätig?	
<input type="checkbox"/> Automobil <input type="checkbox"/> Bau <input type="checkbox"/> Chemie <input type="checkbox"/> Einzelhandel <input type="checkbox"/> Finanzdienstleistung <input type="checkbox"/> Industriegüter <input type="checkbox"/> Konsumgüter <input type="checkbox"/> Medien <input type="checkbox"/> Nahrungsmittel <input type="checkbox"/> Pharma <input type="checkbox"/> Rohstoffe/Energie <input type="checkbox"/> Software/IT <input type="checkbox"/> Technologie <input type="checkbox"/> Telekommunikation <input type="checkbox"/> Transport/Logistik <input type="checkbox"/> Sonstige: _____	
Wie hoch war der Umsatz Ihres Unternehmens in 2014?	<input type="checkbox"/> ≤ 9.680 Tsd. € <input type="checkbox"/> 9.681 – 38.500 Tsd. € <input type="checkbox"/> > 38.500 Tsd. €

<b>Bitte beantworten Sie die nachfolgenden Fragen, die sich auf Ihr Unternehmen beziehen. Bitte runden Sie Ihre Angaben auf ganze Zahlen.</b>					
Wie hoch war die Bilanzsumme Ihres Unternehmens in 2014?	<input type="checkbox"/> ≤ 4.840 Tsd. € <input type="checkbox"/> 4.841 – 19.250 Tsd. € <input type="checkbox"/> > 19.250 Tsd. €				
Wie viele Mitarbeiter beschäftigt Ihr Unternehmen?	<input type="checkbox"/> ≤ 50 <input type="checkbox"/> 51-250 <input type="checkbox"/> > 250				
<b>Bitte bewerten Sie den Erfolg Ihres Unternehmens für das vergangene Geschäftsjahr 2014.</b>	<b>Sehr unzufrieden</b>			<b>Sehr zufrieden</b>	
Mit dem Wachstum des Jahresüberschusses bin ich ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mit der Höhe des Jahresüberschusses bin ich ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Insgesamt bin ich mit der Leistung des Unternehmens ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Bitte geben Sie für die nachfolgenden Fragen an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage in Bezug auf Ihr Unternehmen zustimmen.</b>	<b>Stimme gar nicht zu</b>			<b>Stimme voll zu</b>	
Kunden assoziieren den Unternehmensnamen mit den Produkten und Dienstleistungen des Unternehmens.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Das Unternehmen ist von großer persönlicher Bedeutung für mich.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Lieferantenverträge sind im Vergleich zum Industrie- und Branchendurchschnitt langfristig ausgerichtet.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emotionen und Gefühle haben oft Auswirkungen auf den Entscheidungsprozess.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ein Ziel des Unternehmens ist die Wahrung des Vermögens, der Unternehmenskultur und der Unternehmenstradition.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen zu Ihrer Person.</b>					
Welche Funktion haben Sie im Unternehmen?	_____				
Geschlecht	<input type="checkbox"/> Weiblich <input type="checkbox"/> Männlich				
Geburtsjahr	_____ (Jahr)				
<b>Bitte geben Sie für die nachfolgenden Fragen an, wie stark Sie der jeweiligen Aussage zustimmen.</b>	<b>Stimme gar nicht zu</b>			<b>Stimme voll zu</b>	
Fremden sollte man nicht vertrauen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Viele Menschen halten ihre Versprechen ein.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Heutzutage muss man wachsam sein, ansonsten wird man schnell ausgenutzt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Politiker antworten in ihren Interviews wahrheitsgemäß.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die meisten Erwerbstätigen sind kompetent in ihrem Beruf.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alle Menschen sind vor dem Gericht gleich.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eltern wollen nur das Beste für ihre Kinder.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Bitte beantworten Sie den folgenden Fragenblock nur, wenn es sich bei Ihrem Unternehmen um ein Familienunternehmen handeln sollte.</b>					
Würden Sie sich als Familienunternehmen bezeichnen?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein				
In welcher Generation wird Ihr Familienunternehmen geführt?	_____				
In welchen Gremien ist die Unternehmerfamilie vertreten?	<input type="checkbox"/> Aufsichtsrat <input type="checkbox"/> Geschäftsführung <input type="checkbox"/> in keinem Gremium				
Welchen Anteil am stimmberechtigten Eigenkapital hält die Eigentümerfamilie momentan?	_____ (in %)				
Welchen Anteil am stimmberechtigten Eigenkapital hielt die Eigentümerfamilie vor der Private-Equity-Finanzierung?	_____ (in %)				
Gehören Sie zur Unternehmerfamilie?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nein				

**Vielen Dank für Ihre Teilnahme! Bitte senden Sie den Fragebogen an die Adresse auf der Rückseite zurück.**