



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Family offices: Mindset, governance, & family blockholders

Rik Cornelissen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019

2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Family offices: Mindset, governance, & family blockholders

Rik Cornelissen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.

Abstract

Family Offices treden onafhankelijk van banken op en engageren zich voor het beheer van grote particuliere eigendommen, met name geërfd vermogen in familiebezit. Ondanks hun toenemend aantal en een groeiende belangstelling voor dergelijke organisaties, is de stand van het onderzoek naar family offices nog steeds ontoereikend. Deze paper biedt een overzicht van de theoretische en empirische literatuur die zich richt op de wetenschappelijke informatie over family offices. Door het bestuderen en structureren van onderzoek uit het verleden beoogt deze paper een beter inzicht te krijgen over wat het concept 'family office' precies inhoudt en hoe de structuur ervan een rol speelt op het familievermogen. Er wordt gekeken naar welke bevindingen er reeds zijn gemaakt en waar nog extra aandacht aan gegeven zou moeten worden. Deze paper is dus gebaseerd op twee hoofdtakken, namelijk een overzicht van de definiëring over het concept 'family office' en welke invloed de structuur van een family office heeft op het behoud van het familievermogen. Voor beide bestuurstaken worden theoretische perspectieven en de match tussen theorie en empirische bevindingen besproken. Aangezien het om een systematische literatuurstudie gaat, wordt de literatuur op een systematische manier verzameld. De literatuurstudie wordt opgedeeld in drie opeenvolgende fasen, zijnde de voorbereiding, datacollectie en de rapportering. Ontwikkelde zoektermen worden ingegeven in wetenschappelijke databanken als 'EconLit' en 'EBSCO Host'. De evaluatie wordt afgesloten met een integratieve bespreking van de relevante theorieën en met het benadrukken van de noodzaak van multi-theorieën, proces- en contextuele benaderingen in toekomstig onderzoek.

Sleutelwoorden: family office, structuur, definitie, familievermogen, vermogensbeheer, agentschapskosten, family blockholder, bestuur

Inhoudsopgave

Abstract.....	2
Inhoudsopgave	3
Voorwoord	4
1. Inleiding	5
1.1 Family office.....	5
1.2 Belang van family offices	5
1.3 Vraagstelling	6
2. Methodologie	6
3. Literatuurstudie	9
3.1 Hoe worden family offices gedefinieerd in de wetenschappelijke literatuur?	9
3.1.1 Oorsprong van het concept.....	9
3.2 Definities van het concept ‘family office’	10
3.2.1 Soorten family offices.....	10
3.2.2 Wereldwijde verdeling van het aantal family offices	14
3.2.3 Functionering van een family office.....	14
3.2.4 Wat weten we nog niet?.....	16
3.3 Welke antecedenten en consequenties van family offices werden onderzocht in de literatuur?	17
3.3.1 Welke invloed heeft de structuur van een family office?.....	17
3.3.2 Agentschapstheorie bij family offices en de daarbijhorende kosten en complexiteiten.....	20
3.3.3 Wat weten we nog niet.....	25
4. Conclusie	26
5. Bijlage.....	27
6. Referentielijst	32

Voorwoord

Voor u ligt de masterproef 'de definiëring en structurering van een family office'. Ik schreef deze masterproef in het kader van mijn opleiding master Accountancy, Financiering & Fiscaliteit met financieringstraject in de handelswetenschappen aan de universiteit Hasselt.

Bij het voorleggen van deze literatuurstudie wil ik mijn dank betuigen aan alle personen die geholpen hebben bij de realisatie ervan. Graag dank ik mijn promotor Prof. Dr. Anneleen Michiels voor de goede raad en advies die ze gaf bij het schrijven van deze masterproef en voor de kans die ik heb gekregen om deze literatuurstudie te schrijven. Een speciaal woord van dank wil ik richten tot mijn ouders voor de kans die ze mij gegeven hebben om op universitair niveau te studeren. Zij hebben mij een basis aangeboden om het leven voorbereid tegemoet te gaan en daarvoor zal ik hen altijd dankbaar blijven. Hun onvoorwaardelijke steun tijdens mijn studie en tijdens deze masterproef en de soms moeilijke momenten die ermee gepaard gingen, was zeer deugdzaam. Ook wil ik graag mijn vrienden danken voor de morele steun die ze geboden hebben gedurende het proces.

Ik wens u veel leesplezier toe.

Rik Cornelissen

Hechtel-Eksel, 14 augustus 2020

1. Inleiding

Zoals aangegeven in de titel is deze masterproef een systematische literatuurstudie naar family offices. Ter verduidelijking van het onderwerp wordt eerst een inleiding gegeven om aan te geven wat een family office inhoudt en waarom deze organisaties van belang zijn. Hiermede wordt ook de importantie van deze literatuurstudie aangegeven.

1.1 Family office

Het concept "family office" heeft zijn oorsprong in de 6^{de} eeuw (Wilson, 2012), toch is dit domein beperkt onderzocht naargelang de tijdsperiode en ontwikkeling die het heeft meegemaakt. Een family office is een organisatie die wordt opgericht door één of meerdere familie(s), met als hoofdoelstelling het beheren van het familievermogen. De eigenaars van een family office zijn leden van een familie, waarvan het vermogen het resultaat is van zakelijk succes, die besloten hebben hun patrimonium te beheren (Rivo-López et al., 2016). Het vermogen moet zeer omvangrijk zijn om de kosten en het directe beheer van een family office te kunnen dekken. Innovatie in het beheer van een family office heeft ertoe geleid dat deze structuren, hoewel niet nieuw op zich, professioneler zijn geworden. Deze verandering heeft geleid tot een groeiende belangstelling voor het implementeren en ontwikkelen ervan, wat tot een toename van onderzoek heeft geleid (Rivo-López et al., 2016). Naarmate het vermogen van een familie toeneemt, zal men zich op een gegeven moment tot adviseurs wenden om te helpen bij het beheer en de bescherming van hun welvaart (Castro-Balaguer & Fernandez-Moya, 2011).

1.2 Belang van family offices

In dit artikel wordt er gekeken naar welke onderzoeken er reeds zijn uitgevoerd en welke resultaten hierbij naar boven zijn gekomen. Hoewel elke familie een andere invalshoek heeft bij het opzetten van een family office, is de drijfveer vaak vergelijkbaar. De belangrijkste redenen voor families om een family office in te schakelen zijn onder andere: de keuze voor een onafhankelijke benadering van het vermogensbeheer, het verkrijgen van meer controle en de behoefte aan ondersteuning van de familie in bredere zin. Toch staat hun competentie veel verder dan beleggingsadvies en vermogensbeheer (Geveke, 2018). Zo vormt de familie in een family office de basis voor concurrentievoordelen, net als bij een familiebedrijf. Ze worden beide gekenmerkt door hun kennis en zakelijke ervaring, lange termijnvisie, toewijding en familie trots, loyaliteit, zorg voor kwaliteit en autonomie in hun beheer en financiering (Fuentes, Vallejo & Martínez, 2007).

Zoals elk bedrijf dat actief is op de kapitaalmarkten, richten family offices zich op het behalen van prestaties en maximalisatie van het beleggingsrendement. Maar in deze geglobaliseerde wereld zijn de markten de afgelopen twee decennia redelijk volatiel gebleken. Tijdens dergelijke tijden kan het basisprincipe voor een family office contrastrijk zijn: als blijkt dat slechts enkele investeringen winstgevend zijn, dan is de primaire doelstelling de diversificatie en in veiligheid stellen van het activa en de risico's beperken (Adair, Berry, Haran, Lloyd & McGreal, 2010).

1.3 Vraagstelling

Family offices zijn erg gesteld op hun privacy, wat het voor de wetenschappelijke literatuur niet eenvoudig maakt om voldoende en geschikt onderzoek op te bouwen. Deze studie dient om te onderzoeken wat er tot nu toe gepubliceerd is over family offices in wetenschappelijke studies. Uit de onderzochte artikelen wordt nagegaan wat family offices zijn, waarom families ze opzetten, welke structuren er zijn en welke aspecten een inefficiënt effect hebben op de werking van een family office. Hiernaast zijn er ook enkele hiaten in kaart gebracht en worden er toekomstige onderzoekslijnen vastgesteld.

Het artikel is als volgt opgebouwd. Na deze inleiding gaan we dieper in op het concept 'family office', door te kijken naar de achtergrond en de definiëring ervan. Vervolgens worden er enkele kernvragen gesteld met betrekking tot de activiteiten en het functioneren van een family office. Deze literatuurstudie zal zich meer specifiek op deze twee aspecten focussen. Het eerste deel is gewijd aan het analyseren van family offices. Hier wordt de term gedefinieerd en worden verschillende types family offices weergegeven. Zo zal er ook aandacht worden besteed aan het dienstenpakket van een family office en eventuele problemen waarmee het te maken kan krijgen. Als tweede wordt er gekeken naar de verschillende antecedenten van een family office, zoals de structuur, agentschapskosten en het bestuur. Hierbij zal er ook gekeken worden naar de mogelijke consequenties die deze antecedenten met zich meebrengen. Hoe oefent de opbouw en structuur van een family office invloed uit op de organisatie. Een family office kan opgebouwd zijn uit verscheidene structuren. Zo kan de visie van de familie(s) erg uiteenlopend zijn, wat uiteraard impact kan hebben op de structuur en werking van een family office. Deze literatuurstudie heeft als doel een antwoord te formuleren op volgende onderzoeksvragen: hoe worden family offices gedefinieerd in de wetenschappelijke literatuur en welke invloed en gevolgen hebben bepaalde antecedenten op een family office? Hier wordt getracht een onderscheid te maken tussen wat er al geweten is en welke aspecten nog verder onderzocht kunnen worden.

2. Methodologie

De strategie, die in deze masterproef werd toegepast, is gebaseerd op het proces van een systematische literatuurstudie voor onderzoek, zoals aangegeven door Tranfield et al. (Tranfield, Denyer & Smart, 2003). Een systematische literatuurstudie verzamelt en onderzoekt relevante literatuur en biedt inzichten door middel van een theoretische synthese van het onderzoeksveld (Franco-Santos & Bourne, 2005). Dit is de meest efficiënte en kwaliteitsvolle methode om de literatuur te identificeren en te evalueren (Mulrow, 1994). Het grote verschil met de traditionele literatuurstudie is dat onderzoekersbias bij systematische literatuurstudie wordt verminderd door doorgedreven literatuuronderzoek (Franco-Santos & Bourne, 2005; Tranfield et al, 2003).

Voor deze systematische literatuurstudie werden drie fasen doorlopen. De eerste fase van de literatuurstudie, zijnde de voorbereiding, bestond uit het stellen van de te bereiken doelen. Deze doelen werden geformuleerd aan de hand van een vraagstelling. Eens de vraagstelling gebeurd was,

werd een onderzoeksprotocol ontwikkeld. In dit protocol werden sleutelwoorden en zoektermen geformuleerd die gebruikt werden om de literatuurstudie te doen. Deze zoektermen moesten zodanig geformuleerd worden zodat de literatuur, die specifiek over de antecedenten van een family office handelde, verzameld kon worden. Bij de voorbereiding werd er gezocht naar wetenschappelijke literatuur waar het woord 'family office' terug te vinden was in de titel of het abstract. Daarnaast moest worden beslist welke bronnen zouden geraadpleegd worden. Voor deze literatuurstudie werd gebruik gemaakt van de elektronische databanken 'EconLit' en 'EBSCO Host'. In deze databanken werd er steeds gebruik gemaakt van het sleutelwoord 'family office'. Daarnaast werd in EBSCO Host gebruik gemaakt van de Business Source Complete database. In een systematische literatuurstudie komt in de eerste selectieronde een groot aantal hits vrij, dit is te wijten aan de duplicaten. Deze eerste fase leverde 566 artikelen op uit EBSCO Host en 240 artikelen uit EconLit. Door het samenvoegen van de resultaten uit de verschillende databases en het elimineren van de overige duplicaten is het aantal artikelen dat werd verzameld gereduceerd tot 234, die vervolgens in de tweede stap verwerkt werden.

In een tweede fase werd overgegaan tot de eigenlijke literatuurstudie. Deze fase bestond uit de datacollectie en de data-extractie. Voor de datacollectie werd het sleutelwoord 'family office' gecombineerd met verschillende termen. Om tijdens de opzoeking zo specifiek mogelijk te kunnen werken, werden een aantal beperkingen opgelegd om een grote hoeveelheid irrelevante literatuur te vermijden. In de databanken werd gebruik gemaakt van de uitgebreide zoekopties, waar dan verschillende combinaties van zoektermen werden gecombineerd. De termen die hiervoor gebruikt werden, waren: 'structure', 'governance', 'definition', 'family wealth', 'agency cost' en 'wealth management'. Via de databanken werd gezocht in de titel of in het abstract, dus niet in het volledige artikel. Hierna werden de titels en abstracts van de artikelen doorgenomen. Indien een titel als relevant werd bestempeld, volgde onmiddellijk de analyse van het abstract om meteen het artikel te selecteren of uit te sluiten. De beslissing werd genomen op basis van de relevantie van een artikel, namelijk kwam de definiëring en/of enkele antecedenten van een family office aanbod. Door deze beoordeling van relevantie werden enkele artikelen geëlimineerd die buiten het bereik vielen. In het totaal werden 53 toegelaten tot de volgende stap. Na de datacollectie werden 53 artikels in hun volledigheid geanalyseerd. Dit was dan de data-extractie. De artikelen werden opnieuw geanalyseerd met de vraagstelling van de literatuurstudie in het achterhoofd. Na een uitgebreide beoordeling werden 38 papers geselecteerd.

In de derde fase van de literatuurstudie werden de resultaten van de systematische literatuurstudie gerapporteerd. Hierbij werd gekeken naar de soort studie, empirische studie (bijvoorbeeld een casestudie) of eerder een theoretische studie zoals een review. Op de meest voorkomende en meest essentiële thema's werd iets grondiger ingegaan om een beter inzicht te schetsen van de literatuur. Door middel van handmatig zoeken en citeren werden nog eens 37 artikelen opgenomen die hebben geleid tot een totaal van 75 publicaties. De 75 papers van de literatuurstudie zijn tussen 1963 en 2018 gepubliceerd en trachten het concept en zijn werking te illustreren. De focus lag op het weergeven van de beschikbare wetenschappelijke literatuur over de definiëring en andere antecedenten, zoals de structuur van family offices. Hiernaast is er ook aandacht voor de

belangrijkste hiaten in de literatuur en mogelijke richtingen voor toekomstig onderzoek. De hierboven beschreven stappen zijn weergegeven in tabel 1 die terug te vinden zijn in de bijlage. Vervolgens wordt er in tabel 2 een overzicht weergegeven van de opgenomen wetenschappelijke studies in deze masterproef. Zo wordt er wat extra informatie gegeven bij de onderzochte studies en wordt het een overzichtelijk geheel.

3. Literatuurstudie

3.1 Hoe worden family offices gedefinieerd in de wetenschappelijke literatuur?

In het eerste deel van de literatuurstudie, wordt er bekeken van waar het concept 'family office' vandaan komt en welke de bestaansgeschiedenis erachter zit. Verder worden verschillende definities weergegeven en gekeken hoe het begrip wordt gedefinieerd en omschreven in de wetenschappelijke literatuur. Dit zal een duidelijker beeld scheppen over family office, waarvoor ze dienen en in welke diverse vormen ze bestaan en functioneren.

3.1.1 Oorsprong van het concept

Family offices zoals we ze vandaag kennen, zijn mogelijk al eeuwen geleden ontstaan, toen rijke individuen vertrouwde professionals verzamelden, om toezicht te houden en hun rijkdom te beheren (Gray, 2004). Het concept van een family office heeft zijn wortels in de 6e eeuw, toen er rentemeesters werden aangesteld om het vermogen van de koningen te beheren (Wilson, 2012). Ze bestaan dus al enkele eeuwen en zijn door rijke families gesticht. Zo zijn er Europese particuliere banken opgericht door rijke kooplieden, zoals de Medici Bank in Toscane. Rijke Europese bankiersfamilies formaliseerden deze praktijk voor de ultrarijken van de industrie gedurende enkele eeuwen. Basisbenaderingen kunnen worden teruggevonden in de 16e eeuw, waar de oprichters van grote commerciële banken probeerden de rijkdom van hun families te beschermen door het uit te besteden aan aparte beleggingsfondsen (Geveke, 2018). De moderne structuur van een family office kreeg vorm toen J.P. Morgan het Huis van Morgan oprichtte om het vermogen van zijn familie te beheren. In de jaren 1880 waren er in de Verenigde Staten zakelijke families, die dit concept hadden overgenomen. Ze huurden managers in die zich toelegden op vermogensplanning en propriëteitsverdeling, terwijl de familieleden reisden en handelden (Wilson, 2012). Voorbeelden hiervan zijn de kantoren opgericht door de Rockefeller, Weyerhaeuser en Phipps families en sindsdien is er een aanzienlijke stijging van het aantal kantoren. Andere onderzoekers beweren dat het concept zoals we het nu kennen pas later is gevormd, rond 1970-1980 kwam het concept aan het licht en was het eerder beperkt tot investeren in nieuwe business opportuniteiten (Castro-Balaguer & Fernandez-Moya, 2011). De moderne family office kreeg pas vorm, in het midden van de 19e eeuw, met de ontwikkeling van particuliere banken en fondsen die werden opgericht om de ondernemers van de industriële revolutie te helpen bij het beheer van hun vermogen. Hun taak was - en is nog steeds - het beschermen van de investeringen en het vermogen van hun specifieke familie voor zowel de huidige als de volgende generaties. Sinds het begin, zijn welvarende families aangetrokken tot family offices, in plaats van hun bezittingen toe te vertrouwen aan commerciële banken, beleggingsmaatschappijen of andere diensten voor vermogensoptimalisatie, vanwege hun exclusiviteit, privacy en maatwerk. Deze kenmerken maken family offices steeds aantrekkelijker voor de ultrarijken, maar ze maken het ook bijzonder moeilijk voor onderzoekers om hun operaties, hun capaciteiten en hun prestaties te bestuderen. Het is namelijk zo dat de vertrouwelijkheid die family offices beloven aan families, een beoordeling van de bekwaamheid in de wegstaat (Amit, Liechtenstein, Prats & Millay, 2008). Family offices blijven meestal onopgemerkt omdat ze de neiging

hebben om publiciteit te vermijden en zijn daarom minder gekend bij het bredere publiek (Decker & Lange, 2013). Ondanks de vele voordelen van een family office, is het concept eerder onbekend bij de burger, terwijl er al sprake was van een family office tijdens het Romeins Rijk (Liechtenstein et al., 2008).

Concluderend kunnen we stellen dat het conceptuele doel van een family office: het behouden en beheren van de rijkdom van families is en waarbij, het aanzienlijke familiefortuin gecentraliseerd wordt (López, López, & Vazquez, 2011). Dit kan ook voor de samenleving en de economie een positief effect hebben. De term 'family office' ontbreekt echter aan een duidelijke definitie, omdat elk kantoor zijn eigen doelen, voorkeuren en vereisten voor ogen heeft (Bowen Jr., 2004).

3.2 Definities van het concept 'family office'

Family offices zijn vooral gekend als organisaties die zich toelagen op professioneel vermogensbeheer en andere aanvullende diensten voor families zoals fiscaal of juridisch advies (Amit & Liechtenstein, 2009; Hauser, 2001). Deze organisatie bestaat niet alleen uit de familie maar ook uit een familiebedrijf en externe adviseurs zoals advocaten, vastgoedbeheerders en belastingadviseurs. Het zijn administratieve organen die handelen als knooppunt tussen rijke families en hun ondernemingen. Op basis van dit geavanceerde netwerk tracht men een manier te vinden om het behoud van het vermogen te bereiken en de familie te betrekken bij ondernemingsactiviteiten en financiële investeringen (Dunn, 1980). Ze treden op als coördinator van de ondernemersactiviteiten van families en bevorderen het geven van antwoorden en reacties op de hoge aanpassings-, coördinatie- en beschermingsbehoeften (Jones et al., 1997). De markt van risicokapitaal is zeer volatiel, wat ervoor zorgt dat het van groot belang is om flexibel te kunnen reageren op veranderingen. Coördinatiebehoeften zijn het gevolg van het feit dat de financiële investeringen van families en ondernemingsprojecten zeer specifieke en complexe taken zijn die de betrokkenheid van een reeks uiteenlopende specialisten vereisen, bijvoorbeeld op het gebied van recht, belastingen, financiën en filantropie. Family offices krijgen vaak te maken met een onenigheid over de behoeften die het zou moeten vervullen, dit is een gevolg van de omstandigheid dat verschillende partijen zijn betrokken bij de ondernemingsprojecten en -investeringen. Zo heb je te maken met familieleden uit verschillende branches en generaties, en niet-familieleden die kunnen optreden als bijvoorbeeld adviseurs, dienstverleners of mede-investeerder (Decker-Lange & Günther, 2013).

3.2.1 Soorten family offices

Een van de criteria om de drie verschillende types van family offices te onderscheiden, is het aantal families per kantoor. Onderzoekers hebben deze drie verschillende types als volgt benoemd: Single-family offices (SFO), multi-family offices (MFO) en commerciële family offices (CFO) (Burri & Reymond, 2005; Castro-Balaguer & Fernandez-Moya, 2011; Elliot, 2010; Mathieu, Strassler, & Pearl, 2010). De laatste jaren heeft er zich een vierde type onderscheiden, de embedded family office. Het aantal families maakt een onderscheid in de verschillende typen, maar een family office kan hieronder nog verschillende andere classificaties hebben. Zo kan er een onderverdeling gemaakt

worden op basis van het eigendom, beheer en klantendimensie. Hier wordt later in de paper dieper op ingegaan.

Single-family offices (SFO) bedienen slechts één enkele familie en zijn geen organisaties met winstoogmerk, maar dienen met een ondersteunende functie aan de familie. Een familie creëert een family office om de eigen financiën in handen te nemen. Door alle functies te coördineren via één kantoor is het financiële leven van de familie veel gemakkelijker te beheren en te controleren. De relevantie van family offices wordt verder bevorderd bij het verantwoorden van het vermogen dat zij beheren: single family offices worden levensvatbaar bevonden voor minimaal 200 miljoen dollar (Rosplack, 2013). Volgens Bowen Jr. (2004), zijn er uitzonderingen, maar bedienen deze family offices over het algemeen families die minstens 100 miljoen dollar of meer aan investeringsgoederen hebben (Bowen, 2004). Anderzijds beweren Burri & Reymond (2005), dat er minimaal \$500 miljoen aan activa nodig is om deze onderneming financieel gezond te laten functioneren. Door hun structuur bieden deze kantoren geen mogelijkheden voor onafhankelijke financiële adviseurs.

Wanneer meerdere families hun middelen gaan combineren wordt er gesproken van een **multi-family office (MFO)**. Dit is een kantoor dat doorgaans meerdere families bedient, toch is het mogelijk dat één familie 30% of meer van de activa in het kantoor kan hebben. Door hun middelen te combineren, kunnen deze families een hoger niveau van kosten en operationele efficiëntie bereiken dan dat elk van hen alleen zou bereiken. Hierdoor krijgen ze toegang tot anders niet beschikbare investeringsmogelijkheden. Hoewel er opnieuw veel uitzonderingen zijn, behandelen deze kantoren meestal gezinnen met 25 miljoen dollar of meer aan investeringsgoederen (Bowen Jr., 2004). Castro-Balaguer & Fernandez-Moya (2011) benadrukken echter dat potentiële belangenconflicten met andere families nadelig en riskant kunnen zijn.

Commerciële family offices (CFO) zijn beleggingsadviseurs die geldbeheer en administratieve diensten aanbieden en andere diensten outsourcen (Bowen Jr., 2004). Het voordeel is dat deze kantoren een professioneel en ervaren team van managers aanbieden, dit vermindert de taakcontrole en brengt lagere kosten met zich mee door geen speciale structuur te moeten creëren (Castro-Balaguer & Fernandez-Moya, 2011). Als toegevoegde waarde kunnen zij persoonlijke diensten voor klanten regelen. Commerciële kantoren werken met gezinnen met \$10 miljoen of meer werkkapitaal (Bowen Jr., 2004). Tijdens de overgang van een single-family office naar een commerciële family office kunnen families in conflict komen met een bedrijfscultuur die te verschillend is met de normen en waarden van de familie zelf (Soldano & McCarthy, 2005).

Vanuit een bestuurlijk perspectief, zijn family offices bedoeld om vermogens- en familiecomplexiteit te beheren. Naast het uitvoeren van gesofisticeerde vermogensbeheerstaken zoals financiële, fiscale en boekhoudkundige diensten, wordt er gestreefd naar het behoud van de familiale samenhang. Een family office is dus meer dan een eenvoudige financiële dienstverlener (Daniel & Hamilton, 2010), het sensibiliseert welvarende families bij het herkennen van hun huidige welvaartscontext door financieel kapitaal te integreren met andere aspecten van het familievermogen, zoals menselijk, intellectueel en sociaal kapitaal (Collier, 2002). De concrete vorm van een family office hangt sterk af van het doel ervan, dit wordt beïnvloed door de behoeften en verwachtingen van de familie. De

laatste jaren is er een nieuw type ontstaan naast de single family office, namelijk de meer recentelijk erkende embedded family office, beide bedienen ze één enkele familie (Gaska, 2018).

Een **embedded family office** is een nauwelijks geïnstitutionaliseerde organisatievorm. De familie beschouwt het privévermogen als onderdeel van hun familiebedrijf en vertrouwt het privévermogensbeheer daarom toe aan vertrouwde en loyale medewerkers van het familiebedrijf (Flanagan et al., 2011). Een sterk voordeel van een embedded family office is dat de medewerkers van de family office al toegang hebben tot informatie over de financiële omstandigheden van de familie, zoals via juridische dossiers van het familiebedrijf. Meestal zijn de financieel directeur en de medewerkers van het familiebedrijf belast met de taken van de family office, waardoor ze twee partijen bedienen: De zaakvoerder van het operationele familiebedrijf en de eigenaars van het privévermogen (Zellweger & Kammerlander, 2015). Dit kan agentschapskosten met zich meebrengen, wat verder in de paper zal worden toegelicht.

De doelstellingen van het privé-vermogensbeheer kunnen echter rechtstreeks in strijd zijn met de bedrijfsdoelstellingen van de exploiterende onderneming, waardoor er dilemma's ontstaan voor het personeel van de family office. Terwijl bijvoorbeeld het uitkeren van dividenden in het belang van de familie kan zijn, zou het opbouwen van de reserves een betere strategie kunnen zijn voor het familiebedrijf. De embedded family officer zou in het midden kunnen komen te zitten, tussen een invloedrijke familie aan de ene kant en de CEO van het operationele bedrijf aan de andere kant. Rosplock (2013) verwijst naar een "lose-lose-proposition" en wijst erop dat de medewerkers van een embedded family office automatisch veroordeeld zijn tot het niet voldoen aan de verwachtingen van één van de twee partijen. Dit kan nog worden versterkt door disharmonie in de familie, een toename van het aantal familieverzoeken en de tijd die besteed wordt aan het beheer van familie zaken. Hoewel deze overlapping van verantwoordelijkheden en het ontbreken van formele bestuursmechanismen bronnen van belangenconflicten creëert, vertrouwen families bereidwillig op embedded family offices als handige en vooral kostenefficiënte organisaties voor het beheer van hun privévermogen en voor het beheer van familie zaken (Hauser, 2001; Rosplock, 2013).

Een familie kan dus kiezen tussen vier verschillende typen family offices. Voor een single family office heb je het meeste kapitaal nodig, maar het functioneert volledig in het teken van de familie. Dit bevordert de werking en visie van de organisatie. Bij een multi-family office hebben de families het voordeel dat ze samen tot een hogere operationele efficiëntie komen dan dat elk van hen zou kunnen bereiken, wat vele opportuniteiten creëert. Een commerciële family office handelt onafhankelijk en is niet zoals de andere family offices opgericht door een familie. Het bereikt een erg lage kostenstructuur, maar families kunnen in conflict geraken met een bedrijfscultuur die erg verschillend is van die van de families. Als laatste de embedded family office, hier wordt het privévermogen als onderdeel van het familiebedrijf gezien. Informatie over de familie en de financiële cijfers blijven binnen de muren van de onderneming en bij de medewerkers die men vertrouwt. De medewerkers van het familiebedrijf dienen hier twee partijen, wat tot tegenstrijdigheden kan leiden.

De pensionering van de eerste generatie, het toegenomen voornemen om de vermogensstructuur te diversifiëren en de toenemende blootstelling aan niet-beleggingsrisico's, zoals privacybelangen en juridische risico's, kunnen families ertoe aanzetten om het beheer van hun privévermogen te scheiden van de bedrijfsactiviteiten door te vertrouwen op een family office (Flanagan et al., 2011). De single family office is een afzonderlijke juridische en dus geïstitutionaliseerde entiteit die zich bezighoudt met het beheer van het vermogen van één enkele familie. Een single family office vormt voor deze families dan een betere keuze dan te kiezen voor een embedded family office. De familie bezit en controleert het kantoor dat op maat gemaakte diensten levert in overeenstemming met de behoeften van de familieleden (Amit & Liechtenstein, 2009). Rijke families koesteren in wezen vooral de privacy, de vertrouwelijkheid en de anonimiteit van hun activiteiten, in tegenstelling tot het beheer van het vermogen bij een family office. Het personeel van de family office is gebonden aan officiële en formele kantoorcontracten met de family office en werkt vrij rustig zonder enige commerciële zichtbaarheid. Meestal houdt de oprichting van een single family office verband met liquiditeitsgebeurtenissen, zoals een beursgang of zelfs de verkoop van het familiebedrijf, waardoor aanzienlijke bedragen vrijkomen (Hauser, 2001).

Dus, om een family office te creëren als een vermogensbeheerorganisatie, moet de familie in bezit zijn van een aanzienlijk vermogen dat het mogelijk maakt de hoge kosten die een family office met zich meebrengt te dekken. De activiteiten die door family offices worden uitgevoerd, kunnen worden ingedeeld in drie groepen: de eerste is investering gerelateerde activiteiten (toewijzing van activa, selectie en monitoring van managers, investeringen en meten van beleggingsprestatie). Als tweede zijn er de familie gerelateerde activiteiten (liefdadigheid, risicomanagement, verzekeringen, onderwijs van en voor volgende generaties, veiligheid en vastgoedplanning). Als derde en laatste categorie zijn er de administratieve activiteiten (bancaire activiteiten, financiële administratie, juridische diensten, technologische ondersteuning en boekhouding). Elke familie zal, op basis van haar waarden, cultuur en doelstellingen, specifieke activiteiten met haar family office willen en moeten uitvoeren. De structuur van de family office zal afhangen van de missie en de visie van de familie (Rivo-López et al., 2017).

Voor het runnen van een succesvolle family office heeft men een divers team nodig om de vele soorten investeringen in het kader van fiscale en juridische kwesties te kunnen afhandelen. Zowel de nieuwe als de doorgewinterde family office leidinggevenden vinden frustratie in de inefficiëntie van het vinden van professionals met talent en ervaring in het werkgebied. De meest dominante zaken die een teamstructuur beïnvloeden zijn: het niveau van de nettowaarde van de familie, het actief leiden van operationele bedrijven en het aantal unieke familiegeneraties en familiegroepen die worden bediend. Ook het niveau van de directe investeringen dat wordt nagestreefd, en het aantal externe investeringsadviseurs dat wordt ingeschakeld, heeft invloed op de structuur van een family office. Vaak maakt de patriarch, of het individu dat de rijkdom heeft gecreëerd, de aanwervingsbeslissingen binnen de family office. Het is een hoofdzorg van deze persoon om op de expertise en ervaring van de werknemers te vertrouwen. Veel families huren professionals in die ze al enkele jaren kennen, in plaats van iemand die misschien technisch beter gekwalificeerd is. De familie moet namelijk in staat zijn om te werken met iemand die discretie uitoefent, concurrerende

prioriteiten in evenwicht brengt en niet in strijd is met de waarden en normen van de familie (Wilson, 2012).

3.2.2 Wereldwijde verdeling van het aantal family offices

Een single family office is een alomvattende vermogensbeheeroplossing voor een welvarend individu of familie. Volgens het World Wealth Report 2013 van Capgemini zijn er 111.000 zeer vermogende particulieren (met een nettowaarde van 30 miljoen dollar of meer). Verder blijkt dat er wereldwijd meer dan 20.000 families zijn met \$100M of meer familievermogen. Hieruit bestaan er tussen de 7.000 en 10.000 geformaliseerde single family offices. Als we kijken naar de wereldwijde welvaartstrends, zien we dat er een toename is van rijkdom. Niet alleen in traditionele welvaartscentra zoals Noord-Amerika en Europa, maar we zien nu al een verschuiving in welvaart naar opkomende markten zoals China, India en snelgroeiende economieën in de Zuid-Pacific. Het segment van een single family office alleen al controleert meer dan 1 biljoen dollar, en verschillende krachten versnellen deze groeiende tendens (Wilson, 2012). Schattingen over het aantal family offices lopen vaak sterk uiteen. In de VS zijn er 6.000 tot 9.000 single family offices en 750 in Europa, terwijl er slechts 100 in Azië-Pacific zijn (Bain & Murray, 2012; Hauser, 2001; The Boston Consulting Group, 2010). Volgens Gorman et al. (2007) zijn er wereldwijd ongeveer 11.000 family offices. Dit aantal lijkt echter onderschat, omdat embedded family offices meestal niet in die schattingen zijn opgenomen en waarschijnlijk dezelfde aantallen vertegenwoordigen als single family offices (Rosplock, 2013). In Rosplock's boek (The Complete Family Office Handbook, 2014) doet hij een schatting dat er tussen de 2.500 en 5.000 kantoren in de Verenigde Staten zijn. Het aantal neemt nog steeds toe en er is een gelijkaardige trend in Europa en Azië. Het aantal bestaande kantoren in Spanje is berekend op ongeveer 100 single family offices (SFO) en slechts zeven ervan behandelen een fonds ter waarde van 1 miljard euro. In de rest van Europa zijn er echter ongeveer 80 SFO's, met een kapitaal van ongeveer 1 miljard euro. De laatste jaren is er onder de ultrarijken (UHNW) een trend waarneembaar om gebruik te maken van meerdere dienstverleners, in plaats van één individuele bankier. Dit is niet alleen een reactie op de huidige omstandigheden, maar is eerder een groeiend fenomeen, omdat veel UHNW-ers lid zijn van een ondernemersfamilie, welke passen bij het profiel dat gebruik kan maken van een family office (Rosplock, 2014).

3.2.3 Functionering van een family office

Family offices worden meestal geanalyseerd als een bestuur mechanisme om het vermogen van het familiebedrijf efficiënt te beheren en te voorkomen dat het gefragmenteerd wordt. Een bestuur mechanisme is het tegengaan van opportunisme dat gebruikt wordt om bepaalde relaties te sturen, dit gebeurt meestal wanneer ze geconfronteerd worden met de mogelijkheid om haar eigen belangen te realiseren (Gelei & Dobos, 2016). Medewerkers kunnen bijvoorbeeld onnodige risico's nemen, wanneer er een bonus is gekoppeld aan bepaalde doelstellingen.

De manier waarop een family office wordt opgezet, hangt af van de cultuur en de waarden van elke familie. De familie bepaalt wat ze hoopt te bereiken door een family office op te richten en te ontwikkelen, en het soort activiteit en vermogen dat bij de structuur betrokken is. Dit maakt het

moeilijk om de onderscheidende kenmerken van family offices te classificeren. Het traditionele concept van een family office is dat van een bedrijf dat beheerd wordt door en voor een familie. De belangrijkste functie is het centraliseren van het beheer van het familievermogen. De financiële middelen zijn afkomstig uit het kapitaal van de ondernemersfamilie, dat vaak in de loop van generaties is opgebouwd. De activiteit van een family office varieert van het verlenen van traditionele persoonlijke diensten (bijv. beveiliging, verzekeringen en landgoed) tot investeringen in risicodragend kapitaal. Om een family office als een beheersorganisatie te creëren, moet de familie een hoog netto vermogen hebben dat haar in staat stelt de kosten en het directe beheer ervan op zich te nemen (Rivo-López et al., 2017). De uitgaven in verband met de instandhouding van een family office kunnen aanzienlijk zijn. Naast de variabele kosten in verband met investerings- en bewaarvergoedingen waarmee ook de embedded family offices te maken hebben, zullen de infrastructuurkosten van een single family office, zoals IT, waarschijnlijk hoger zijn omdat er minder synergiën met het centrale familiebedrijf mogelijk zijn. De belangrijkste kostenfactor is echter het inhuren van professionele family officemedewerkers, die goed thuis zijn in zowel financiële als investeringszaken en die daarnaast de familie objectief advies verlenen. Het aantrekken, behouden en stimuleren van medewerkers kan echter een grote uitdaging zijn vanwege de hoge concurrentie met investeringsbanken en andere financiële dienstverleners en de relatief beperkte carrièremogelijkheden binnen een family office (Rosplock, 2013). Het is daarom in het belang van de families om de kosten te stroomlijnen en aanvaardbare kosten-schaalverhoudingen te bereiken, wat voor vele family offices als een centrale uitdaging wordt gezien (Gaska, 2018). Family offices handelen onafhankelijk van banken en spitsen zich toe tot het beheer van groot privé-eigendom, met name van familiebedrijven en geërfd vermogen in familiebezit (Carroll 2001; Rosplock 2014). Ze worden verwacht om zich aan te passen aan de wens van hun klanten, toch gaat hun rol veel verder dan individueel beleggingsadvies en vermogensbeheer. Ook de families waarvan de beleggingen en het vermogen worden beheerd, geven met hun traditionele waarden en hun aparte familiecultuur vorm aan de rol van een family office (Faktor 2013; zie ook Fernández-Moya & Castro-Balaguer 2011, Lowenhaupt & Trone 2012, Wessel et al. 2014). Ze doen dienst als administratieve organen die controle uitoefenen over complexe financiële en persoonlijke kwesties, door advies te verlenen aan één of meerdere gezinnen over verschillende generaties. Deze multi-generationale, ondernemende families hebben een eigendomsstructuur waar ondernemende individuen zich richten op het herkennen en benutten van kansen (Hoy & Sharma, 2010) om samen te groeien en hun gedeelde rijkdom te beschermen door middel van waardecreatie (Habbershon et al., 2002). In die zin worden ondernemers van familiebedrijven geacht een uniek type ondernemer te zijn en dat zij bedrijven creëren en ontwikkelen met het doel om economische waarde vast te leggen, maar ook om het familie-erfgoed duurzaam op te bouwen (Chrisman, Chua, & Steier, 2003). Er wordt ook vastgesteld dat opvolging niet alleen een proces is van vervanging van één familiegeneratie door de opvolgende generatie, maar dat het ook een ontwikkelingsgang is van strategische en/of organisatorische verandering (Roure et al., 2013).

Family offices worden vaak gezien als vage organisaties die het beheer van sterk vermogende personen en ondernemersfamilies op zich nemen (Amit, Liechtenstein, Prats, Millay, en Pendleton, 2008). Deze instellingen gaan niet enkel om met complexe activa door het leveren van

vermogensbeheerdiensten (Wealth-X, 2013), maar ondersteunen ook welvarende gezinnen met niet-financiële diensten (Gaska & Zellweger, 2015). Van een bestuurlijke positie gezien, bouwt een family office een bijzondere entiteit op die zich bezighoudt met het vermogen van de familie en al haar onderliggende activa, bestaande uit zowel particuliere als bedrijfsmiddelen. Deze unieke intermediaire positie brengt specifieke uitdagingen met zich mee op het gebied van bestuur die nieuwe soorten agentschapskosten met zich meebrengen. Ondanks meer dan twee decennia van onderzoek naar familiebedrijven, dat zich prominent focuste op de principaal-agenttheorie (o.a. Jensen & Meckling, 1976; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001), ontbreken er nog belangrijke agentschapsinzichten over familiebedrijven (Carney, Van Essen, Gedajlovic & Heugens, 2015; Gaska, 2016; Herrero, 2011; Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016). Hier wordt nog grondiger op ingegaan.

3.2.4 Wat weten we nog niet?

Single family offices houden zich bezig met het beheer van het persoonlijke vermogen en het leven van zeer vermogende families. Aangezien ze zich per definitie richten op de privé-zaken van één familie, is er bovendien weinig vergelijkende informatie beschikbaar over het bereik en de belangrijkste verschillen tussen de single family offices die vandaag de dag actief zijn (Amit, Liechtenstein, Prats, Millay, & Pendleton, 2008). Hiernaast is er momenteel weinig bekend over de rol als netwerkorganisatie die een family office uitvoert (Jones et al., 1997; Zaheer et al., 2010), zeker omtrent het in stand houden van de invloedssferen van de families (Zeitlin, 1989). Daarnaast kan men onderzoeken hoe een family office precies tracht het familievermogen te bewaren als een erfenis voor toekomstige generaties. De aanpak hiervan is niet duidelijk, volgens Danielle & Hamilton (2010) komt dit door de privacy die family offices hanteren.

De voortzetting van de onderneming over de verschillende generaties is erg belangrijk. Er moet verder onderzoek worden gedaan naar wat de ondernemingsgeest van de toekomstige generaties en de ondernemerszin in het familiebedrijf kan aanwakkeren en bevorderen (Gersick et al., 1997; Handler, 1990). De kwaliteit en kwantiteit van de ondernemersopleiding en informatie die wordt doorgegeven door de stichtende ondernemer of volgende generaties ondernemers is van cruciaal belang voor een beter begrip van de duurzaamheid van de family office. Is er een verschil tussen de ondernemersopleiding voor een family office en die van een familiebedrijf? Verder kan er gekeken worden naar interculturele verschillen, zijn er tussen de generaties verschillen in de perceptie van de family offices in opkomende versus ontwikkelde landen. Ten slotte bestaat er nog onduidelijkheid over de rol van familie-eigenaars. Hoe beïnvloeden rolmodellen en hun leiderschapsaanpak het ondernemersgedrag in een family office (Welsh et al, 2013)?

Er kan geconcludeerd worden dat family offices gezien worden als intermediair of bestuur mechanisme om het vermogen van de familie efficiënt te beheren en te verzekeren. De manier waarop een family office functioneert, hangt af van de cultuur en waarden van de familie(s). De familie bepaalt de doelen en structuur die een family office moet beogen om op lange termijn duurzaam te kunnen renderen. De family office moet hierover de controle uitoefenen en complexe financiële en persoonlijke kwesties tot het minimum behouden. Hierdoor kan men zich richten op

het herkennen en benutten van kansen om de gedeelde rijkdom te beschermen door middel van waardecreatie. In de volgende sectie wordt gekeken welke elementen invloed kunnen uitoefenen op deze gedeelde rijkdom en welke gevolgen/kosten dit met zich mee kan brengen. Zo wordt er gekeken naar de voor-en nadelen van enkele structuurvormen, wat de keuze voor families kan bevorderen.

3.3 Welke antecedenten en consequenties van family offices werden onderzocht in de literatuur?

In dit deel wordt de aandacht gericht op welke elementen invloed uitoefenen op het beheren van een family office en welke consequenties in het achterhoofd gehouden moeten worden. Door te kiezen voor een family office, zijn er bepaalde aspecten waar de familie rekening mee moet houden. Onderlinge conflicten zijn mogelijk en kunnen de werking en familieband verstoren. Er worden enkele antecedenten (structuur en agentschapstheorie) besproken en geanalyseerd, die hier dieper op in gaan. Verder wordt er gekeken naar de betekenis van deze antecedenten en welke gevolgen/conflicten deze kunnen veroorzaken bij een family office. Eerst gaan we kijken naar welke structuur een bepaalde family office kan aannemen en welke verschillen er zijn tussen de structuren. Daarna gaan we dieper in op de agentschapstheorie, die een grote invloed kan hebben op een family office. Zowel qua bestuur als kosten die dit met zich meebrengt.

3.3.1 Welke invloed heeft de structuur van een family office?

Door een stijging van de nieuwe welvaartscreatie zijn single en multi-family offices ontstaan, ze worden gezien als een voorkeursstructuur voor de behoeften van vermogende en ultrahoge vermogende particulieren. Passieve investeringen alleen zullen de onderneming niet in standhouden, het vereist een duurzaam ondernemings- en family office-model om welvaart te genereren. Dit model biedt een broodnodige structuur voor het beheer van het vermogen en alle belangrijke diensten die worden uitgeoefend. Single family offices hebben de mogelijkheid om ultra-rijke families het best te bedienen, op de meest gerichte, holistische en uitgelijnde manier mogelijk. In multi-family offices is er sprake van een hoge mate van afstemming, maar deze kan afnemen door veel verschillende soorten families en niet-familiale klanten te bedienen, die elk zeer verschillende behoeften hebben en unieke eisen stellen aan het team (Wilson, 2012). Het succesvol runnen van een family office vereist niet alleen de realisatie van waarden, een goede visie en houding van de eigenaars, maar ook het bestaan van doeltreffende processen en systemen. De combinatie van deze dynamische factoren vormt de sleutel voor een duurzaam en levensvatbare familieonderneming en family office op lange termijn.

Welgestelde families kunnen kiezen uit een breed scala van family offices die verder gaan dan het algemeen erkende onderscheid tussen single-family en multi-family offices (Fernández-Moya & Castro-Balaguer, 2011; Hausser, 2001). Daarbij is indeling vaak gebaseerd op het aantal eigenaren of cliëntfamilies. Hiernaast kan men nog een onderverdeling op basis van eigendom, beheer en klantendimensie doen. Ten eerste eigendom, een family office kan worden gehouden door één familie die eigenaar is van de family office (Single family office, SFO) of door meerdere familie-

eigenaren (Multi-family office, MFO). Ten tweede, wat betreft het management, heeft de betrokkenheid van de familie invloed op de structuur en de controle van een family office (Gray, 2005). In overeenstemming met de suggestie van Hambrick (2007) om zich te concentreren op de leidinggevenden die een belangrijke rol spelen in het onderzochte beslissingsdomein, wordt er gekeken naar de impact van de CEO op een family office. Een CEO heeft een eindverantwoordelijkheid en is verantwoordelijk voor actie en reactie op de strategie, het ontwerp, de prestaties en de omgeving van een organisatie (Kesner & Sebor, 1994). De managementstructuren zullen familiedominant zijn als de CEO een lid is van de familie, die eigenaar is van de family office. Ze zullen niet-familiedominant zijn als de CEO niet behoort tot de familie die eigenaar is van family office. Ten derde, met betrekking tot het cliënteel, maken we een onderscheid tussen privé- en open structuren. In particuliere cliëntstructuren beheert een family office uitsluitend het vermogen van één familie of meerdere specifieke families. Open cliëntstructuren omvatten het beheer van activa van externe families die geen aandelenbezit hebben in de family office (Wessel et al., 2014). Men kan hiertussen combinaties maken om de meest geschikte family office voor hun familie te vinden. Er kan bijvoorbeeld gekozen worden voor een familiedominant privé single family office of niet familiedominant open multi-family office (Zellweger et al., 2013).

Vanwege het feit dat family offices zich bevinden tussenin het familieleven en de ondernemingsactiviteit, kunnen de doelen van de families zeer uiteenlopend zijn. Dit kan in het bereik liggen van niet-financiële doelen tot zuiver financiële resultaten (Chrisman et al., 2012). De gekozen family office-structuur wordt gebruikt om deze doelstelling op familieniveau te bereiken (Zellweger et al., 2013). Niet-financiële doelen kunnen bijvoorbeeld bestaan uit het behoud van de erfenis en waarden van een familie, vertrouwensbanden tussen generaties, familieonderwijs, gevoel van samenhang of familiecohesie (Daniell & Hamilton, 2010; Zellweger & Nason, 2008). Het centraal stellen van niet-financiële aspecten leidt ertoe dat families voorzichtiger en conservatiever investeren. De families leggen de nadruk op het behoud van de familiale controle en het vermogen, zelfs als ze hiervoor lagere financiële resultaten van hun investeringen moeten accepteren (Gómez-Mejia, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). Financiële doelen richten zich op welvaartscreatie: het genereren van een stabiele inkomensstroom, het waarborgen van continuïteit in de levensstijl van de eigenaars, belastingefficiënte structuren en financiële onafhankelijkheid (Westhead & Howorth, 2007). Als families streven naar een evenwicht tussen niet-financiële en financiële doelstellingen, zullen zij eerder baat hebben bij een keuze van een familie-dominante privé of open family office. Indien families de nadruk leggen op het nastreven van financiële doelstellingen zonder de niet-financiële doelstellingen volledig te negeren, zullen ze eerder een beroep doen op een niet-dominante privé of open family office. Heeft de familie expliciet financiële doelen centraal staan, zal deze familie meer geneigd zijn om te vertrouwen op een familie-dominant of niet-familie dominante open familie office (Wessel et al., 2014). De mate van overeenstemming tussen familieleden, de visie en de strategie is hierbij het belangrijkste.

Hierdoor kunnen we besluiten dat een family office niet homogeen is omdat elke family office op maat gemaakt is voor elke familie. Bovendien zijn deze family offices bedrijven met verschillende juridische structuren die verschillende groottes en/of verschillende modellen kunnen aannemen

(zoals holdings, houders van aandelen in het familiebedrijf of gewoonweg beleggingsinstellingen). Een family office is een algemene term die verwijst naar een structuur die de behoeften van een familiebedrijf beheert en deze aanpast aan haar eigen activiteiten, doelstellingen en context (Castro-Balaguer & Fernandez-Moya, 2011). Deze structuur moet de interne familie- en bedrijfsdynamiek en de externe omgevingsfactoren combineren en gebruiken als drijfveer voor de ontplooiing van de organisatie. De effectiviteit wordt bepaald door verschillende elementen binnen de context van de besluitvorming (Wilson, 2012).

Het is belangrijk dat iedere family office een bestuursstructuur heeft die aansluit bij zijn omvang, complexiteit en intergenerationele behoeften. Doordat de taken van een family offices complex kunnen zijn, is een gezamenlijke besluitvorming van groot belang. Naast de dagelijkse besluitvorming moeten family offices ook rekening houden met de wensen en doelen van verschillende generaties en hun specifieke behoeften. De ontwikkelingen en onzekerheden zijn eindeloos, en daarom is een geformaliseerd bestuursproces essentieel. Een goede governance zorgt ervoor dat het vertrouwen van belanghebbenden wordt behouden en zelfs versterkt. Het legt de basis voor een goed presterende organisatie, want het bereiken van doelen en duurzaam succes vereist input en ondersteuning van alle niveaus van een organisatie. Daarnaast helpt het om snel te kunnen reageren op een sterk veranderende omgeving. Dus door allerlei principes en praktijken van een goed bestuur toe te passen binnen de organisatie, kan je het beste uit de organisatie halen. Hiernaast moet een family office over een aantal fundamentele bestuursprocessen en -procedures beschikken. Governance betekent eenvoudigweg dat er regels zijn waarmee de family office werkt, huurt en ontslaat, investeert en doneert, enzovoort. Deze regels geven richting aan beslissingen, processen, kapitaaltoewijzingen en beschermen de familie tegen interne familieleden of externe adviseurs om geen beslissingen te nemen die het kapitaal van de familie, de interpersoonlijke relaties of de duurzaamheid van de organisatie in gevaar kunnen brengen. Er worden governance procedures ingevoerd om de stabiliteit, de verantwoordingsplicht, de transparantie en de billijkheid van de familieleden op lange termijn te garanderen. Veel families worden verscheurd door vriendjespolitiek, verkeerde verwachtingen en een inconsistente toepassing van familiale regels die niet altijd door de latere generaties worden gevolgd (Wilson, 2012).

Zo verwachten Zellweger en Kammerlander (2015) dat families zullen verschillen in de mate waarin zij zich afscheiden van hun vermogen, namelijk hun niveau van bevoegdheidsdelegatie aan de bestuursstructuur. Er is een onderscheid gemaakt tussen vier soorten family officestructuren die in de praktijk vaak worden waargenomen en waardoor families de familie steeds meer van hun vermogen afscheiden: ongecoördineerde familie, embedded family office, single family office, en family trust. Er wordt dus gesuggereerd dat de progressieve scheiding van familie en vermogen de kosten van de familiale blockhouder vermindert, maar tegelijkertijd de kosten van dubbele agenten verhoogt. De ongecoördineerde familie heeft betrekking op een bestuursvorm waarbij de controle over het beheer van het familievermogen in handen van de familie blijft, zonder enige coördinatie van de belangen van de familieleden. Zonder de coördinatie van heterogene familiebelangen heeft elk familielid onbemiddeld en mogelijk ongecontroleerd toegang tot het familievermogen binnen de wettelijke grenzen. Als zodanig is er geen scheiding tussen de familie en haar bezittingen (Marcus,

1991). Deze situatie komt waarschijnlijk voor bij families met een machtig familiehoofd of bij families met een geschiedenis van beperkte familie- en vermogenscomplexiteit, wat de afstemming van de belangen van de familie-eigenaar overbodig heeft gemaakt. Dermate is deze family officestructuur bijzonder prominent aanwezig onder de stichtende en tweede generatie. Toch zouden families van latere generaties met complexere eigendomsstructuren ook niet in staat of bereid willen zijn om de familie en haar bezittingen te scheiden. De reden hiervoor zijn de daarmee samenhangende kosten voor het opzetten en beheren van een vermogensbeheersysteem tot een minimum te beperken en om de privacy te waarborgen. Het gebrek aan coördinatie kan echter leiden tot aanzienlijke bemiddelingskosten voor de familie. Het belangrijkste is dat het ontbreken van coördinatiemechanismen een vruchtbare voedingsbodem vormt voor family blockholders. Zoals beschreven door Bertrand et al. (2008), kunnen de ongecoördineerde heterogene belangen van familie-eigenaren hen ertoe aanzetten om de middelen naar zichzelf toe te halen voordat familieleden dat kunnen doen. Deze dynamiek kan de vorm aannemen van een openlijke strijd om de hulpbronnen van de familie. Een verschil in belangen leidt dus tot een gevecht over de bezittingen van de familie. Dit zal voor veel familieleden leiden tot een ongepaste interne strijd om macht en geld (Morck, Strangeland, & Yeung, 2000).

Er bestaan dus verschillende structuren waar een familie uit kan kiezen. Deze structuren kunnen op verschillende wijze samen worden gesteld. Doordat de family office-structuren kunnen worden aangepast aan de specifieke behoeften en doelen, zowel niet-financieel als financieel, kan elke familie zich terugvinden. Hiernaast kan men zich ook baseren op het eigendom, het management en de open of gesloten structuur van een family office. Vervolgens heeft een family office een goede governance nodig, dit zorgt voor de nodige ondersteuning van alle niveaus binnen de organisatie. Enkel hiermee is het mogelijk om de doelen en lange termijn succes te bereiken. Verder wordt de agentschapstheorie die van toepassing is bij family offices besproken en zullen enkele bijhorende kosten worden toegelicht.

3.3.2 Agentschapstheorie bij family offices en de daarbijhorende kosten en complexiteiten.

Een family office fungeert als een intermediair tussen een vermogende ondernemersfamilie en het onderliggende bedrijfs- en privévermogen. Door het bespreken van opkomende bestuurlijke-uitdagingen vanuit een agentschapsperspectief en het uitwerken van de daaruit voortvloeiende unieke soorten agentschapskosten, maakt het duidelijk dat er nog vele uitdagingen zijn, die door de agentschapstheorie min of meer zijn verwaarloosd. Hierdoor zijn er belangrijke hiaten ontstaan in de literatuur over het bestuur van familiebedrijven met betrekking tot de agentschapstheorie (Zellweger & Kammerlander, 2015). Er zijn drie unieke soorten agentschapskosten: ten eerste, de heterogene belangen binnen de groep van familieleden en de daar bijhorende family blockholder agentschapskosten, een eerder verwaarloosd type agentschapskost dat uniek is voor familiebedrijven (Zellweger & Kammerlander, 2015). Ten tweede, dubbele agentschapskosten komen voor als eigenaren een dubbele-agentschapsrelatie vaststellen waarin agenten andere agenten controleren in een verticale volgorde met een scheiding tussen eigendom en zeggenschap

(Arthurs et al., 2008; Child & Rodrigues, 2003). Als laatste krijgen family offices te maken met organisatiekosten, deze zijn nodig bij het opzetten en runnen van de organisatie (Gaska, 2018).

Verder wordt er vastgesteld dat de intensiteit van deze drie agentschapskosten afhangt van het type family office. Bovendien wordt er gesuggereerd dat de onderliggende kosteneffectiviteit, onafhankelijk van welk type family office, wordt beïnvloed door randvoorwaarden. Voorbeelden van deze randvoorwaarden zijn : de complexiteit van de familie, de onevenwichtige vraag van de familie naar family office-diensten, de kennis van het personeel van een family office over de familiale en financiële omstandigheden, de financiële expertise van de familie en de specifieke organisatie van het vermogensbeheer. Hier zou men dan kunnen kijken naar het conceptualiseren van de agentschapskosten bij family offices, hoe deze kosten verschillen met het type family office en hoe deze kosten veranderen met behulp van onvoorziene factoren (Zellweger & Kammerlander, 2015).

Vanuit een bestuurlijk oogpunt, worden family offices aanzienlijk blootgesteld aan agentschapskosten die voortvloeien uit het beheer en de complexiteit van een familiebedrijf. Door gebruik te maken van de agentschapstheorie, het belangrijkste theoretische kader dat binnen het bestuur van familiebedrijven wordt gehanteerd (Schulze et al., 2001; Zellweger & Kammerlander, 2015), onderzoeken we de drie unieke soorten agentschapskosten en beoordelen we hun betekenis in de embedded versus single family offices.

Traditioneel verwijst de agentschapstheorie naar agentschapsrelaties die ontstaan wanneer beslissingsbevoegdheid wordt gedelegeerd van een belangstellend individu (de opdrachtgever) naar een ander individu (de agent). Door het delegeren van bevoegdheden worden agenten waarschijnlijk geconfronteerd met risico's waarvoor zij geen volledige vergoeding van hun opdrachtgevers ontvangen, waardoor zij worden aangezet tot het realiseren van extra compensatie. Dit gebeurt dan vaak door middel van free-riding en het vermijden van de werkplicht. Het delegeren van de beslissingsbevoegdheid leidt tot informatieasymmetrie aan de kant van de opdrachtgever. Hierdoor gaan agenten opportunistisch kunnen handelen en risico's nemen, dit kan het imago en de welvaart van de opdrachtgever schaden. Hiernaast kan delegeren een moreel risico voor de opdrachtgevers veroorzaken, dit risico moet men benaderen door het gebruik van controle-en stimuleringsmechanismen om het gedrag van de agent in overeenstemming te brengen met de doelstellingen van de opdrachtgever (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976). Er wordt geïmpliceerd dat de familie-eigenaars onderling en met de stafmedewerkers verschillende doelen nastreven en zo dus baat hebben bij een diverse family officestructuur. Dit kan leiden tot conflicten tussen opdrachtgevers en agenten alsook tussen verschillende opdrachtgevers. De verschillende doelen op familieniveau, vereisen een verschillende aanpak van controle om het bereiken van het doel te verzekeren. Family officestructuren zijn een bijzonder interessant geval, vanuit het agentschapsperspectief, vanwege de soms diffuse en evoluerende scheiding van eigendom en controle. De agentschapstheorie stelt dat eigendom en het bereiken van het doel verdeeld zijn over verschillende soorten actoren die duidelijk te onderscheiden zijn (Eisenhardt, 1989). In de context van een family office kan de eigenaarsfamilie als opdrachtgever worden opgegeven en het family officemanagement als agent. Dit is een typisch geval van een agentschapsovereenkomst, maar deze

opvatting is wellicht simplistisch. Zo kan een vermogenseigenaar bijvoorbeeld tegelijkertijd optreden als een family officemanager, waarbij de rollen van een principaal en een agent worden verenigd en het agentschapsprobleem als gevolg van de scheiding van eigendom en controle over de activa wordt uitgesloten. Indien hij of zij het vermogen van andere familieleden beheert die niet betrokken zijn bij het beheer van de family office, zal er een agentschapsovereenkomst zijn tussen hem/haar en de rest van de familie. Een andere mogelijkheid is dat niet-eigenaren samen met de familie investeren zonder tussenkomst van de family office, wat uiteindelijk leidt tot tegenstrijdige belangen door de onderlinge verbondenheid die de opdrachtgevers en agenten ervaren (Wessel et al., 2014).

Door zijn intermediaire positie is een family office bijzonder kwetsbaar voor agentschapskosten die voortvloeien uit constellaties waar meerdere personen een complexe vermogensbasis hebben. Eén van de twee kerntaken van een family office is het managen van de complexiteit van de familie, wat een belangrijke bron van de bemiddelingskosten vormt. De familie treedt niet noodzakelijkerwijs op als een unitaire entiteit. Ze bestaat uit individuele familieleden die tegenstrijdige meningen en voorkeuren kunnen hebben met betrekking tot hun investeringskwesities, wat ook gevolgen heeft voor de activiteiten van de family office. Bertrand et al. (2008) levert empirisch bewijs voor de negatieve effecten op de besluitvorming, de interne bedrijfsvoering en uiteindelijk de prestaties als gevolg van een ongunstige dynamiek binnen de familie. Franks et al. (2012) geeft in overeenstemming met Bertrand et al. (2008) aan dat de spreiding van de familiebelangen over verschillende familieleden een bron van conflicten bevat, waardoor de bedrijfsprestaties afnemen. Wantrouwen tegen controlerende familie-eigenaren is dus een veelvoorkomend fenomeen in families die belangenconflicten vertonen (Schulze et al., 2003).

Familieconflicten en vetes die het gevolg zijn van de complexiteit van een familie verhinderen dus de afstemming van de belangen en hebben waarschijnlijk gevolgen voor het functioneren van een familiebedrijf, waardoor meer coördinatie-inspanningen van de individuele familieleden nodig zijn. Het beheer van de complexiteit van een familie en de daarmee gepaard gaande nadelen leidt dus tot kosten die in het kader van een family office in rekening moeten worden genomen. Om effectief te kunnen omgaan met de complexe vermogensstructuur worden doorgaans specifieke taken gedelegeerd aan specifieke vermogensbeheerders, binnen of buiten de family office. Het toevoegen van bevoegdheden om complexe activiteiten aan te pakken, kan leiden tot een toename van het opportunistische gedrag van het personeel van family offices. Dit heeft als gevolg dat families een verminderde controle over haar activa hebben. De activiteiten van de family office zouden daarom kunnen vereisen dat er meer toezicht en controle wordt uitgeoefend, wat tot aanzienlijke uitgaven zou kunnen leiden.

Er kan geconcludeerd worden dat family offices te maken krijgen met drie agentschapskosten, namelijk het blockholder conflict, dubbele agentschapskosten en organisatorische kosten. Dit is te wijten aan het feit dat een family office uiteenlopende doelstellingen kan hebben, zo is de veronderstelling dat familie-eigenaars onderling en met de stafmedewerkers verschillende doelen nastreven. Dit maakt het moeilijk om de juiste aanpak van controle uit te oefenen om het algemeen doel te verzekeren. Dit zal leiden tot een toename van de complexiteit binnen een family office. Door

familie- en vermogenscomplexiteit aan te pakken, worden family offices gevoelig voor directe alsook indirecte agentschapskosten. Indirecte agentschapskosten vloeien voort uit de nadelen die verbonden zijn aan de werking van een family office, die niet noodzakelijkerwijs te beschouwen zijn als uitgaven, maar veeleer als een vermindering van de welvaart van de familie. De reden hiervoor is dat de beslissingen van de opdrachtgever en de agent niet volledig op elkaar kunnen worden afgestemd. In deze context worden de kosten van de family blockholder en de dubbele agentschapskosten benadrukt. De directe kosten worden geïdentificeerd in de vorm van organisatiekosten voor de inrichting van de family office (Gaska, 2018). Deze drie agentschapskosten worden verder uitgelegd, in de volgende sectie zullen eerst de family blockholder kosten worden geded. Daarna komen de dubbele agentschapskosten en organisatiekosten aanbod.

3.3.2.1 Family blockholders conflict

Er zijn kosten verbonden aan de family blockholder conflicten, dit zijn agentschapskosten die nodig zijn voor het op één lijn brengen van heterogene belangen van family blockholders (Zellweger & Kammerlander, 2015). Uit agentschapsliteratuur blijkt dat families niet altijd als één eenheid optreden (Schulze et al., 2001). Een negatieve dynamiek binnen de familie kan de afstemming van de belangen tegengaan en leiden tot conflicten tussen de familiebelangen die als family blockholderskosten worden aangeduid (Zellweger & Kammerlander, 2015). Deze onderliggende reden geeft aan dat de afwezigheid van formeel bestuur leidt tot een gebrek aan discipline en bijhorende belangenafstemming binnen de familie. Het ontbreken van governance binnen de familie en door de familieleden schept ruimte voor een negatieve dynamiek in de vorm van zelfsturing, waardoor belangenafstemming binnen de groep van de family blockholders niet mogelijk is. Zo blijkt bijvoorbeeld dat privé-eigendom een stimulans kan zijn voor de eigenaar om in zijn privé-eigendomsbelang te handelen. Dit kan hij/zij afdwingen door middel van zijn/haar stemrecht of door controle te hebben over specifieke bedrijfsmiddelen (Schulze et al., 2001).

Het feit dat iemand aandelen bezit, is geen voldoende voorwaarde voor de afstemming van het eigendomsrecht. Individuen proberen niet alleen hun eigen nut te maximaliseren door economisch gemotiveerd gedrag, maar ook door niet-economisch gemotiveerd gedrag. Echter, niet-economische voorkeuren onder eigenaren verschillen significant en voorkomen daardoor de afstemming van de belangen van de familieleden als het gaat om risicohouding en groeimogelijkheden (Arrow, 1963; Becker, 1974; Buchanan, 1975; Schulze et al., 2001; Thaler & Shefrin, 1981). Belangenconflicten tussen family blockholders ontstaan omdat preferenties voor niet-economische doelstellingen hen ertoe aanzetten acties te ondernemen die hun eigen economische rijkdom en die van andere familieleden kunnen bedreigen. Familieleden streven dus naar het vermijden van verliezen in hun sociaal-emotionele dotatie en zijn daarom bereid om grotere bedrijfsrisico's te accepteren om hun vermogen te behouden, ook ten koste van andere familieleden, die deze voorkeuren misschien niet delen en niet de macht hebben om hun eigen opvattingen op te leggen binnen de family blockholder-groep (Gaska, 2018).

Blockholding in de handen van de familie minimaliseert dus niet de agentschapskosten zoals de traditionele agentschapstheoretici beweren (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976), maar

vormt eerder een vruchtbare voedingsbodem voor opkomende kosten als gevolg van family blockholder-conflicten (Gaska, 2018).

3.3.2.2 Dubbele agentschapskosten

Dubbele agentschapskosten zijn kosten die op eender welk moment kunnen ontstaan wanneer er verticaal gedelegeerd wordt langs twee hiërarchische niveaus (Arthurs et al., 2008; Child & Rodrigues, 2003). Dit zijn kosten van het agentschap voor het op één lijn brengen van de belangen van de agenten die toezicht houden op andere agenten van de dubbele scheiding van eigendom en zeggenschap. Deze worden gecreëerd door problemen van controle en verantwoording wanneer twee opeenvolgende reeksen van controlerelaties betrokken zijn (Zellweger & Kammerlander, 2015).

Het verlies van controle van de opdrachtgever over zijn agenten vloeit voort uit stimulansen voor opportunistisch gedrag. Het streven naar meer autonomie en een opwaartse invloed op opdrachtgevers om bepaalde voordelen te ontvangen zijn de belangrijkste redenen (Milgrom & Roberts, 1988; Williamson, 1970). De opdrachtgever wordt in toenemende mate blootgesteld aan vertekende informatie die wordt doorgegeven van tweede- tot eersterangs agenten en vervolgens van eersterangs agenten aan de opdrachtgever. Dit fenomeen wint vooral aan intensiteit in de omgeving van een family office, waar opdrachtgevers (familieleden of-eigenaars) meestal niet over de gesofisticeerde financiële en investeringskennis beschikken die het personeel van een family office heeft, waardoor de kans op opbouw van het imperium van de opdrachtgever afneemt (Child & Rodrigues, 2003). Omdat een family office vaak dient als de vertrouwde adviseur van de familie voor een groot deel van de financiële zaken van de familie, en gezien de beperkte inzichten en kennis van de familie over de complexiteit van deze zaken, is de family office potentieel goed in staat om opportunistisch te handelen als het niet goed wordt gecontroleerd of gestimuleerd (Gaska, 2018). Het zijn dus eigenlijk bemiddelingskosten die nodig zijn om de belangen van de agenten die toezicht houden op andere agenten door de scheiding van eigendom en zeggenschap op één lijn te brengen.

3.3.2.3 Organisatorische kosten

Organisatorische kosten zijn directe kosten die voortvloeien uit de activiteiten van een family office. Deze kosten worden gekwalificeerd als agentschapskosten, aangezien ze ontstaan als gevolg van agentschapsrelaties die inherent zijn bij een family office, namelijk tussen de familie die om bepaalde diensten vraagt en de medewerkers van een family office die de gewenste diensten verlenen. Organisatiekosten zijn dus economische kosten die ontstaan wanneer de familie de economische en niet-economische welvaartsverliezen bij afwezigheid van een family office wil compenseren en omvatten alle directe kosten die verband houden met het bestaan van een family office. De belangrijkste kostenfactoren voor de organisatie zijn de kosten voor vermogensbeheer en de kosten voor het runnen van een family office (Murray, 2011). De kosten voor vermogensbeheer bestaan uit vergoedingen en commissies met betrekking tot het kopen, houden en verkopen van specifieke activa. De kosten voor het runnen van een family office vertegenwoordigen met name personeels- en infrastructuurkosten. De personeelskosten hebben betrekking op de salarissen van de directieleden van de family office, de vermogensbeheerder(s) en alle andere interne of externe

medewerkers van de family office. De kosten in verband met de infrastructuur van een family office omvatten voornamelijk IT en kantoorruimte, alsook kleine uitgaven in verband met materiële uitgaven (Gaska, 2018).

3.3.3 Wat weten we nog niet

In de praktijk bestaan er nog andere dan de vier hierboven gepresenteerde bestuursvormen. Hier werd ook veronderstelt dat de vier bestuursvormen als wederzijds uitsluitende keuzes kunnen dienen. Echter zou het interessant zijn om diverse combinaties van deze structuren te gaan onderzoeken. Terwijl flexibiliteit en beperkte coördinatie bevorderlijk kunnen zijn voor bepaalde activa om aan de individuele ambities van de familieleden te voldoen, kunnen aandelenbeleggingen in een familiebedrijf het best worden beheerd door een nauwlettend family office en kunnen filantropische activiteiten het best worden toegewezen aan een fonds. Dergelijke combinaties kunnen de agentschapskosten tot een minimum beperken, afhankelijk van het type activa en de strategische doelstellingen. Toekomstig onderzoek zou ook de innerlijke werking van de verschillende bestuur aspecten meer tot in detail kunnen onderzoeken. Daarnaast zouden onderzoekers de dynamiek binnen de bestuursvormen kunnen belichten en elke bestuursvorm specifiek gaan onderzoeken. Het belangrijkste is dat onderzoekers de rol van aandeelhoudersovereenkomsten en familieconstructies onderzoeken, aangezien families ook kunnen kiezen voor niet-organisatorische oplossingen om familiale blockholder-conflicten te verzachten (Zellweger & Kammerlander, 2015). Families proberen soms dergelijke conflicten te vermijden door terug te keren naar een contractuele oplossing. Aandeelhoudersovereenkomsten regelen bijvoorbeeld de uitoefening van stemrecht of de overdracht van aandelen binnen en buiten de familiepool (Chemla, Habib, & Ljungqvist, 2007). Ze zijn echter ongeschikt om vragen aan te pakken die vooral van bestuurlijke aard zijn, zoals de strategische positie van een onderneming, groeiambities, het nemen van risico's, het dividendbeleid, de beloningsregelingen en de tewerkstelling van familieleden, maar die mogelijk belangrijke gevolgen hebben voor de familiale aandeelhouders. Bovendien zijn zij niet in staat om problemen op te lossen die verband houden met het toezicht op complexe vermogensbasis met meerdere rechtspersonen en/of in aanwezigheid van meerdere vermogenscategorieën. Het is niet verwonderlijk dat families vervolgens terugvallen op andere bestuursinstrumenten, zoals familiegrondwetten, die gericht zijn op het aanpakken van deze bijkomende bronnen van scheeftrekking en conflict, ook al hebben dergelijke regelingen slechts een symbolisch karakter en zijn ze niet wettelijk bindend (Aronoff & Ward, 1996).

Hiernaast bleek de onafhankelijkheid van de family offices relevant voor de klanten, alsook een algemene focus op vastgoed, blue chip-aandelen, dit zijn aandelen van grote en liquide bedrijven met een hoge kwaliteit, en lange termijn investeringen. De locatie of landen waar deze family offices gevestigd zijn, hebben de resultaten niet noemenswaardig beïnvloed. Daarom moeten de bevindingen van toepassing zijn op locaties wereldwijd. Een dergelijke veralgemeende verklaring zou echter onderwerp moeten zijn van verder onderzoek om diepgaande en gevalideerde gegevens te verkrijgen (Geveke, K., 2018).

4. Conclusie

Family office is een veelbelovend concept die heel wat positieve elementen bevat voor de betrokken familie(s). Het is een organisatie die in staat is om een breed scala aan diensten te verlenen, waar zowel de huidige alsook de volgende generaties baat bij hebben. De duurzaamheid van een family office is afhankelijk van de ondernemersperceptie en de strategie van de family office. Passieve investeringen alleen zullen de onderneming niet in standhouden, het vereist een duurzaam ondernemings- en family office-model om welvaart te genereren. Dit kan ook voor de samenleving en de economie een positief effect hebben.

In deze paper is er gekeken naar de belangrijke rol van antecedenten, elementen en gevolgen van ondernemerschap voor een family office. Een family office heeft als functie om de interne familie- en bedrijfsdynamiek en de externe omgevingsfactoren te combineren en te gebruiken als drijvende kracht voor de ontwikkeling van de organisatie. De effectiviteit wordt bepaald door verschillende elementen binnen de context van de besluitvorming. De mate van overeenstemming tussen familieleden, de visie, de strategie, de structuur, processen en systemen worden gezien als de belangrijkste elementen hiervoor. Met andere woorden hoe beter de dynamiek tussen deze factoren, hoe groter de kans dat dergelijke processen met succes worden gefaciliteerd. Daarom vereist het proces niet alleen de realisatie van ondernemende waarden, visie en houding van de leiders van de organisatie, maar ook het bestaan van effectieve structuren, processen en systemen om volledig te worden gerealiseerd. De combinatie van deze dynamische factoren vormt de sleutel voor een duurzaam en levensvatbare familieonderneming en family office op lange termijn.

De resultaten van de literatuurstudie hebben duidelijk gemaakt dat er al behoorlijk veel en kwaliteitsvol onderzoek is gevoerd rond het topic. Toch zijn er nog veel onbekende elementen of onzekere bevindingen, met betrekking tot de structuur, werking en uitkomsten van family offices. Vooral op vlak van evaluatiemethoden en -mechanismen is er nog veel vooruitgang te boeken, dit komt door de anonimiteit van een family office. Een goede evaluatie is immers nodig om de kennis over het functioneren van een family office uit te breiden.

Deze literatuurstudie geeft hopelijk een aanzet om de in de literatuur besproken tekorten, onvolledigheden en tegenstrijdigheden aan onderzoek te onderwerpen.

5. Bijlage

Tabel 1: Procedure van de systematische literatuurstudie.

	Omschrijving	EBSCO Host	EconLit	Totaal
Stap 1: De voorbereiding	Artikelen met het sleutelwoord 'family office.	566	240	806
	Strengere zoekcriteria. Het samenvoegen van de databanken en het verwijderen van duplicaten.			234
Stap 2: Datacollectie + data-extractie	Na het lezen van de titels en het verwijderen van niet relevante literatuur.			53
	Het doornemen van het volledige artikel en het verwijderen van niet relevante literatuur.			38
Stap 3: De rapportering	Handmatig zoeken en citeren.			37
Totaal				75

Tabel 2: Overzicht van bestaand onderzoek naar family offices.

Auteurs	Hoofdt thema	Jaar	Publicatiestatus	Journal	Land
Adair et al.	Impact van economische recessie	2010	Wetenschappelijk tijdschrift	The Journal of the Local Economy Policy Unit	Noord-Ierland
Amit & Liechtenstein	Familiebedrijven en familievermogen	2009	Wetenschappelijk tijdschrift	Wharton School, university of Pennsylvania	Verenigde Staten van Amerika
Amit et al.	Vermogensbeheer in familie context	2008	Wetenschappelijk tijdschrift	Family values and value creation	Verenigde Staten van Amerika
Aronoff & Ward	Bestuur van familiebedrijven	1996	Wetenschappelijk tijdschrift	Family Enterprise Publisher	Verenigde Staten van Amerika
Arrow	Sociale keuze en individuele waarden	1963	Wetenschappelijk tijdschrift	John Wiley & Sons	Verenigde Staten van Amerika
Arthurs et al.	Dubbele agentschapsconflicten	2008	Wetenschappelijk tijdschrift	Academy of Management Journal	Verenigde Staten van Amerika
Bain & Murray	Family offices	2012	Wetenschappelijk tijdschrift	Campden media Limited	Verenigd Koninkrijk
Bammens et al.	De raad van bestuur bij familiebedrijven	2011	Wetenschappelijk tijdschrift	International Journal of Management Reviews	Nederland
Becker	Sociale interactie	1974	Wetenschappelijk tijdschrift	Journal of political economy	Verenigde Staten van Amerika
Bertrand et al.	Bestuderen van familie versus ondernemen	2008	Collectief volume artikel	Journal of Financial economics	Verenigde Staten van Amerika
Bertrand & Schoar	De rol van familie binnen een familiebedrijf	2006	Wetenschappelijk tijdschrift	The journal of economic perspective	Verenigde Staten van Amerika
Bourne et al.	Impact van de prestatie	2005	Wetenschappelijk tijdschrift	Journal of manufacturing technology management	Verenigd Koninkrijk
Bowen	Beheer van complexe familie zaken	2004	Wetenschappelijk tijdschrift	Financial Planning	Verenigde Staten van Amerika
Buchanan	De daad van liefdadigheid	1975	Wetenschappelijk tijdschrift	Altruism, morality, and economic theory	Verenigde Staten van Amerika
Burri & Reymond	De waarde van een family office	2005	Wetenschappelijk tijdschrift	Journal of financial transformation	Verenigde Staten van Amerika
Carney et al.	Erfrecht en levensduur familiebedrijven	2014	Wetenschappelijk tijdschrift	Entrepreneurship Theory and Practice	Canada
Carney et al.	Privé familiebedrijven	2015	Wetenschappelijk tijdschrift	Entrepreneurship Theory and Practice	Canada
Carroll	Functie van een family offices	2001	Wetenschappelijk tijdschrift	The journal of wealth management fall	Australië
Carsrud	Familiebedrijven	2012	Boekhoofdstuk		Finland
Chemla et al.	Aandeelhoudersovereenkomst	2007	Working paper	Journal of the European economic association	Engeland

Child & Rodrigues	Dubbele agentschapsconflicten	2003	Wetenschappelijk tijdschrift	Journal of management and governance	Australië
Chrisman et al.	Familiebedrijven	2003	Wetenschappelijk tijdschrift	Journal of business venturing	Verenigde Staten van Amerika
Daniell & Hamilton	Het behoud van het familievermogen	2010	Boek	Singapore: John Wiley & Sons	Azië
Decker-Lange & Günther	Coördinatie familiebedrijf	2013	Wetenschappelijk tijdschrift	Organizational Dynamics	Verenigd Koninkrijk
Decker & Lange	Familie offices en publieke ondernemingspercepties	2013	Wetenschappelijk tijdschrift	Organizational Dynamics	Verenigd Koninkrijk
Dunn	Family office als coördinatiemechanisme	1979	Wetenschappelijk tijdschrift	The Insurgent Sociologist	Verenigde Staten van Amerika
Eisenhardt	Agentschapstheorie	1989	Wetenschappelijk tijdschrift	Academy of management review	Verenigde Staten van Amerika
Faktor	Bestuur van een family office	2013	Wetenschappelijk tijdschrift	Empirical study of Swiss family offices	Zwitserland
Fernández-Moya & Castro-Balaguer	Structuur van een family office	2011	Wetenschappelijk tijdschrift	Universia business review	Spanje
Flanagan et al.	Verdeling persoonlijk en familievermogen	2011	Wetenschappelijk tijdschrift	Family office exchange	Verenigde staten van Amerika
Franks et al.	Familie-eigenaarschap	2012	Wetenschappelijk tijdschrift	Review of financial studies	Engeland
Fuentes et al.	Uitbreiding van familiebedrijven	2007	Wetenschappelijk tijdschrift	European research on management and business economics	Spanje
Gaska	Agentschapskosten bij family office	2016	Dissertatie	Center FO/family business	Zwitserland
Gaska	Agentschapsweergave family offices	2018	Dissertatie	Doctoral dissertation, Universität St. Gallen	Zwitserland
Gaska & Zellweger	Agentschapskosten bij family office	2015	Dissertatie	Academy of Management Proceedings	Zwitserland
Gelei & Dobos	Bestuur binnen familiebedrijven	2016	Wetenschappelijk artikel	Acta Oeconomica	Hongarije
Gersick et al.	Generatie-overdracht familiebedrijven	1997	Boek	Harvard business school press	Canada

Geveke	Family office	2018	Wetenschappelijk artikel	International Journal of Research in Business Studies and Management	Duitsland
Gómez-Mejía et al.	Familiebedrijven	2007	Wetenschappelijk artikel	Administrative science quarterly	Spanje
Gorman et al.	Vermogensbeheerders bij family offices	2007	Wetenschappelijk artikel	London: datamonitor	Verenigd Koninkrijk
Gray, L.	Structuur van family offices	2005	Wetenschappelijk artikel	Journal of wealth management	Verenigd Koninkrijk
Gray, S.	Veranderend beeld family offices	2004	Wetenschappelijk artikel	International money marketing	Verenigd Koninkrijk
Habbershon & Pistrui	Familie-invloeden op het vermogen	2002	Wetenschappelijk artikel	Family business review	Verenigde Staten van Amerika
Hambrick	Invloed leidinggevende	2007	Wetenschappelijk artikel	Academy of management review	Verenigde Staten van Amerika
Handler	Opvolging binnen familiebedrijven	1990	Wetenschappelijk artikel	Entrepreneurship theory and practice	Verenigde Staten van Amerika
Hauser	Ontwikkeling family offices	2001	Wetenschappelijk artikel	The journal of wealth management	Verenigde Staten van Amerika
Herrero	Agentschapskosten en familie-efficiëntie	2011	Wetenschappelijk artikel	Journal of management	Verenigd Koninkrijk
Hoy & Sharma	Familiebedrijven	2010	Wetenschappelijk artikel	Pearson College Division	Verenigd Koninkrijk
Jensen & Meckling	Management gedrag, kosten en structuur	1976	Wetenschappelijk artikel	Journal of financial economics	Verenigde Staten van Amerika
Jones et al.	Netwerkbeheer	1997	Wetenschappelijk artikel	Academy of management review	Verenigde Staten van Amerika
Kesner & Sebor	Directieopvolging	1994	Wetenschappelijk artikel	Journal of management	Verenigde Staten van Amerika
Liechtenstein et al.	Vermogensbeheer	2008	Boek	Family Values and Value Creation	Spanje
Lom	Structuur family office	2018	Feature	The professional journal of tax executives institute	Verenigde Staten van Amerika
Madison et al.	Agentschapstheorie bij familiebedrijven	2016	Wetenschappelijk artikel	Business Review	Verenigde Staten van Amerika
Marcus	Welvarende families	1991	Wetenschappelijk artikel	Family business review	Verenigde Staten van Amerika
Milgrom & Roberts	Invloed van activiteiten op organisaties	1988	Wetenschappelijk artikel	American journal of sociology	Verenigde Staten van Amerika

Morck et al.	Geërfde rijkdom: controle en groei	2000	Boek	Concentrated corporate ownership	Verenigde Staten van Amerika
Murray	Family offices	2011	Report	Campden media limited	Verenigd Koninkrijk
Rivo-López et al.	Family offices	2016	Wetenschappelijk artikel	Universidade de Vigo, Governance and Economics research Network.	Spanje
Rivo-López et al.	Family offices	2017	Wetenschappelijk artikel	Organizational dynamics	Spanje
Rosplock	Familiebedrijven	2013	Wetenschappelijk artikel	The landscape of family business	Verenigde Staten van Amerika
Rosplock	Family offices	2014	Boek	John Wiley & Sons	Verenigde Staten van Amerika
Roure et al.	Rol van ondernemerschap in een family office	2013	Wetenschappelijk artikel	The journal of applied management and entrepreneurship	Spanje
Schulze et al.	Agentschapstheorie bij family offices	2001	Wetenschappelijk artikel	Organization Science	Verenigde Staten van Amerika
Soldano & McCarthy	Omzetting van SFO naar MFO	2005	Wetenschappelijk artikel	Trusts & Estates	Verenigde Staten van Amerika
Thaler & Shefrin	Zelfcontrole en -beheersing	1981	Wetenschappelijk artikel	Journal of political economy	Verenigde Staten van Amerika
Tranfield et al.	Systematische literatuurstudie	2003	Wetenschappelijk artikel	British journal of management	Verenigd Koninkrijk
Wealth-X	Ultrarijken	2013	Wire feed	Wireless News	Verenigde Staten van Amerika
Welsh et al.	Generatieverschillen	2013	Wetenschappelijk artikel	Journal of Applied Management and Entrepreneurship	Verenigd Koninkrijk
Wessel et al.	Family offices: ondernemerschap en structuur	2014	Wetenschappelijk artikel	European management journal	Duitsland
Williamson	Ondernemingsgedrag- en controle	1970	Wetenschappelijk artikel	The journal of law and economics	Verenigde Staten van Amerika
Wilson	Family office: kapitaalinvesteringen	2012	Boek		Verenigde Staten van Amerika
Zaheer et al.	Schaalvoordelen	2010	Wetenschappelijk artikel	Organization Science	Verenigde Staten van Amerika
Zeitlin	De stand van zaken in internationale voedingsinterventies	1989	Wetenschappelijk artikel	National Academies Press	Verenigde Staten van Amerika
Zellweger & Kammerlander	De groeiende complexiteit binnen een groep family blockholders	2015	Wetenschappelijk artikel	Entrepreneurship Theory and Practice	Verenigde Staten van Amerika

6. Referentielijst

- Adair, A., Berry, J., Haran, M., Lloyd, M. G., & McGreal, W. S. (2010). Impact of the Recession on the Property Market in Northern Ireland: Contractual Non-Compliance. *Local Economy: The Journal of the Local Economy Policy Unit*, 25(2), 131-142. doi:10.1080/02690941003741184
- Amit, R., & Liechtenstein, H. (2009). Family office: identifying the performance drivers. *Wharton University*.
- Amit, R., Liechtenstein, H., Prats, J., Millay, T., & Pendleton, L. P. (2008). Single family offices: Private wealth management in the family context. *Family values and value creation. The fostering of enduring values within family-owned business*.
- Aronoff, C. E., & Ward, J. L. (1996). Family business governance: Maximizing family and business potential Marietta. *GA: Family Enterprise Publisher*.
- Arrow, K. J. (1963). Social choice and individual values. *New York: John Wiley & Sons*.
- Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., & Johnson, R. A. (2008). Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 277-294.
- Bain, D., & Murray, S. (2012). Growing towards maturity-family offices in Asia-Pacific come of age. *London: Campden media Limited*.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of Directors in Family Businesses: A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 134-152. doi:10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x
- Becker, G. S. (1974). A theory of social interaction. *Journal of political economy*, 82(6), 1063-1093.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., & Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics*, 88, 466-498.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *The Journal of Economic Perspectives*, 20, 73-96.
- Bourne, M., Kennerley, M., & Franco-Santos, M. (2005). Managing through measures: a study of impact on performance. *Journal of manufacturing technology management*, 16, 373-395.
- Bowen, J. J., Jr. (2004). In the family way: Do you have what it takes to manage the complex affairs of the ultra wealthy? *Financial Planning*, 1-33.
- Buchanan, J. M. (1975). The samaritan's dilemma. *Altruism, morality and economic theory*, 71-86.
- Burri, M., & Reymond, O. (2005). The family office: Fleeting trend or lasting values? *Journal of financial transformation*, 15, 76-78.
- Carney, M., Gedajlovic, E. R., & Strike, V. M. (2014). Dead money: Inheritance law and the longevity of family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 6, 1261-1283.
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R., & Heugens, P. P. M. A. R. (2015). What do we know about private family firms? A meta-analytical review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
- Carroll, J. (2001). The functions of a family office. *The Journal of Wealth Management Fall*, 4, 23-27.
- Carsrud, A. (2012). Understanding Family Businesses CH17.
- Chemla, G., Habib, M. A., & Ljungqvist, A. (2007). An analysis of shareholder agreement. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121.
- Child, J., & Rodrigues, S. B. (2003). Corporate governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*, 7(4), 337-360.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Steier, L. P. (2003). An introduction to theories of family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 441-448.
- Daniell, M. H., & Hamilton, S. S. (2010). Family legacy and leadership: Preserving true family wealth in challenging times. *Singapore: John Wiley & Sons (Asia)*.
- Decker-Lange, C., & Günther, C. (2013). Coordinating Family Entrepreneurship: When Money Meets Opportunity. *Organizational Dynamics*
- Decker-Lange, C., & Lange, K. (2013). Exploring a secretive organization: What can we learn about family offices from the public sphere? *Organizational Dynamics*, 42(4), 298-306. doi:10.1016/j.orgdyn.2013.07.008
- Dunn, M. G. (1979). The family office as a coordinating mechanism within the ruling class. *The Insurgent Sociologist*.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.
- Faktor, V. (2013). New family office governance. *Empirical study of Swiss family offices*.

- Fernández-Moya, M., & Castro-Balaguer, R. (2011). Looking For The Perfect Structure. *Universia business review*.
- Flanagan, J., Hamilton, S., Lincoln, D., Nichols, A., Ottum, L., & Weber, J. (2011). Taking care of business: Case examples of separating personal wealth management from the family business. *Family Office Exchange (FOX)*.
- Franks, J., Mayer, C., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2012). The life cycle of family ownership: International evidence. *Review of Financial Studies*, 23, 1675-1712.
- Fuentes, G., Vallejo, M. C., & Martinez-Jimenez, R. (2007). Factors to be taken into account in the international expansion of the family business. *European research on management and business economics*, 13(2), 75-96.
- Gaska, M. (2016). One servant - many masters: Unique agency cost in family offices. *Working paper, center fo family business at the university of St. Gallen*.
- Gaska, M. (2018). The family office: An agency view on a secretive organization. (*Doctoral dissertation, Universität St. Gallen*).
- Gaska, M., & Zellweger, T. M. (2015). Agency costs in family offices: a fresh look at a secretive organization. *Academy of Management Proceedings*, 2015(1).
- Gelei, A., & Dobos, I. (2016). Mutual trustworthiness as a governance mechanism in business relationships. *Acta Oeconomica*, 66, 661-684.
- Gersick, K. E., Davis, J., Hampton, M., & Lansberg, I. (1997). Generation to generation: Life cycles of the family business. *Boston, MA: Harvard Business school press*.
- Geveke, K. (2018). Family offices as advisory bodies in Germany. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 5(1), 11-18.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-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.
- Gorman, M., Gorringer, A., Langridge, K., Lindermeier, T., Kendall, M., & Nachbaur, I. (2007). Family Offices: what do they want from wealth managers? *London: datamonitor*.
- Gray, L. (2005). How family dynamics influence the structure of the family offices. *Journal of wealth management*, 8(2), 9-17.
- Gray, S. (2004). Changing face of the family office. *International money marketing*, 23-23.
- Habbershon, T. B., & Pistrui, J. (2002). Enterprising families' domain: Family-influenced ownership groups in pursuit of transgenerational wealth. *Family business review*, 15(3), 223-237.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Handler, W. C. (1990). Succession in family firms: a mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15(1), 37-51.
- Hauser, B. R. (2001). The family office: Insights into their development in the U.S., a proposed prototype, and advice for adaptation in other countries. *The journal of wealth management*, 15-22.
- Herrero, I. (2011). Agency costs, family ties, and firm efficiency. *Journal of Management*, 37(3), 887-904.
- Hoy, F., & Sharma, P. (2010). Entrepreneurial family firms. *Pearson College Division*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, C., Hesterly, W. S., & Borgatti, S. P. (1997). A general theory of network governance: Exchange conditions and social mechanisms. *Academy of Management Review*, 22(4), 911-945.
- Kesner, I. F., & Sebora, T. C. (1994). Executive succession: Past, present & future. *Journal of Management*, 20(2), 327-372.
- Liechtenstein, H., Amit, R., Prats, J., & Todd, M. (2008). Single family office: the art of effective wealth management. *Family Values and Value Creation*.
- Lom, A. (2018). Tax advantages of FO structures. *The Professional Journal of tax executives institute*.
- Madison, K., Holt, D. T., Kellermanns, F. W., & Ranft, A. L. (2016). Viewing family firm behavior and governance through the lens of agency and stewardship theories. *Business Review*, 29(1), 65-93.
- Marcus, G. E. (1991). Law in the development of dynastic families among American business elites: The domestication of capital and the capitalization of family. *Family business review*, 4(1), 75-111.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1988). An economic approach to influence activities in organizations. *American Journal of Sociology*, 94(1), 154-179.
- Morck, R., Strangeland, D., & Yeung, B. (2000). Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease. *Concentrated Corporate Ownership*.

- Murray, S. (2011). The UBS/Campden wealth European family office survey 2011. *London: Campden media Limited.*
- Rivo-López, E., Villanueva-Villar, M., & Vaquero-García, A. (2016). *Family office: a new category in family business research?* Retrieved from
- Rivo-López, E., Villanueva-Villar, M., Vaquero-García, A., & Lago-Peñas, S. (2017). Family offices: What, why and what for. *Organizational Dynamics, 46(4), 262-270.* doi:10.1016/j.orgdyn.2017.03.002
- Rosplock, K. (2013). Family dynamics in the family business. *The Landscape of family business, 143-166.*
- Rosplock, K. (2014). The complete family office Handbook: A guide for affluent families and the advisors who serve them *John Wiley & Sons.*
- Roure, J., Segurado, J. L., Welsh, D. H. B., & Rosplock, K. (2013). Towards a Conceptual Model of the Role of Entrepreneurship in the Family Office. *The Journal of Applied Management and Entrepreneurship, 18(4), 42-63.* doi:10.9774/GLEAF.3709.2013.oc.00005
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationship in family firms: Theory and evidence. *Organization Science, 12(2), 99-116.*
- Soldano, P., & McCarthy, K. M. (2005). SFO to MFO conversions. *Trusts & Estates, 144(8), 44-48.*
- Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of political economy, 89(2), 392-406.*
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British journal of management, 14, 207-222.*
- Wealth-X. (2013). Wealth-X and UBS billionaire census 2013. *Wireless News.*
- Welsh, D. H. B., Memili, E., Rosplock, K., Roure, J., & Segurado, J. L. (2013). Perceptions of entrepreneurship across generations in family offices: A stewardship theory perspective. *Journal of applied management and entrepreneurship, 18(4), 42-63.* doi:10.1016/j.jfbs.2013.07.003
- Wessel, S., Decker, C., Lange, K. S. G., & Hack, A. (2014). One size does not fit all: Entrepreneurial families' reliance on family offices. *European Management Journal, 32(1), 37-45.* doi:10.1016/j.emj.2013.08.003
- Williamson, O. E. (1970). Organization form, residual claimants, and corporate control. *The journal of law and economics, 26(2).*
- Wilson, R. C. (2012). The family office book: investing capital for the ultra-affluent.
- Zaheer, A., Hernandez, E., & Banerjee, S. (2010). Prior alliances with targets and acquisition performance in knowledge-Intensive industries. *Organization Science, 21(5).*
- Zeitlin, M. F. (1989). The international dimension: nutrition's role in world food and population concerns. *National Academies Press*
- 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