

家族办公室 白皮书



安永与圣加伦大学合作项目

家族办公室动态： 家族成功与财富管理之道 第二部分：流程考虑因素

目录

前言和欢迎语	1
决定服务的优先等级：自我服务与外包之间的两难选择	2
内部与外部的冲突	13
家族办公室专业人员的甄选	16
风险管理	19
投资流程	24
资源	28
关于供稿人	30

前言和欢迎语



范思高 (Francesco de Ferrari)
瑞信董事总经理兼亚太区私人银行部主管

亲爱的读者：

我们非常高兴将这份全方位的指南呈现在您的面前——《家族办公室动态：家族成功与财富管理之道》。这份指南将与您分享业界创建家族办公室的最佳做法，主要包括两部分。

第一部分主要介绍创建家族办公室的结构因素，第二部分是有关影响家族办公室良好运营的因素。总的来说，本书为是否建立或者重组家族办公室提供了一个框架。

最近十年，世界各地涌现出大量家族办公室。常见诱因包括：解决家族矛盾、保证财富代代传承、保持家族财富、整合资产、应对流动性的突然变化、以及提高财富管理效率。由于持有财富的家族对投资、信托事务以及生活方式管理有更强的控制欲，家族办公室的重要性日益凸显。

的确，这种控制欲自金融危机以来获得了更强烈的共鸣。为了缓解对外部产品及服务供应商的顾虑，现在越来越多的家族开始加强其财务管理。随着财富的增加，家族办公室今后将毫无疑问地在管理大宗财富中扮演更为重要的角色，新兴市场尤其如此。

这份白皮书旨在为考虑创建家族办公室的家族提供指导。这些家族可能包括那些希望将家族财富和资产与家族企业分开的商业家族。瑞信的新兴市场研究院发现，仅在亚太地区，商业家族就直接或间接持有市值超过 5 亿美元的超过 1,500 家上市公司至少 20% 的股权。我们注意到，很多家族企业是私人企业，尚未上市，而且许多成功的企业家寻求从销售利润中获取流动性，从而进一步增加并保持他们的财富。

家族办公室构造复杂，不止要求创建者对投资变量有深入的认识，而且涉及许多其他因素。

自 1856 年以来，瑞信便享有为世界上众多最富有的家族提供服务的殊荣。本刊将与您分享瑞士圣加伦大学家族企业中心 HSG 和安永会计师事务所的专家们在家族办公室事务方面的深刻见解和专业知识，并向您展示我们在为客户提供私人银行业务咨询及支持方面的丰富经验。

我们希望这份报告对您规划家族的未来蓝图能有所帮助和启发。

决定服务的优先等级： 自我服务与外包之间的两难选择

即使是拥有资产最多的家族办公室，也需要评估服务外包问题。将某些服务外包，从节约成本和技术角度来看，无疑是有益的。这将为家族办公室带来如下好处：

- 节约成本与企业日常管理费用，提升员工工作效率。
- 产生规模经济效益，尤其是在高价值的专业服务领域，使得相关服务的价格降低。
- 可以得到有丰富经验的专业人士客观的建议。
- 将投资管理外包时，由外部提供商做出投资决策，可以帮助家族办公室保持监管方面的独立性。
- 家族办公室董事可以进行严密的尽职调查与不间断的监控，确保资产管理获得良好回报、保障安全和防范风险。
- 家族规模以及期望设立家族办公室的家族成员人数。
- 家族财富的净值以及复杂程度。
- 家族的地域分布。
- 家族管理名目下资产的丰富程度，包括高流动性和低流动性的资产。
- 家族企业实体及其与私人财富管理的联系。
- 家族成员拥有的技能与资质。
- 保密度与隐私性的重要程度。
- 家族成员对于家族办公室应属于成本中心还是利润中心的考虑。

另一方面，许多关键服务通常需由家族办公室内部提供。这样做的好处是保密性和家族办公室的独立性，包括：

- 更高层次的保密度和隐私性。
- 保证建议的独立性与可信度。
- 家族财富的合并管理。
- 不断培养与家族高度关联的专业性技巧。
- 使家族对财富有更强更直接的掌控。
- 保护家族投资知识不外泄。
- 确保实现最优目标，避免与外部提供商产生利益冲突。

考虑到这些因素，选择最适合内部管理的服务，获得内外平衡就显得相当重要。许多因素将影响家族办公室如何做出自我服务还是外包的决定，特别是：

上述多种因素显示，家族在给家族办公室制定商业计划前明确预期、解决关键问题极其重要，包括为家族办公室服务制定优先次序、界定范畴：

- 谁将是家族办公室的受益人？世代传承并发扬家族财富的总战略是什么？
- 家族的传统资产管理是否以高流动性资金为先？是否持有直接的企业投资组合？若有，慈善事业如何与资产组合相融入？
- 家族办公室的角色是所有家族成员的资产管理者，还是仅仅为某些家族成员提供针对性的服务？
- 家族办公室的核心职责仅是财务顾问，还是引导下一代家族成员成长的导师？

虽然这种自我服务或外包决策必须基于家族办公室的具体情况，但一些普遍的考虑能帮助您做出最佳选择。最好的做法是通过最高效的方式获得最有效的服务，同时避免潜在的运营风险：

图表 1. 决定自我服务或外包决策的关键因素		来源：安永家族办公室服务，2013
成本和预算	成本增加可能为家族办公室带来严重的挑战。很明显，不考虑经济效益而将所有潜在的服务都由内部提供是不明智的。而由于规模经济效益的原因，外包服务商可以保证质量，同时可能节省成本，让家族办公室从中获益。	
专业知识	通常，为了确保家族获得独立的专业建议，被家族定义为“优先”的服务通常由内部提供。然而，家族办公室也可以将某些需要特定专业知识的服务外包出去，并可以从中获益。	
监管限制	一个家族办公室应该根据不同的法律结构，对所有的监管规定加以考虑。若缺乏专业管理，家族办公室很可能承担负面报道导致的严重后果。法律诉讼同样十分昂贵，并且会损害声誉。	
技术与基础设施	外部提供商提供的技术支持可以让家族办公室有效运作。在金融业务日益复杂的今天，购买这些技术支持变得越来越重要。	
复杂程度	若家族的资产庞大而又错综复杂，家族办公室不得不雇佣更多的人员或者寻求外包服务。同时，内部对所有事务的决策必须是决定性的——因此内部工作人员必须清楚总体情况与决策制定过程。	
数据机密性	若保密是先决条件，那么重要的服务应当由内部提供。任何重要的系统与基础设施均不可外包。	

传统模式

通常，财务规划服务、资产配置、风险管理、资产管理机构的选择以及财务会计和报告服务都由家族内部完成。全球托管、另类投资和私募股权投资、税务及法律服务通常外包。

然而，家族必须清楚，外包的服务越多，家族在家族办公室决策过程中的直接影响力就越小，产品与服务的专属性也越少。图表 2 是部分家族办公室服务的简介，根据市场分析分为“自我服务”和“外包”两大类。

家族办公室服务			
服务种类	服务范畴	内部	外包
投资管理和资产配置	财务规划	基本的财务规划和资产配置决定可以内部提供	越复杂化、专业化、多元化的资产，越是可以选择外包
税务及法律咨询	咨询	选择性内部完成	通常外包给一个值得信赖的顾问，以确保获得最尖端的优质服务
报告和记录保存	治理	由于报告和文件保存要求机密性，因此最理想的状态是内部完成	基础的报告工具和软件可以外包
慈善管理	财务规划	内部专家应当协助进行慈善活动	设立基金以及开展相关慈善活动通常外包给咨询公司
合规与监管协助	咨询	一个大型家族办公室可能需要专职法律及专业会计	一般来说，设立专职法律工作人员不必要。对于小型家族办公室而言，他们也十分昂贵。在需要的时候，这些人员可以外包
风险管理及保险服务	咨询	一些风险管理技能应该内部提供，确保放心	只要外部风险管理及保险专业人士可以提供值得信赖的专家意见便可外包

家族办公室服务			
服务种类	服务范畴	内部	外包
生活管理和预算	财务规划	若信息机密性最重要，则应该内部完成	通常只有专业化的服务在内部完成，专业性不强的服务可以外包
培训和教育	战略方面	可以内部完成，因为合适的教育方案也是顺势而为，是一个在内部进行的过程	若培训和拓展需要专家对高等教育的意见，则可以进行外包
业务咨询	战略方面	通常情况下，家族企业的总法律顾问或财务总监会参与家族办公室的建立	外部专家提供的服务可以成为竞争优势
遗产和财富传承	战略方面	若数据机密性至关重要，则需要内部专家	家族可以在程序和法律问题上咨询外聘法律顾问
行政服务	治理	行政性质的服务需要日常监测，因此可以内部完成。外包反而可能会导致更大的成本	

自我服务的优点

- 最高程度的保密度与隐私性。
- 保证家族获得独立且可信的建议。
- 家族财富的总体与合并管理。
- 能够让家族办公室根据家族的切实需求，开发独一无二的技术。
- 使家族对家族财富有更强更直接的掌控。
- 保护家族投资知识不外泄。
- 确保实现最优目标，避免与外部提供商产生利益冲突。

外包的优点

- 能够帮助家族办公室降低成本、缩减管理开销、提高工作效率。
- 有助于实现规模经济效益，尤其是在产生高价值的专业服务领域，可以降低相关服务价格。
- 可以得到有丰富经验的专业人士客观的建议。
- 将投资管理外包，由外包提供商做出投资决策，可以帮助家族办公室保持监管方面的独立性。
- 家族的直接控制减少，意味着家族办公室董事可以进行严密的尽职调查与不间断的监控，确保资产管理获得良好回报、保障安全和防范风险。

是否将服务外包，这是个问题

作者：丹尼尔·戈德斯坦，独立家族办公室顾问，2013年10月

有几种方法来回答是否外包这个问题。遗憾的是，得出的答案常常毫无用处，即：“看情况而定。”

在比较现有的内部能力与可用的外包资源上，有许多重要因素需要纳入考量范围，包括成本考量、服务的质量与及时程度。此外还有其他一系列考虑因素，例如保密性、数据归属地点、咨询服务的可得性（随时随地还是仅在正常营业时间可以获得服务）、时区、地域差异以及文化敏感性。本案例研究将集中讨论是培养内部能力，还是寻求外包服务，以满足所需。

要回答这个问题，需要从最初目标开始着手。同时，也有许多问题需要纳入考量范围，包括：是否应该由内部员工为家族投资组合执行资产配置及选股？若家族办公室的目标是设立投资业务，尤其是该业务目标延伸到为第三方客户提供收费服务——无论是作为MFO（微型金融组织）还是作为精品投资机构——那么是否应该培养内部能力还是寻求外包这一问题就应该由该投资业务的整体经营计划决定。相反，若家族办公室的目标是建立一个简单、精益而富有战略性的投资组合，并且该投资组合不是核心的经营业务，那么所作出的决定将大相径庭。

在作出这个决定之前，有一些关键的考虑因素，包括：

时间 - 成本 - 质量因素

在时间 - 成本 - 质量因素方面，除非家族办公室打算跨越几代人、管理巨额财富，否则基本没有需要额外考虑的因素。最低廉的前期成本并不一定转化为更长期的亏损，但这需要被纳入考虑范畴。大多数时候，在确定长期目标时，对短期成本的考察具有很大的影响力。成本不仅与前期费用有关，还涉及未来预期的总费用，以及当前决策可能造成的未来费用等。不论是用于培养内部能力还是为获得高质量（以及更昂贵的）外包资源而花费的前期投资，就长期而言，都将转化成较低的总成本。

职能的价值

在家族办公室内部，可能存在向高薪雇员分配低价值任务的倾向。家族办公室应当是高效率的，但复杂的关系通常给工作制造了极大的阻碍——尤其是当该家族有一位或多位强势的委托人时。因为在家族委托人和办公室高级雇员间有重大的信任关系以及密切的社会关系，家

族委托人可能会让这些高级雇员料理他们的私人事务。对于高级雇员而言，这可能是大材小用，肯定也不是最经济有效的用人方式。因此运用成本效益分析家族办公室并非总能奏效。

在本案例中，因为任务托付于值得信赖的高级雇员，所以家族委托人得到的好处可能是确信任务会如期完成。而这位高级雇员应当把此视为增加可信度、进一步巩固自己与家族委托人关系的另一种途径。因此，采取不外包的策略对双方都有很大的价值，但若高级雇员变成拿过高薪水的贴身跟班，那将暗藏很大的危险。

职能重复

若某项职能并不经常履行，并且需要详细信息或技术知识，那么最适合外包出去，而不是花钱增加办公室内部的雇员。例如，在外国管辖区内一次性的公司注册、之后每年的续签以及行政材料递交工作，最好以合同方式交由专家代理，而不是在内部完成。根据这些流程的复杂程度以及结果的重要性，家族办公室的雇员们可以逐渐学习这些外包项目并最终接管。

另一个极端的例子是持续向会计体系录入日常日记账。该职能的时间 - 成本 - 质量评估可能显示这种工作最好由内部雇员完成，尤其是因为他们将接受专业培训，适应家族办公室的标准与文化，能够按照家族委托人要求的方式和时间提供服务。

变动的可能性

家族办公室就是家族的企业。几乎所有的家族办公室规模都较小，并且通常雇员与家族成员之间有非常密切的关系。当职能改变时，资源也需要改变。当资源全部来自办公室内部雇员时，这意味着要么重新修改工作内容，要么裁员。雇佣最合适的外包资源则可以较轻松地改变职能，无需重新指派工作人员或解雇人员。简言之，既可以与外包资源建立优秀的合作关系，必要时也可以终止外包；并且在小型家族企业中，结束雇员 - 雇主关系时不存在道德或伦理上的顾虑。

其他外部因素

如上所述，不是所有家族办公室都可以仅仅依靠成本效益分析法作出是内部完成还是外包的决定——还需要考虑其他因素。例如，当决定是将差旅安排外包，还是由内部私人助理负责时，隐私和个人安全就需要纳入考虑范围。而决定是否将 IT 服务和家政职能外包时，是否可以随叫随到就成为考虑因素。最佳解决方案取决于将对结果做出评判的委托人的目标。归根结底，这可能是决定外包是否是最佳方案的因素。

选择银行合作伙伴

与自我服务或外包决策类似，在设立家族办公室时，一个重要的步骤是选择银行合作伙伴。银行机构提供信息化平台解决方案和至关重要的建议，服务对象甚至是多数工作由内部完成的大型家族办公室。

一家银行机构提供给家族办公室的服务种类通常取决于其规模、商业模式和国际影响力。小型银行通常专注于顾问服务及资产管理，而大型的综合银行机构凭借其广阔的国际平台和应对机构客户的丰富经验，可以提供更大范围的一系列服务。

大部分家族办公室会选择一家主要的银行合作伙伴。除此之外，为了达到分散风险或是其他一些特殊目的，家族办公室还会额外选择 2-3 家银行合作伙伴。图表 3 和图表 4 列出了银行合作伙伴提供的服务与解决方案，同时也根据这些服务对于家族办公室的重要程度进行了评估。

图表 3. 服务和解决方案

来源：瑞士信贷，细分行业管理
瑞士高端客户 2013

服务与解决方案						
	财富规划	财富管理	交易和执行	贷款	资本交易	托管与平台
综合银行提供的扩展服务	<ul style="list-style-type: none">▪ 专属冠名基金▪ 信托解决方案▪ 家族解决方案	<ul style="list-style-type: none">▪ 调研▪ 社会责任投资和慈善事业▪ 定制化委托服务	<ul style="list-style-type: none">▪ 一级经纪服务/主券商▪ 24小时执行	<ul style="list-style-type: none">▪ 特殊贷款和结构性贷款解决方案	<ul style="list-style-type: none">▪ 企业融资▪ 独家投资机会	<ul style="list-style-type: none">▪ 国际资产托管平台▪ 全球托管▪ 高级执行工具
金融机构提供的基本服务	<ul style="list-style-type: none">▪ 全面的理财建议	<ul style="list-style-type: none">▪ 基本银行服务▪ 投资与交易咨询▪ 全权委托	<ul style="list-style-type: none">▪ 经纪/交易执行	<ul style="list-style-type: none">▪ 房地产融资▪ 伦巴德贷款		<ul style="list-style-type: none">▪ 在线工具

图表 4. 大部分金融机构提供的基本服务

来源：瑞士信贷，细分行业管理
瑞士高端客户 2013

基本服务			
服务种类	服务项目	概述	重要程度
财富规划	全面的理财建议	对当前和未来债务以及资产管理提供全面的财务规划及建议	取决于家族办公室的设置与需求
财富管理	基本银行服务	日常银行业务所需的所有核心银行产品，如活期账户和保管账户，信用卡与付款等	取决于家族办公室的设置与需求
	投资和交易咨询	为投资理念的实施提供主动咨询，通常涵盖所有资产种类，以及战略性或投机性的投资机会	家族办公室通常通过咨询服务产生投资理念、获取外部意见
	全权委托	从多类资产到单类资产全权委托的资产配置和投资组合管理方案	银行机构提供的一项关键服务
贸易和执行	经纪 / 交易执行	进入金融市场，执行交易指令	银行机构提供的一项关键服务
贷款	房地产融资	住宅或商业地产融资	银行机构提供的一项关键服务
	证券借贷	在不出售现有资产的前提下，以多元化投资组合为抵押贷款，以进行重新投资或满足外部资金需求	银行机构提供的基于证券贷款的关键服务
托管与平台	在线工具	在线使用银行服务的功能和平台，如交易平台、获得研究材料以及报告工具	银行机构提供的一项关键服务

除上述私人银行业务，综合银行同时也提供额外的业务。例如通常为对冲基金、养老基金或企业客户提供报告、咨询或平台服务。

图表 5. 综合银行提供的扩展服务

来源：瑞士信贷，细分行业管理
瑞士高端客户 2013

扩展服务			
服务种类	服务项目	概述	重要程度
财富规划	专属冠名基金	建立定制的、受监管的投资工具，用于管理一个或多个大型复杂的银行可承兑或某些银行不可承兑资产的投资组合	取决于所选择的投资组合管理的结构
	信托解决方案	继承和财富规划解决方案，确保家族财富得以传承	取决于家族需求
	家族解决方案	建立家族治理方式，作为加强家族价值体系以及成功管理家族财富的一种工具	在家族办公室设立阶段尤其重要
财富管理	研究	不同时间跨度和资产类别重点的出版物和 / 或报告（从战略性大局把握到战术建议）	研究论文和报告信息是家族办公室获取信息的重要来源
	社会责任投资和慈善事业	根据可持续发展原则，为社会、生态、文化等慈善事业或构建投资组合提供咨询及解决方案	通常重视社会责任投资与慈善活动的机会，尤其是当家族办公室内部缺乏此类专业知识的时候
	定制化委托服务	为家族办公室的投资需求提供个性化的定制服务	取决于家族办公室的投资需求

综合银行提供的扩展服务			
服务种类	服务项目	概述	重要程度
交易和执行	一级经纪服务 / 主券商	根据基金需求量身定制的捆绑式增值服务，包括融资及基于广泛资产类别的资产抵押贷款，以及报告和风险管理服务	对大型家族办公室而言至关重要的服务
	24 小时执行	可以 24 小时从全球各地访问的交易大厅	银行机构提供的一项关键服务
贷款	特殊贷款和结构性贷款解决方案	为购买特定资产、低流动性或高集中度投资组合融资而量身定制的融资解决方案，例如船舶和航空融资，单一股票借贷	银行机构提供的一项关键服务
资本交易	企业融资	对企业交易和融资的顾问服务	取决于投资组合情况和实际交易服务需求
	独家投资机会	从股票 / 债券私募到非传统投资领域，提供独家投资机会，并给予匹配方案	银行机构的网络对于识别合适的投资机会至关重要
托管与平台	国际资产托管平台	在世界各地的资产托管中心托管银行可承兑的资产，确保区域多样性	银行机构提供的一项关键服务
	全球托管	整合所有由不同机构管理的银行可承兑资产，包括提供全面的投资报告和风险管理	银行机构提供的一项关键服务
	高级执行工具	算法交易方案与工具	取决于家族办公室的交易需求



鉴于银行合作伙伴的重要性，甄选合适的银行合作伙伴需要家族参与，按照预先制定的标准仔细甄别。通常，家族办公室会事先与各家服务提供商取得联系，并向其发送招标方案说明书，评估银行的服务与专业知识。主要甄选标准包括：

■ 服务与解决方案

主要的银行合作伙伴应该能够单独为家族办公室提供所需的全部关键服务。

■ 专有知识

主要的银行机构通常是家族办公室的拍档和顾问。因此，选择一家经验丰富的、尤其是拥有精通证券及期货的专家团队的银行合作伙伴，显得尤为重要。银行的选择对家族所享受的服务以及家族办公室的业绩表现产生十分重要的影响。

■ IT 平台

银行机构为家族办公室提供的大部分关键服务都与 IT 相关。因此，在甄选主要的银行合作伙伴时，对方是否能以较低成本提供全球性的银行平台、出具高度复杂的执行解决方案、制作实时报告，是需要纳入考察的关键因素。同时，选择一家有能力为所有类别资产（包括那些由不同托管人持有的资产）提供全面深度分析报告的公司也尤为重要。

■ 资本和声誉

在次贷金融危机余波的影响下，客户对银行资本及其风险状况变得越来越敏感。在选择家族资产的托管人时，那些具备雄厚资本基础、稳健财务表现的银行更受青睐。此外，对于富裕家族而言，另外一个重点是保密性。因为任何信息的泄露都有可能导致负面的媒体报道，造成声誉上的损失。

内部与外部的冲突

在一个家族办公室中，最大的冲突产生于家族或掌握财富的家族成员（委托人）与基金经理或外部服务提供商（代理机构）之间。瑞士信贷的“家族企业调查”¹表明，在家族企业中，委托人与代理机构之间的冲突并不鲜见，家族在发展道路上经常会面临类似问题。不过，对委托人与代理机构之间紧张关系的担忧给家族办公室的资产管理委托提出了特殊的问题。

这种潜在冲突的一大特征是委托人和代理机构会在投资结果方面面临不同的效用曲线。大多数财富所有者面临的是边际效用递减曲线，这意味着新增加一美元的效用会越来越小。这也是为什么投资者赔钱的痛苦通常远远超出赚钱的愉悦。不过，基金经理倾向于在投资组合上冒更大的风险，以便获得超过基准的收益。这是因为，由于熊市时资金流入大幅减少，他们在牛市中表现超越基准而获得的利润（通过资产归集）高于熊市中表现不佳造成的亏损。这种预期的差异意味着，设立家族办公室的财富所有者可能会面临代理成本，因此需要建立适当的监控以及补偿机制，以缓解代理问题。

顾问薪酬

家族办公室面临的一个日益突出的问题是如何界定第三方投资顾问咨询服务的报酬。通常，建立家族办公室或雇用一位内部首席投资官，往往是出于家族的需要——确保对具体投资策略的客观建议不会因顾问得到的酬劳而受到影响。这种担忧推动了注册投资顾问（RIA）和投资咨询（IC）公司的发展。这类公司有很多收费项目，如提供资产配置咨询、物色第三方管理机构、选择与持续尽职调查、制作报告、调整资金组合等，但不会从其推荐和选定的管理机构那里收取任何报酬。这种需求也使大型的财富管理和经纪公司更愿意为他们的家族办

公室客户、机构客户、高净值及超高净值客户提供仅收取咨询费的费用结构。

投资年期的冲突

在家族办公室中，投资年期也经常是造成委托人与代理机构冲突的一大诱因。尽管家族办公室倾向于长线投资，但奖金及其他形式报酬的确定时间往往更为频繁，通常是一年一次。这种做法激励家族办公室的投资经理确保他们所管理的投资组合在该时段内表现良好，但往往也打消了实施长线投资、业绩表现可能与基准有差异的投资经理的积极性。

即使激励与优于基准的业绩紧密相关，但对于许多家族办公室而言，选择合适的基准本身就是个挑战。

此外，基金经理对评估的看法同样也是影响决策的因素。在一个外包程度较高的家族办公室中，代理机构和委托人之间通常有一个很长的投资决策者环节，每一环节都会给委托人带来额外的代理成本（及额外费用）。就资产管理而言，投资决策者环节与委托人离得越远，委托人在决策中的影响力越小。因此，外部基金经理更乐于进行更为安全的短线投资，而非短期内较为波动的长线投资。事实上，人们通常认为外部管理的资产与基金运作通常不如内部运作，但这一看法也难以缓解委托人和代理机构之间的冲突。

¹ 瑞士信贷，家族企业调查，2012年9月

就薪酬而言，多家族办公室更注重资产归集。因此资产管理机构的报酬通常更取决于销售业绩，而非基于投资效益。然而，自从金融危机后，家族办公室给予的奖金大部分被锁定——奖金的发放更加取决于长期效益（而不是短期业绩标准）以及回拨选择权——这与金融业的整体趋势是一致的。

图表 6. 图解家族办公室决策过程

来源：世界经济论坛，《长期投资的未来》，2011



在家族办公室负责人应该内部选拔还是外聘这个问题上，家族面临的另一个挑战是在信任与专业之间做出抉择。绝大多数家族办公室会挑选正在为家族企业服务的专业人士担任家族办公室的负责人，因为他们对家族企业及相关家族更为熟悉。另一方面，一些家族竭力避免雇佣这些正在为家族企业服务的专业人士，划清家族财富与家族企业的界限。

总而言之，成功化解委托人和代理机构之间的冲突，对于家族来说并非易事。但他们可以通过采用适当的治理结构、施行激励政策来缓解这些紧张关系。此外，选择合适的基准同样十分重要，因为不当的基准可能影响基金经理和外部合作伙伴的行为，阻碍家族目标的实现。同时，家族也应当让投资决策的流程规范化，这能够帮助家族办公室制定明确的界限和目标，避免做出与整个委托或长期战略不一致的临时投资决策。

家族治理的重要性

与企业一样，良好的治理对家族办公室而言同样也十分关键。如瑞士信贷与雷鸟国际管理学院家族治理白皮书“**顶级家族如何应对财富挑战**”²中所述，家族治理指的是主要由董事会和家族理事会领导的、联合进行决策、设计结构和制定政策的体系。这种体系能很好地帮助家族治理其拥有的财富与经营企业的关系。

家族治理的目标是确保做出能支持家族企业及财富之长远利益的理性经济决策以及家族福祉的决策。人选恰当的家族办公室董事会既能对家族办公室进行监督，同时也能与家族成员协调、保护他们的利益。协调好家族成员、股东以及职业经理人之间的关系，家族董事会能帮助家族避免纷争、确保财务目标的实现、促进和保障家族团结、保护家族的财务、人力及社会资本。



² 瑞士信贷和雷鸟国际管理学院,《顶级家族如何应对财富挑战》,2012

家族办公室专业人员的甄选

家族办公室成功的重要因素之一是选择合适的雇员。挑选、吸引并留住关键人才更是一项重大挑战。在大型机构里，这一环节通常由人力资源部门负责，但家族办公室无法获得此类支持。因此，人才招聘通常成为了财富所有者和他们所信赖之顾问的责任——但其中大多数人欠缺专业的人力资源培训。

在聘请家族办公室的人员方面，区分为家族办公室效力的家族成员和非家族成员的专业人员十分重要。虽然最近一项在瑞士和德国的研究表明，被调查的许多家族办公室是由家族成员领导，但本章主要针对非家族成员的专业人员招聘程序。³

在构建招聘流程、制定激励方案、保持与新员工的良好人际关系方面给予指导通常很有必要。

尽管家族办公室欠缺正规的招聘结构，但他们在人才吸引方面也有独特的优势——这往往是因为他们能够为高级雇员提供更灵活的薪酬制度和激励计划。他们提供的工作环境及文化也非常吸引那些渴望摆脱大公司文化的求职者。

最佳做法：招聘流程⁴

- **职位描述。**职位描述可以比较灵活，但必须抓住该职位的关键要素和本质。家族办公室的高管通常参与多个项目。
- **面试委员会。**首席执行官或者首席投资官的聘用非单独一人所能决定，因此共同完成招聘过程，共同承担招聘风险是明智之举。
- **资料核查。**信任的顾问或家族成员所推荐的候选人非常宝贵，但还是要进行大量的审查工作。为确保公正客观，招聘流程需十分严格。

³ 瑞士信贷和圣加伦大学，《从家族企业到实业家族》，2012

⁴ Family Office Exchange, 2013

留住人才

薪酬待遇和反馈流程是留住人才的重要因素。

■ 薪酬待遇

- 对话。反馈流程应该基于工作绩效，持续一致，并纳入长期薪酬考量。
- 激励机制可以包括影子股票（根据股票市场价值在未来予以支付的现金）、共同投资机会、交易奖金等项目，甚至在某些情况下提供合伙机会。激励计划往往反映出家族所在行业的兴衰，因此会因行业不同而有所差异。

■ 职业发展

在招聘员工时，家族办公室都会面临一个共同挑战，即如何才能与员工就职业发展前景及其因此而肩负的更大责任和挑战进行适当的沟通和交流。除满足家族成员不断增多而催生出的需求之外，大多数家族办公室在成立之初并未制定扩大规模和增加复杂性的明确目标。对于新成立的家族办公室来说，这点可能问题不大，因为他们的近期目标是建立基础架构，以便更好地管理和治理家族事务；但对于那些成立已久、发展成熟的家族办公室来说，这就是切切实实需要解决的问题。因此，招聘决定需要考虑到各级高管和员工们的长期角色和责任。在雇佣那些渴望学习和承担更大责任的年轻专业人士时，这一挑战尤为严峻；而在雇佣那些希望供职于家族办公室同时平衡好家庭和事业的行政人员和专业人士时，这一挑战又并非那么严峻。此外，在为家族办公室招聘年龄较大的领导层人员时，这也不算什么大的挑战，因为这些人通常都是业内的资深人士和专业

人士，他们经验丰富，并且已成功实现了自己的职业目标，他们选择供职于家族办公室无非是想凭借自己多年的经验给自己职业生涯划上一个圆满的句号。因此，在面试应试者时，关注并了解每个应试者的长期职业发展意向和动机十分关键。

■ 反馈

■ 提供反馈

许多家族办公室的高管曾在组织架构成熟的公司内就职，如果没有获得有实际意义的反馈，他们会对自己的绩效表现以及家族对他们的满意度感到不确定。家族成员可能不习惯提供反馈，但只要有可能，就应该努力提供一个公平、全面的绩效评估。家族办公室的首席执行官经常觉得自己并不重要，很大程度上就是因为缺少反馈，而非担心报酬。

■ 接受反馈

家族办公室雇佣员工时面临的一个挑战是家族办公室高管和家族成员们如何保持一种合作关系，同时保证家族办公室高管的公正决断不受家族的影响。家族办公室的高管必须愿意给予和接受反馈，这样才能创造一种坦诚开放的环境。反馈的过程本身就取决于其对家族的长期责任感，需要合适的激励机制和私人关系来培养，而这也是此过程中一个难以计量的因素。

家族至上，一切妥当

无论费用多寡，运作良好的家族理财室总能带来巨大的效益，包括定性与定量两方面。

家族理财室这类组织，是负责管理富裕家族或该家族一些分支的财富及个人事务。它也会为家族规划未来，跨越多个世代，范围涵盖税务、法律与产业规划、为下一代作准备、慈善活动、簿记，甚至还可能细致到包括管理艺术品、飞机、游艇、房产及其他资产。

富裕家族无一例外都已经作好某种形式的安排，以看管他们的财富及个人事务，这通常是非正式的小组，由一些家族成员及在家族业务管理办公室内操作的员工所组成。然而，时移世易，这些非正式的组织总会面对各种难题及挑战。

首先，商务员工也涉入私人事务，可能会造成分心的效果，或无法在家族与业务职责之间权衡优劣轻重。其次，分拆或隔开信息以确保没有任何一个人“摸透全局”，这毕竟需要至少一个人有能力去操纵个中的复杂细节。这可能隐约间会产生人所不欲的完全不同的信息贮藏库（“跟进谁知道了些什么”），以及带来风险——掌握全局那人会发生难以预料料的事故。最后，家族往往认为这类组织善于回应事情的变化，却非先知先觉地预测到它们，而且随着家族与其财富的增长，或业务或家庭状况随着家族生命周期而改变时，这类组织也未能适当地紧贴情况的复杂程度。

确保更妥善的管理

那些开始体验到这种挑战的家族，会考虑作出更周全又妥当的安排。当家族跨越到下一代甚至更远，相对于财富增长，家族可能会不按比例地增长。在默认情况下，若家族必须待在一起，比如家族资产尚未或无法分家，家族理财室往往是一种值得开发的选项，以确保更妥善地来管理这个共享的资产库，能迎合个人的财务需求及家族的其它需要。有鉴于此，他们理所当然就会考虑更正式的家庭理财室。

许多家族业务继续蓬勃地增长，尤其是在亚洲，商业王国的掌舵人可能会觉得要同时管理家族财务资产及营运业务，实在艰难。家族财富也能变成业务——举例而言，当家族因为新的私人或公共投资者而不再全盘掌控管理层或拥有权；家族理财室让家族得以通过加强对良好管制的认知方式，而和业务进行互动。

家族理财室也会为家族提供聚焦点，以继续在其他新业务或非商务的企业中合作共事。家族理财室会减轻家族的行政管理重担，为家族持有人提供一种系统化的方法来筹组家族日益复杂的生活形态，并让他得以腾出更多时间来发展个人的兴趣嗜好，追逐理想。当前这一代当然会希望能好好装备下一代，家族理财室作为“安全可靠之手”，能妥善处理事务，善尽管家的职责以协助装备下一代。

家族须慎重考虑，它希望本身“掌控一切”并配合家族理财室来行事，其程度是要到达哪个水平。有些家族理财室为了维护最高度的隐私，会设立全方位的基础设施与员工团队来管理驻内的每一项功能事务。除非管理得极佳，否则这类家族理财室无法通过时间的考验——下一代通常会因为多年累加的昂贵费用而解雇他们。总括来说，雇用相对低薪的行政员工而让他们单是按照家族的命令和指示来行事，这通常不会是适当的解决方案——理财室一般无法凌驾于员工的程度之上，而家族也永远不能认识到其全面的潜力。

找到对的人

家族最重要的任务之一，其实是找到对的人（家族或非家族成员）来带领其家族理财室。有些特质是很重要的。这位人士有必要知道在长期财富的增长与保留之间如何取得正确的平衡。除了所需之各种专业素养，他或她也应注重良好的流程，在处理法律与财务事项并与服务提供者交涉时心思缜密，无微不至。这位人士必须诚信可靠，专业形象出色，比如能够代表一个显赫的豪门家族而不会把局面搞砸。他或她应能够获得当前及下一代的信任，令人充满信心，而且有“不畏强权，实话实说”的本事，比如代表家族提出反对意见并能够收获正面积极的成果，而不是破坏凝聚力及团结意识。这位卓越不凡的人士将能够带领家族全盘投入专业的家族理财室当中，彼此合作无间，并协助培育下一代优异的独立精神。

家族理财室所照管的财富库，即使资金数额及复杂度都雷同，其员工规模却可以从几个人到上百人不等。已公布的数据显示，家族理财室管理的中等可投资资产介于1亿至1.25亿美元之间，平均值约2.5亿美元。年度操作费平均介于可投资资产的大约40至100个基点。无论如何，那些考虑雇用家族理财室的亚洲家族应视这些公布数据为经验法则，而非行业标准或操作准则，毕竟它们主要是取取自那些立足美洲及欧洲的家族理财室。

无论费用多寡，家族理财室带来的效益包括定性与定量两方面，家族应按照设立理财室的初衷来衡量此事。量化的效益包括更高的永续性真正投资增长，这都归功于更勇猛的投资过程与尽心尽责、风险管理，或是采纳“体制化”的处理流程。以来自聚合资源的储蓄来和服务提供商进行协商，这也能为底线作出贡献。

那些不能轻易量化的效益，但却体现出同等甚至更高的价值，包括加强家族团结、从容稳当进行跨代交接以看管业务及财富，以及保存家族的传承并维护其名誉。

随着家族及他们相应的需求、要求及优先考量的增多，家族理财室也不断在组织性质方面作出改良。无论该组织采纳何种形式，它都应该能够从其服务的家族对象那里，体现出本身的巧思、认同感及重要性。毕竟，归根结底，它就是家族理财室。

.....
**Bernard Fung 为新加坡家族理财室服务的
瑞信私人银行交易部门主管**

世代保持家族财富是一项极其复杂的任务。近来，全球经济面临着前所未有的困难。因此，拥有显赫的企业资产或私人财富的家族正在寻求保持财富稳定的方式。对于欧洲的富裕家族来说，由法律、财政和政治困难带来的不确定性和波动性，加上欧元的疲弱，使他们雪上加霜。许多人都十分担忧资金永久流失、交易对手风险、信用风险及缺乏流动性等风险。因而，为了确保家族的遗产世代相传，他们改变了对风险的看法以及对风险本身的定义。

2008年至2009年期间的金融危机及其“余波”已经促使各家族重新审视他们应对风险的方式和态度。总体而言，在金融危机爆发前后，他们的观念已经从过度冒险转变为不愿冒险。要想避免这种对风险的主观看法，惟有专注于长远目标，实施严格、结构完善的风险管理过程。此外，对于大型投资项目，如今更是要求开展更多的尽职调查流程，而在投资流程中也要求更大的透明度。

在这种背景下，家族办公室需要运用其他技巧来完善其现有的标准风险应对措施，例如使用其他投资组合分析工具和情景分析法来分析不同的资产类别。家族办公室中的风险管理职能不再是单纯地控制风险，而更多地是提供时效要求高的战略顾问职能。这种趋势也对家族办公室的自我服务或外包决策有着重要影响。

对风险透明度的新需求使得人们更加青睐于直接投资机会和不动产投资，而非复杂的金融资本市场产品投资。轻松了解金融产品、接近投资、对投资有确实的影响力，这比以往任何时候都更加重要。波动小、预期回报一般的长期投资常常与风险高得多的中短期投资相结合，以实现超越基准的投资表现。如今，家族办公室服务正越来越专业化，主要表现在管理机构

的选择、对直接投资的尽职调查以及对投资组合经理更严格的控制等方面。

金融危机后，风险管理和投资报告及控制也开始变得重要起来。市场参与者通常的说法是：最佳的多元化投资或者资产配置策略，结合主动灵活的投资组合管理，是强大的风险管理程序的根基。

关键风险领域

系统风险及全球风险显然对家族财富有着重大影响。以下参数或许可以提供一个投资组合风险分析框架的指导：⁵

- 识别哪些因素可能破坏投资组合的稳定性和影响分散投资。
- 找出盲区和隐藏的分散风险。
- 留意那些在市场回调期间走势相同、看似无关联的资产。
- 关注不完备的知识。
- 开展批判分析，反思可能对资产配置决策产生影响的因素。

⁵ Family Office Exchange, 《制定家族企业计划以应对未来的不确定性》，2012

风险管理系统

风险、回报和流动性在任何投资决策和资产配置过程中都是需要首先考虑的重要问题（见图表 7）。这些前提是风险管理系统的核心，本身可以化解风险和降低成本，甚至创造价值。这些因素包括：

降低风险

- 识别和化解主要风险。
- 有效评估家族办公室各个领域的风险，推动问责制和所有权。
- 管理和化解重要风险。
- 建立全面完善的风险管理框架。

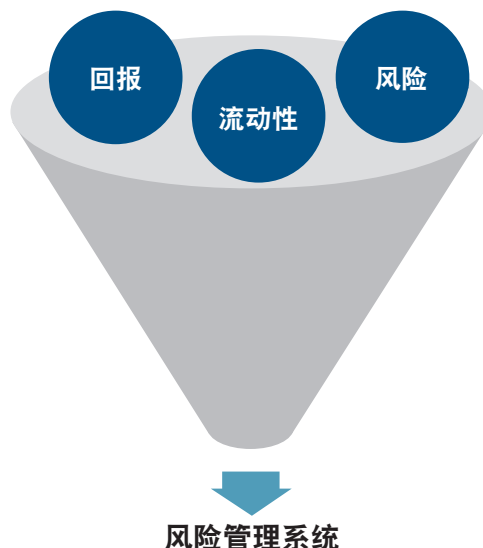
降低成本

- 成本效率是成立家族办公室至关重要的因素。
- 实施自动风险管理，显著改善成本结构。
- 通过更有效的自动控制来减少控制成本。
- 减少或取消会重复产生风险的活动。
- 通过持续的监督来提高风险化解过程的效率。

价值创造

- 从风险投资中获得卓越的回报。
- 完善对关键流程的控制。
- 结合风险和控制管理，提高业绩。
- 利用分析结果来优化风险组合和改善决策。

图表 7. 风险管理系统



家族办公室的首席执行官、首席财务官或首席投资官日益认为，企业风险管理对家族办公室的运营有增值作用。欧洲家族办公室调查显示，家族办公室最担心的问题包括投资风险、家族声誉、银行 / 托管风险和政治 / 国家风险。⁶ 在金融危机之后，风险管理已经向风险 / 回报优化模式进一步发展（见图表 8）。

⁶ 瑞银 / 卡姆登财富，回到企业，家族办公室适应新常态，2012 年

图表 8. 风险管理流程

来源：安永，家族办公室服务，2013

风险管理流程对家族办公室的结构来说非常重要，有助于落实家族财富的风险管理方式。



化风险为业绩

高业绩机构有何不同？

安永标题为“化风险为业绩”⁷的研究报告发现，尽管大多数机构执行基本的风险管理，但高业绩机构不止如此。研究发现，高业绩机构（按照风险期限排名前 20% 的机构）持续实施具体的风险操作，而排名后 20% 的机构却没有。这些风险操作可以分为下表所示的五个重点领域。成功化风险为业绩的机构都专注于风险议程的五个重点领域。

图表 9. 风险议程

来源：安永：化风险为业绩，2013 年 6 月



7 安永：化风险为业绩，2013 年 6 月

风险管理

作者：贝内迪克特·冯·迈克尔，首席投资官，JMH 资本管理公司，2013 年 10 月

JMH 资本管理公司是一家单一家族办公室，成立目的是保障其委托人资产并实现资产增值。该家族通过收购一家曾属于英国石油公司的建筑解决方案公司并实现转型和增长积累了财富，由此带来的强大现金流使得 JMH 集团收购了几家小众奢侈品公司，以及赛马马厩和其他各种不动产。该家族大部分的财富投资在这些低流动性资产上，因此，有必要保留其余投资组合的资金，维持合理的流动性，但不能以牺牲回报为代价。

这无疑给大多数首席投资官设置了一个难题：家族办公室怎样才能在财富保值的投资框架内实现可观的回报，并且同时还要保障家族持续拥有充足的流动性？

多轮量化宽松带来的负面影响，即各种资产类别无可避免的扭曲，使得投资者面临着比以往更大的风险。在 JMH 看来，传统上避风港性质的资产，例如七国集团的主权债券，面临的资本亏损风险使得传统的 60/40 股本 / 负债投资组合结构在可预见的未来已经成为历史。

因此，JMH 将大部分的投资组合都分配给无相关性、很多情况下可以算是非主流的资产类别。考虑到这些资产类别需要的是专业化程度高的小规模团队，JMH 几乎都是通过专门基金进行投资。这些基金包括直接借贷（包括贸易金融）、股票挂钩债券、合并套利、再保险、诉讼融资和后期破产索赔。这些基金的共同点在于他们能够提供相对稳定的回报，但基本上互无关联，与全球股票和债券市场也没有相关性。只有通过投资这些多元化的资产，JMH 才能实现 8% 的年回报率，并且更重要的是，波动或风险明显更小。由此得出的高夏普比率表明，回报率超过了追求收益所承担的风险。

如上所述，只要能够控制投资组合的整体风险，JMH 并不反对冒险投资非传统的基金，获取回报和承担非对称风险。事实上，作为其投资理念的一部分，JMH 在撒哈拉以南的非洲地区做了一些直接投资，但之前都做了大量的调查，并找到了

合适的合作伙伴。

鉴于非洲大多数的公司不是私有就是国有，该公司很快明白，获得适当风险敞口的最佳途径是通过私有市场。但是，在 JMH 看来，私募股权有可能变成一个拥挤的市场，退出风险越来越普遍。于是，JMH 开始着手组建一支更具创新精神并且在非洲有适当投资渠道的团队。他们与一支接受英国教育、经验丰富的当地金融家们建立伙伴关系。

在当时来说，JMH 计划如果能够减少风险的话就只在非洲投资。由于这个团队必须本土化，因此，JMH 为他们在拉各斯和内罗毕设立了办公室。为了防范下行风险，投资必须以债券为主，而不是以股票为主，并且总是要求大量资产作为抵押。最后，JMH 需要通过股权参与的方式作为承担非洲风险的回报。Parallels 是一家由 JMH 和 TIA 资本管理公司合资的企业，是唯一一支可以有效管理这些风险的团队。于是，JMH 引入这支团队，提供了全部的启动资金，并且开始将自己的资金及部分合资资金投入了该地区。毕竟，最好的尽职调查正是让团队实际参与进来，共同创造在 JMH 看来是投资新兴市场最好的风险 / 回报平衡。

JMH 家族办公室认为他们已经创造了独一无二的非主流基金资产的投资组合，无论总体市场环境怎样，都能获得非常稳定的低波动性回报。关键因素是遵循将资金分散投资在真正彼此毫无关联的资产种类的多元化投资策略。通过将投资组合分为 30% 的高流动性资产（流动周期短于一周）和 70% 的低流动性资产（范围广泛，但平均周期仍然低于一年），JMH 能在很短时间内向其委托人提供流动性，但是以最小风险提供最稳当的回报。

对于在可预见的将来低回报率将成为新常态这个问题，JMH 认为家族办公室已经在一定程度上提供了一个有力的解决方案来应对风险 / 回报 / 流动性难题，这应该是所有家族办公室都期望的结果。

家族办公室如何投资其委托人的资金？家族办公室倾向于遵循自己的投资政策，因为跟银行及其他金融服务提供商不同，家族办公室一般遵守适用于企业、信托及基金会的更宽松的规定。然而，家族办公室享有的自由度会随着第三方提供服务的程度以及家族办公室所服务的家族数量而递减。

由于家族办公室管理的资产金额庞大，家族办公室常常可以实施非常多元化的投资，这是机构投资者远不能及的。一般来说，家族办公室也更有能力实施长期投资，并且主要倾向于财富保值，使资产世代相传。⁸最近的研究显示，许多人青睐直接投资，尤其是那些由企业家领导的机构，更可能直接参与投资程序。超过三分之一的被调查者表示乐意参与他们投资项目的规划阶段。⁹

许多家族办公室对其投资政策采取开放的态度，努力避免传统的投资方法。所以，许多家族办公室进行另类投资，例如投资游艇、赛马、艺术、森林和农场，或者收藏汽车、红酒和手表。这在体现家族成员个人喜好和兴趣的同时又能分散风险。

家族办公室的发展是一个相对较新的趋势，并且，由于许多家族的财富来源不一样，首席投资官的背景也不同，所以很难制定一套放之四海而皆准的家族办公室投资流程。广泛而言，首先需要制定一条未来投资路线，列出投资目标和风险承受度，妥善解决好与企业股份及家族成员股份相关的问题。接下来是确立投资组合结构（例如，在股票、房地产等资产类别中各投入多少），以实现家族要求的风险/回报平衡。之后是实施和治理，寻找合适的投资机会，建立投资组合，并监督投资项目的业绩。

家族的角色

投资流程的构建在很大程度上取决于历史遗留问题，需要反映家族累积财富的经济领域、家族参与业务的积极程度、以及家族办公室首席投资官的背景。这些因素可以左右家族财富如何投资，并且影响随后建立长期、多元化投资组合的需求。

家族构成也是一个重要的问题。比如，由第一代企业家创办的家族办公室可能与第四代大家族创办的家族办公室在宗旨方面大相径庭。因此，其中涉及的行为、财务和法律问题使得家族办公室投资流程的构建更为复杂和令人困惑。

瑞信的“家族企业调查”显示，大多数的家族企业，即便是那些第三代以及历史更久远的家族企业，也还未设立家族办公室。成本及复杂性是其中两个原因，但家族办公室的增长速度在明显地不断加快，这也需要一个透明、独立及结构严谨的投资流程。¹⁰

8 瑞士信贷，家族企业调查，2012年9月

9 Ibid

10 Ibid



设立投资目标

对大部分的投资基金而言，无论是主权财富基金、捐赠资金或是家族办公室，首要任务都是要设立明确的投资目标和风险结构。不同的投资结构，其目标和目的也不尽相同，如何构建目标也不一样。例如，某些机构投资者的目标可能是通胀挂钩的回报，而其他的机构投资者则不然。

在该阶段，还可以明确区别高流动性资产（如交易证券）及低流动性资产（如直接投资、私募股权及房地产）。通常，低流动性资产更加难以评估，也需要寻求资金支持。就回报和投资期而言，许多首席投资官会以不同的角度看待低流动性资产和高流动性资产组合。

审查以往的投资风格及调查问卷有助于鉴定家族的风险承受能力。此外，利用情景测试来分析对风险和投资组合撤资的敏感度十分有益。在某些情况下，由首席投资官主导讨论投资流程；而在另一些情况下，家族成员也可参与到

集体讨论当中，并且还可以讨论除家族办公室外，建立慈善或捐赠计划的意愿。

在资产配置建议通过审核并被充分理解及接受后，家族应该在投资政策声明中落实投资计划。该声明是包括投资顾问、投资经理及受托人在内各方的路线图及关注重点。在市场混乱时，情绪化可能导致轻率鲁莽的行为，此时该声明还可作为行动指南。

在家族办公室确立好具体的投资目标（无论该目标是财富增长还是财富保值）、及风险偏好之后，下一步便是拟定总体的投资组合结构，并运用必要的投资工具来推进投资流程。在某些情况下，也可利用资产投资回报的历史数据来推测将来的回报情况。不过，就近期的股市情况来看，过往业绩未必是未来回报的可靠指标。

税收因素

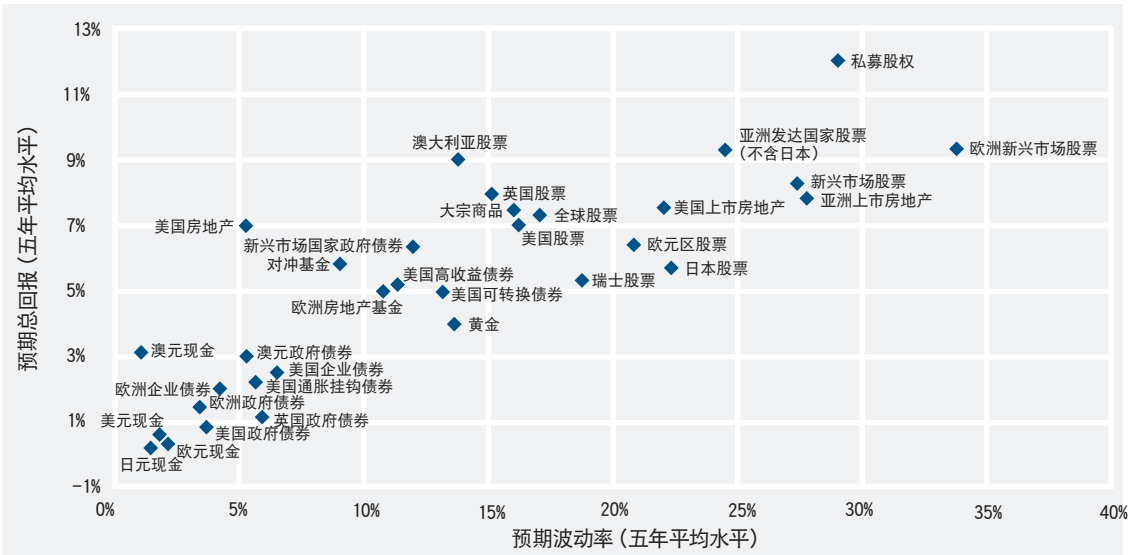
某些资产类型会更为节税，这已经是公开的秘密。在为家族选择最为节税的资产组合时，需要考虑家族期望获得的最终税后回报。因此，有必要将每一种资产类型的预期回报进行细分处理，以反映利息和股息的收益率与资本增值回报率。同时，还可以根据各个资产类型一般的周转率，估算出已实现的资本收益和未实现的资本收益分别带来的资本增值比例，以及判断哪些已实现的资本收益应该被视为短期税项负债或长期税项负债。针对税后的情况来进行资产配置分析可帮助家族获得有关其资产组合投资预期回报的更为现实的数据，并且根据家族具体税收情况量身定制最佳投资组合。

运用资本市场假设

在资本配置过程中，有必要应用到涵盖尽可能多的资产及资产类型的资本市场假设。在估计总回报情况时，应平衡好定量和定性两个方面，从而合理地预估资产及资产类型的长期平均表现。构建量身定制的投资组合是以未来资产的长期回报数据作为支持，而不是简单地使用过去的长期趋势作为依据。不过，与历史数据进行交叉对比（比如，使用瑞信投资回报年鉴等资料来源，该年鉴对 20 个国家过去 112 年的股票及债券回报加以分析）将有助于家族办公室对目前和未来作出更为准确的预测。¹¹

图表 10. 各资产类型的预期总回报及波动性

来源：瑞士信贷，Datastream, 2013



瑞信的资本市场假设框架给出了 78 项资产（实际分为 7 大类）的五年平均回报和波动性预测，部分如下图所示。

11 瑞信投资回报年鉴，2013 年 2 月

压力测试及建模

一旦投资组合初见雏形，则可进行下一步的操作，比如，对该投资组合的回报情况进行压力测试，向家族展示投资组合在波动期间的表现。在做此类分析时，有必要调查家族的全部财富，而不仅仅是他们的投资组合。按私募股权或直接持股的形式构建家族所持核心业务的模型，然后分析和优化与之相关的其它家族财富部分，这项任务艰巨但很必要。

对于家族企业而言，上述操作过程往往会显现出这样一个结果，即家族办公室的初步投资组合还可以更好地多元化，因为投资组合通常会大量持有家族企业资产，或在某些情况下，持有往往过度集中于某一特定资产类型（比如私募股权）的遗留投资。可以借助预估的总回报数据及波动率数据，有多种途径实现投资组合的更进一步多元化（见图表 10）。

现金流的重要性

不同于其它组织，家族办公室通常对投资组合有更多、更不常规的需求。家族成员会出于业务相关或私募股权、慈善事业和影响力投资、或维持业务周转等目的而需要资金。因此，为现金流对整体投资组合的影响建立模型十分重要。而且经验表明，相比于其它组织，家族办公室更加注重收益率和现金流。因此，在投资组合构建过程中，家族应仔细考虑他们整体的流动性需求。

执行及治理

执行及治理质量至关重要。从投资的角度来看，投资组合的执行必须与其目标和结构保持一致。制定一份正式投资政策声明对于保持一个恰当的治理结构来说至关重要。除了审视家族的目标与目的外，还需审查其资产配置，这点十分重要。可以至少每年一次诊断投资组合的资产配置，以确保其符合最初规定。此外，透明度也相当重要。委托人、家族办公室工作人员及外部顾问之间的定期会晤和接触也将有助于开拓宏观视野、寻找战略转折点、以及明确相关的执行问题。

总之，家族办公室正在快速发展和进步。家族办公室的投资流程包括如下几个关键组成部分，包括：

- 思考历史遗留问题对基金起点的决定性作用。
- 设立目标，拟定投资政策声明。
- 对应风险承受能力。
- 构建包括所有的高流动性资产及低流动性资产的投资组合。
- 运用战略性及战术性投资工具，确保投资方案符合预期目标并满足现金流需求。
- 治理。
- 再平衡。

资源

下列资源可以为展开本白皮书中所讨论的话题提供更多信息。

安德鲁·安, 国家经济研究局,《资产所有者和委托管理人》, 2012

伊冯娜·布鲁克纳博士(与德国巴登符腾堡银行合作),《家族办公室未来的危机和挑战, 执行摘要》, Family Office Panel, 2012

家族企业中心, 圣加伦大学,《从家族企业到商业家族》, 2013

约瑟夫·陈, 哈里逊·洪, 约瑟夫·D·库比克,《共同基金管理的外包》, 2010

瑞士信贷和雷鸟国际管理学院,《顶级家族如何应对财富挑战》, 2012

瑞士信贷和圣加伦大学,《从家族企业到实业家族》, 2012

瑞士信贷研究机构,《家族企业调查》, 瑞士信贷, 2012

贝亚特·德根博士, 安永会计师事务所, 皮特·鲁韦德尔,《监事会和风险管理, 监事会》, 2011

安永会计事务所,《化风险为业绩》, 2012

Family Office Exchange,《小型家族办公室揭秘》, 2010

Family Office Exchange,《制定家族企业计划以应对未来的不确定性》, 2012

Family Office Exchange,《保护未来: 家族财富与家族企业分开管理》, 2008

Family Office Exchange,《重塑家族办公室的风险管理者角色: 家族风险管理必须具备的新条件》, 2006

Family Office Exchange,《反思投资管理, 尽职调查新时代投资风险管理实践的预期变化》, 2009

Family Office Exchange,《巩固未来: 通过有效的风险计划管理威胁和机遇》, 2009

Family Offices Group, Richard Wilson Capital Partners LLC,《家族办公室报告》, 2012

福斯特家族办公室研究所, M & G 投资,《家族办公室和大型公司风险管理的定性分析》, 2011

安德烈·弗拉兹尼, 赖斯·H·彼得森,《对赌 beta》, 纽约大学斯特恩商学院, 2010

斯特凡·弗雷泰格, 威尔海姆·冯·芬克家族办公室,《管理大型私人财产的机构》, Absolut 报告, 2011 期

菲利克斯·豪普特, 托马斯·希尔格,《家族办公室: 综合服务供应商还是战略顾问?》, 研究论文第 5 号, WHU 研究论文第 113 号, 奥托贝森管理研究院, 2006

本华·莱勒, 约亨·舒瓦兹, IMD, 《家族办公室和风险管理》, 2006

专业财富管理, 《扩大家庭企业》, 2012 年 3 月

安格罗·J·罗布尔斯, 创始人兼 CEO, 家族办公室协会, 《为财富创造和家族继承的可持续发展创建单一家族办公室》, 家族办公室协会, 2009

SL 顾问, 《价值的追求》, 2011

VP 团体, 圣加伦大学, 《亚洲的家族办公室——亚洲家族办公室的演变》, 2008

麦斯米兰·A·韦特缪勒博士, 法学硕士, 《家族办公室的管理》, 海德堡金融座谈会, 2010

沃顿全球家族联盟, 《单一家族办公室: 家族环境下的私有财富管理》, 2007

沃顿全球家族联盟, 《单一家族办公室的基准》, 2009

世界经济论坛, 《长期投资的未来》, 2011

关于供稿人

瑞士信贷集团

瑞士信贷银行有限公司是当今世界领先的金融服务商之一，是瑞士信贷集团公司（以下简称“瑞士信贷”）的一部分。作为一家综合银行，瑞士信贷能通过单一渠道为客户提供涵盖私人银行、投资银行和资产管理领域的全面专长。

瑞士信贷为世界各地的公司、机构客户和高净值私人客户以及瑞士本土的零售客户提供专家咨询服务、综合解决方案和创新产品。瑞士信贷总部位于苏黎世，在世界各地 50 多个国家开展业务，雇员约 46,300 人。瑞士信贷的母公司瑞士信贷集团 (Credit Suisse Group AG) 登记股票 (CSGN) 在瑞士上市，并以美国存托股份的形式在美国纽约上市。请登陆网站 www.credit-suisse.com 了解有关瑞士信贷的更多信息。

安永会计师事务所 (简称“安永”) 全球家族企业卓越中心

安永是咨询、指导和发掘家族业务方面的市场引领者，拥有将近一个世纪的经验，服务于世界上大多数创业和创新型家族企业，他们深知家族企业面临的独特挑战而且知道如何解决。他们通过安永全球家族企业卓越中心针对每个家族企业的特定需求提供个性化的服务，帮助他们实现世代增长和持续成功。

卓越中心是业界首创，并拥有强大的资源。它通过无与伦比的全球合作伙伴网络，提供丰富知识、深刻见解和经验，致力于帮助世界各地的家族企业获得成功。更多信息请访问 ey.com/familybusiness。

安永家族办公室服务

安永为家族和家族办公室提供的服务反映了他

们广泛的专业知识，以及他们对世界各地家族业务的承诺。他们采用全面和综合的方法帮助家族构建他们的财富结构以及为后代保值。安永的目标是通过综合学科研究法——细察运营、监管、税收、法律、战略和家族相关各方面，开启家族发展潜力。请访问 ey.com/familyoffice 了解关于家族办公室全方位服务的更多信息。

家族企业中心——圣加伦大学

圣加伦大学的家族企业中心 (CFB-HSG) 致力于在家族企业范畴和国际层面进行研究、教学和高管培训。该中心的工作涉及发起、管理、促进和运行培训和转让项目、研究项目和课程。

通过在圣加伦大学举办的家族办公室论坛，讲德语的单一家族办公室的代表在彼此信任的氛围中每两年会面一次，目的是加强经验、最佳做法、观点方面的交流。更多信息请访问 www.cfb.unisg.ch。

供稿人

瑞士信贷

- 艾伯华·迪尔格, 超高净值业务主管, 私人银行(西欧地区), 瑞士信贷
- 弗兰克·多里齐, 单一家族办公室团队主管(苏黎世和圣莫里茨), 瑞士高端客户及全球外部资产管理人, 瑞士信贷
- 伯纳德·冯, 私人银行家族办公室服务和慈善顾问主管(亚太地区), 瑞士信贷
- 拉斐尔·马特, 细分行业管理主管, 瑞士高端客户及全球外部资产管理人, 瑞士信贷
- 露西娅·莫瑞诺, 超高净值业务开发主管, 私人银行(美洲地区), 瑞士信贷
- 迈克尔·奥沙利文, 首席投资官, 私人银行(英国、东欧、中东及非洲地区), 瑞士信贷
- 帕斯卡·罗内尔, 单一家族办公室高级顾问, 私人银行(西欧地区), 瑞士信贷
- 比尔·伍德森, 超高净值业务主管, 私人银行(北美地区), 瑞士信贷

安永

- 大卫·博伊尔, 合伙人, 个人金融服务, 美国, 安永
- 皮特·布洛克, 家族办公室服务负责人, 德国, 安永
- 杰夫·布罗茨基, 个人金融服务, 美国, 安永
- J约翰·库尼, 合伙人, 家族企业负责人, 英国, 安永
- 克雷格·德卢西亚, 执行董事, 个人金融服务, 美国, 安永
- 路特飞, 中东和北非地区业务负责人, 沙特阿拉伯, 安永
- 皮特·英格尼治, 全球家族企业负责人, 德国, 安永

- 乔·格鲁德, 管理合伙人, 法律服务, 瑞士
- 马克·哈尔斯玛, 执行董事, 全球家族客户服务, 美国, 安永
- 阿迪卜·拉希德, 董事, 咨询服务, 安永
- 克里斯多夫·力多, 执行董事, 注册税务顾问, 德国, 安永
- 鲍比·A·斯托弗, 合伙人, 个人金融服务 SW 区域负责人, 安永
- 罗兰·苏德勒, 执行董事, 国际税务和私人客户服务, 瑞士, 安永
- 约翰内斯·弗比尼, 国际和私人税务服务, 奥地利, 安永
- 克里斯坦·瓦瑟 - 彼得劳舍科, 执行董事, 国际税务和私人客户服务, 执行董事, 瑞士, 安永
- 阿斯特丽德·维莫, 合伙人, 奥地利家族企业负责人, 阿联酋, 安永

CFB-HSG 圣加伦大学

- Urs Frey 博士、教授, 联合创始人及管理团队成员
- 菲利浦·齐格尔博士、教授, 家族企业助理教授

瑞士信贷、安永和圣加伦大学对以下个人慷慨地投入时间、贡献专业知识和发表见解表示感谢:

- 克里斯坦·苏丹瑞 - 比埃尔, Family Office Exchange International 董事总经理
- 丹尼尔·戈德斯坦, 独立家族办公室顾问
- 亚历山大·海沃德, Family Office Exchange International 客户经理
- 贝内迪克特·冯·迈克尔, JMH 资本管理公司首席投资官

重要信息

本文件仅供收件人用作参考信息。其中所包含的信息均为示意性信息，并可能随时变更。我们不保证本文件的可靠性和完整性。对因使用本文件而造成的损失，我们不承担任何责任。本文件不构成购买或销售投资工具或执行任何种类交易的要约、推荐或邀请。本文件不得在美国地区传播，或提供给任何美国人（依据《美国1933年证券法》修订版之规定），此限制同样适用于其它管辖区（除非符合该辖区内适用的法律）。

版权所有 © 2014 瑞士信贷集团及 / 或其附属公司。保留所有权利。

瑞士信贷

Paradeplatz 8
8070 Zurich
Switzerland

www.credit-suisse.com