白皮书

CREDIT SUISSE

家族办公室的未来之路

与圣加仑大学合作撰写

家族企业中心

圣加仑大学

目录

5 执行摘要

7 家族办公室的基本概况

8 演变
10 家族办公室的三种模式
11 全方位服务

17 设立家族办公室

18 为何需要家族办公室
20 考虑因素
22 司法管辖区的影响
24 内部服务与外包服务
28 选择服务合作伙伴

33 经营家族办公室

34 治理结构
36 人员配备
38 成本结构
40 策略规划
42 投资流程
46 家族办公室对未来的看法

49 关键趋势

50 私募市场
54 捐赠基金投资
56 专注于可持续投资
60 有目的的继承规划
64 尖端技术
67 综合风险管理

70 作者和供稿人

71 参考文献

72 重要信息

36

执行摘要

由于全球富裕家族显著增加，家族办公室的大行其道亦在意料之中。随着家族办公室行业大幅增长，市场更加需要有关家族办公室及其最佳实践的可靠信息。为此，我们更新了2016年白皮书，以反映当今家族办公室面临的各种挑战和机遇。

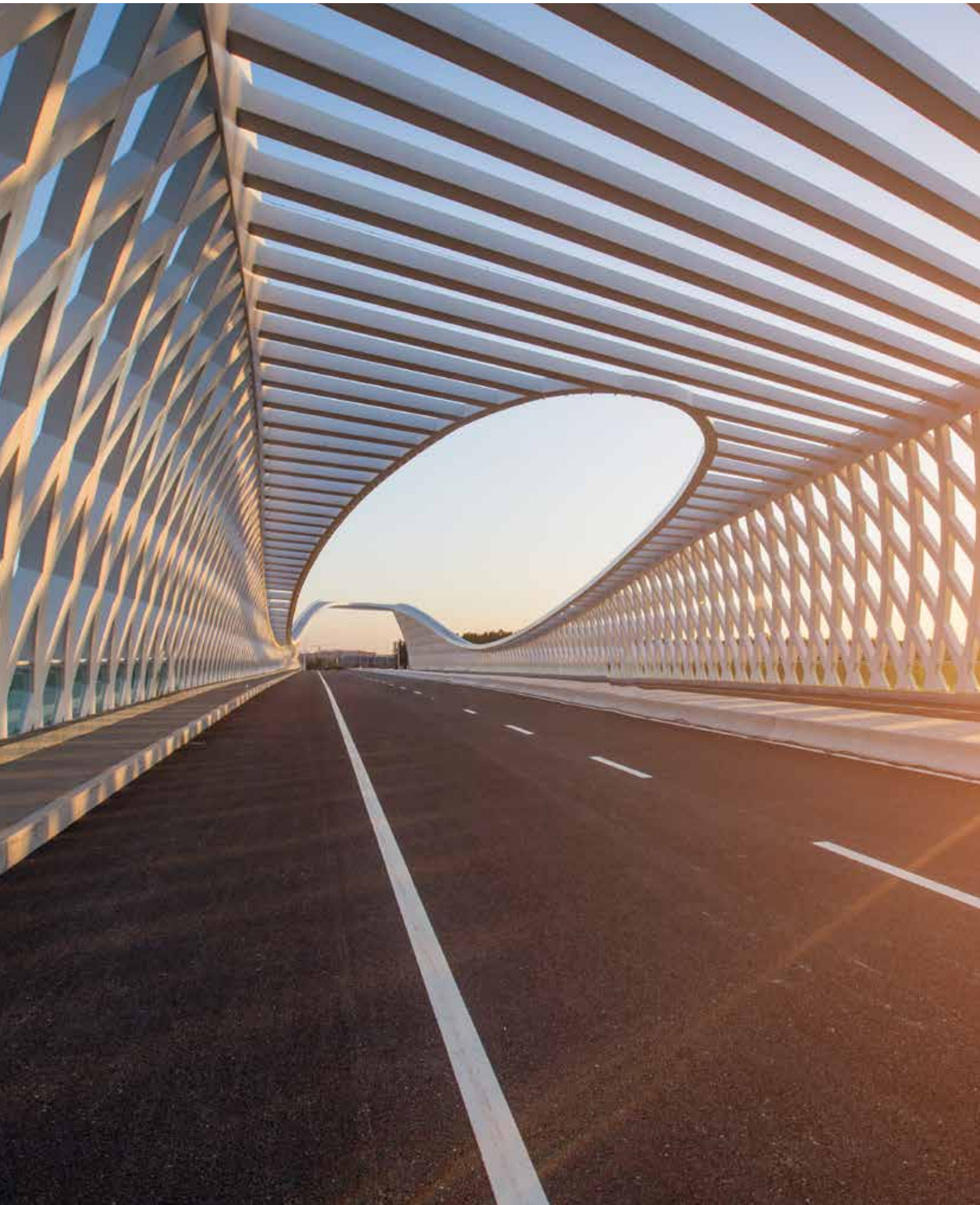
《家族办公室的未来之路》就家族办公室的概况提供全面、实用的资料，希望对现有的家族办公室和考虑设立家族办公室的家族具有参考价值。本白皮书涵盖了家族办公室方方面面的流程：从最初愿景及设立，乃至顺应关键趋势而进行的实际运作和长期规划。

透过研究、洞察和了解《2021年瑞信全球家族办公室调查》的新发现，本白皮书可解答以下问题：

- 家族办公室有哪些主要类型?
- 家族办公室提供哪些服务?
- 设立家族办公室有哪些潜在的利弊?
- 哪些决定在设立阶段至关重要?
- 经营家族办公室及聘用相关人员的成本是多少?
- 家族办公室如何规划未来?
- 哪些投资策略正被考虑或可考虑用于长期规划和发挥正面的社会影响力?
- 当今家族办公室的优先事项是什么?
- 哪些外部因素将决定家族办公室未来的发展面貌?

重要的是，每个家族办公室都与其所服务的家族一样独特。本报告的目的是介绍可供当今家族办公室借鉴的多项考虑因素和选项。

希望这份报告能给您带来助益和启发。



家族办公室的基本概况

一度是皇室专属的家族办公室，现已演变成为一种多层面的机构，为世界各地的富裕家族提供有价值甚至是不可或缺的服务。

演变

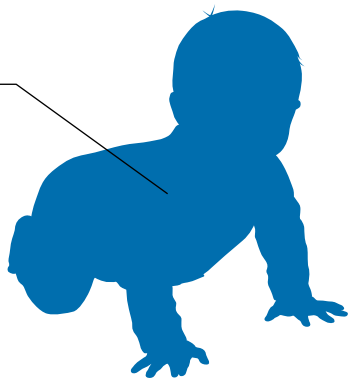
家族办公室的历史可追溯到六世纪。当时，管理皇室财富的重任落在一国之君的管家肩上。在现代社会，这种管家概念已演变成为我们如今所知的家族办公室。1882年，约翰·洛克菲勒建立了美国首个家族办公室—洛克菲勒家族办公室，且一直运营至今，并为其他家族提供服务。

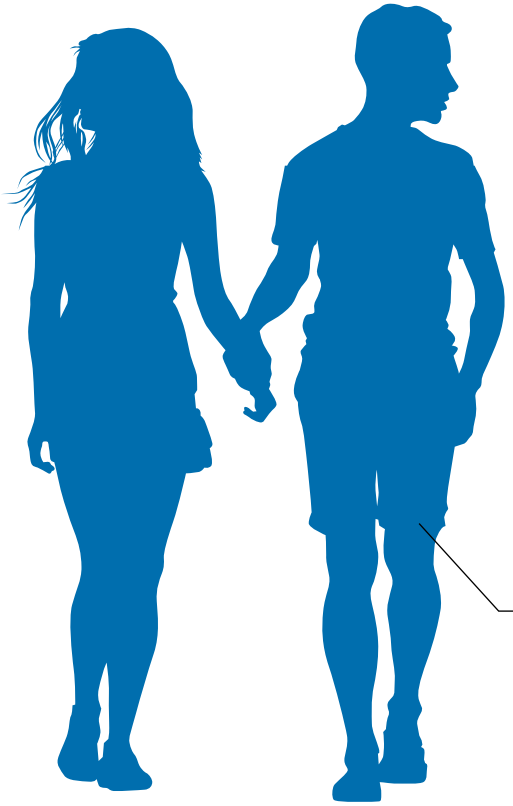
家族办公室通常根据其所服务的家族的需求和目标来提供量身定制的服务。虽然家族办公室有不同的类型，但往往都是由家族拥有，以管理家族私人财富和事务为目标的组织。随着子孙后裔和姻亲不断增加，一个家族会日益壮大，而家族资产亦会更趋复杂。为此，家族通常会设立单一家族办公室(SFO)，对私人财富进行专业化的管理。

随着后代繁衍兴旺，单一家族办公室所服务的家族成员不断增加，在管理所需的服务广度方面可能因此出现困难，以至最终需要为某些家族成员成立另一个单一家族办公室。在此情况下，作为一个商业概念的联合家族办公室(MFO)便应运而生，以支持多个未必互有关联的家族。这类家族办公室倾向于向客户提供捆绑式服务，并作为盈利主导的金融服务供应商来运营。

2

单一家族办公室所服务的家族平均世代数





6

单一家族办公室所服务的家族成员平均人数

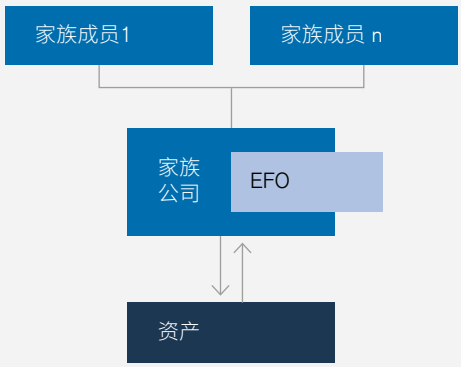
虽然没有准确的数字可反映现时全球家族办公室的普及程度，但仅在2019年[1]，单一家族办公室的数量预计超过7300个。在过去几年，家族办公室大幅增加，可归因于全球财富的爆炸式增长，而这些财富日益集中在那些极为富裕，并需要规划财富传承的家族手上。

10

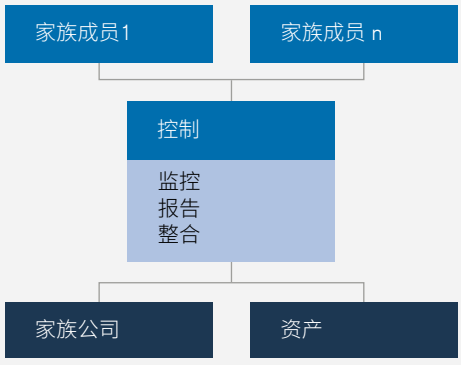
在单一家族办公室工作的平均人数

1　瑞银和卡姆登研究。（2019年）。《2019年全球家族办公室报告》。

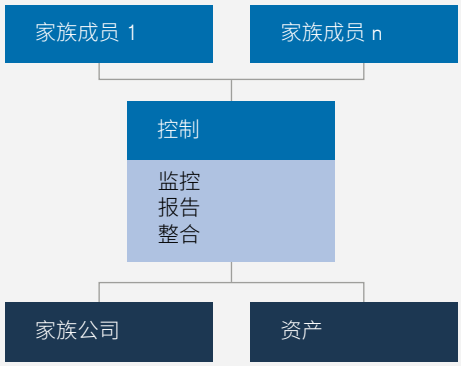
家族办公室的三种模式



内置型家族办公室(EFO)
内置型家族办公室通常是存在于家族企业中的非正式结构。由于家族将私人资产视为家族企业的一部分，他们会将私人财富的管理责任交托家族企业中忠诚可靠的员工。在许多情况下，管理家族办公室的职责由家族企业的首席财务官(CFO)和其他财务团队成员承担。他们向经营家族企业的首席执行官(CEO)和拥有私人资产的家族人员汇报。



单一家族办公室(SFO)
单一家族办公室是一个独立的法律实体，只为一个家族服务。家族拥有并控制家族办公室，办公室则根据家族成员的需求专门提供量身定制的服务。通常而言，职能完备的单一家族办公室将参与一个家族的全部或部分投资、信托和遗产管理。许多家族办公室更兼具管家职能，以照顾家族的私人需求，例如冲突调解、教育和慈善事业等。



联合家族办公室(MFO)
联合家族办公室负责管理多个家族的财务，这些家族通常并无关联。与单一家族办公室一样，联合家族办公室可以管理多个家族的信托、遗产及投资事宜，有些还提供管家服务。大多数联合家族办公室都属于商业性质，因为它们也出售服务给其他家族。极少数为私人联合家族办公室，即仅为几个家族提供服务，不向其他家族开放。尽管有例外情况，但单一家族办公室很少会随时间推移而发展成联合家族办公室。这是由于两者的基本目标不同：单一家族办公室专注为一个家族提供量身定制的服务，而联合家族办公室则是以可扩大规模、商业主导的方式为多个家族提供捆绑式服务。

在下文中，除非另有说明，我们将重点阐述单一家族办公室。

全方位服务

尽管许多家族办公室以投资管理为核心服务，但发展完善的家族办公室还可提供许多其他服务，包括培训和教育，以确保在家族治理方面贯彻最佳实务。

在本节中，我们将阐述一个发展完善的家族办公室可提供的全方位服务。这些服务包括：

财务规划

- 投资管理服务
- 投资组合管理服务
- 策略性资产配置和投资指引
- 环境、社会及治理(ESG)的影响和慈善事业
- 生活管理和预算

策略

- 培训和教育
- 遗产和财富传承
- 商业和财务咨询

治理

- 家族治理
- 行政服务
- 报告和记录保存
- 继承规划

咨询

- 风险管理
- 合规和监管服务支持
- 税务和法律咨询
- 保险和医疗解决方案

财务规划

投资管理服务
投资管理对财富保值至关重要，故仍然是设立家族办公室的主要原因。有关服务包括：
- 评估整体财务状况
- 确定家族的投资目标和理念
- 协助家族维持与银行的关系
- 为家族管理流动资金
- 提供投资尽职审查

投资组合管理服务
服务包括：
- 为管理庞大、复杂的投资组合提供切实可行的支持，帮助家族实现财富增长（例如研究多样化的投资目标）
- 定期评估每项投资的表现
- 通过增加／减少特定资产类别的投资来优化整体投资组合的回报率

策略性资产配置服务和投资指南
在管理家族财富时，家族办公室策略性资产配置服务和投资指南人员还可就不同的策略资产提供投资指引，确保家族财富长期持续增长。有关服务包括：
- 界定风险概况（例如流动性要求）、投资目标和投资期
- 资本市场与非资本市场投资相结合的资产配置
- 评估不同资产类别的权重，例如股票、固定收益、另类投资和现金

环境、社会及治理(ESG)的影响和慈善事业
家族办公室日益重要的角色之一，是支持家族实现可持续发展目标。当中包括家族在应对ESG问题方面的努力、发挥正面的社会影响力，以及参与慈善活动。有关服务包括：
- 评估可能损害家族财富的ESG风险
- 在投资决策过程中，考虑ESG因素
- 投资于具有直接、可衡量的社会影响力的目标
- 慈善规划
- 协助建立和管理慈善实体（例如基金会和信托）
- 为捐赠策略提供指引
- 举办ESG、可持续和影响力投资以及慈善活动（包括尽职审查）

生活管理和预算
尽管其中一些服务是典型的管家服务，但它们的范畴更广，还可包括财务规划服务，例如：
- 俱乐部会籍安排（例如高尔夫、私人会所）
- 管理度假物业、私人飞机和游艇
- 预算服务，包括财富审查、中短期流动性需求分析，以及长期目标

策略

培训和教育

这方面主要是围绕下一代的教育工作，范围包括财富管理、金融知识和更广泛的经济事宜。有关服务包括：

- 确保履行对家族教育的承诺
- 与外部顾问协调教育和培训计划

遗产和财富传承

家族办公室通常参与业务继承和遗产规划，以将财富传承给下一代。有关服务包括：

- 财富保护、传承分析，以及对所有资产和收入来源的管理规划
- 针对遗产分配和管理的定制化服务
- 财富传承的专业指引

商业和财务咨询

除资产管理咨询外，家族办公室还提供家族业务融资和推广方面的咨询服务。有关服务包括：

- 银团贷款
- 发起人融资
- 过渡融资
- 结构性融资
- 私募股权
- 合并与收购
- 管理层收购
- 业务发展

治理

家族治理
家族办公室通常需要肩负的角色是调解家族关系，并确保家族不同分支之间的凝聚力。有关服务包括：
- 连续性规划，以防范家族领导层的意外中断
- 评估与家族内外关键决策者相关的优势、弱点、机会和威胁（SWOT分析）
- 对家族委员会和会议进行协调
- 采纳家族章程或宪章，目标在于：
  i. 将协定的家族决策架构和使命化为正规条文
  ii. 界定角色和职责
  iii. 制定符合家族价值观和目标的政策和规程
  iv. 确定解决家族成员之间潜在冲突的流程

行政服务
行政和后台服务是家族办公室平稳运作的关键。有关服务包括：
- 法律和合规事宜方面的支持
- 员工管理与福利
- 引荐及管理公关公司
- 引荐及管理技术系统供应商

报告和记录
另一项核心服务涉及保管记录和确保清晰的沟通。有关服务包括：
- 整合及报告所有家族资产
- 合并业绩报告和基准分析
- 维持在线报告系统
- 税务文件准备和申报
- 协调与银行合作伙伴之间的沟通

继承规划[2]
继承规划是最重要的服务之一。家族办公室可帮助家族做好传承准备，当中除了家族财富的传承，还包括将家族价值观传给在未来数十年领导家族及家族企业（如有）的下一代。有关服务包括：
- 制定甄选继任者的标准
- 为继任人选提供培训
- 为现任者与继任者之间的财富、所有权、知识和责任转移提供支持
- 调整退休成员在家族中的角色，确定下一代的角色
- 调解继任者与非继任者之间的关系

2 Le Breton–Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P.（2004年）。《迈向有效FOB继承的综合模式。》《创业理论与实践》，28(4), 305-328。

咨询

风险管理

有证据可见，家族办公室要避免家族财富承担潜在风险，关键在于风险管理。有关服务包括：

- 风险分析、衡量和报告
- 评估客户和财产的安全方案
- 制定灾难复原的可选方案和计划
- 保护资产和数据安全
- 审视社交媒体政策，维护家族声誉

合规和监管服务支持

家族办公室需要确保与投资、资产和业务运营相关的法规得到严格遵守。有关服务包括：

- 建立公司治理机制，例如成立独立顾问委员会
- 监控绩效并提供内部审计服务
- 强化符合监管要求的投资流程

税务和法律咨询

这是家族办公室的主要职能之一。家族办公室通常会聘请一名总法律顾问及／或特许会计师，或多名会计师及税务专家。有关服务包括：

- 制定最切合家族需求的税务计划
- 考虑投资及非投资收益来源以及相关的税务影响，从而规划投资和遗产策略
- 确保家族办公室在各方面均符合税务法规

保险和医疗解决方案

家族办公室人员还可就健康相关事宜（包括身心健康）以及相关费用，向家族成员提供建议。有关服务包括：

- 安排家族成员接受定期体验
- 评估保险需求、保单，以及进行监控

10

设立家族办公室

从规划到执行过程，处处需要密切留意家族办公室的需求。一个清晰、实用的决策框架除了有利于设立家族办公室，更可为办公室日后的发展奠定更稳固的基础。

为何需要家族办公室

在确定家族办公室的三种主要类型及其能够提供的服务之后，家族可开始考虑为何设立家族办公室是一个明智选择。

下表解释了需要设立家族办公室的九个原因。

1 财富的代际传承

建立家族办公室的最根本理由，是希望确保财富顺利的代际传承以及减少家族内部纠纷。随着管理家族财富的难度增加，这种代际传承的愿望也不可避免地越发强烈。

2 将企业、家族和投资分离

家族办公室可以实现家族企业与家族所持财富或盈余的分离，或者至少可加以区别。

3 隐私和保密

家族倾向于使用投资工具，如特殊目的工具或自有投资基金（也称为私人定制基金）来进行某些活动。通过此种方式，家族成员不需要以自然人身份进行所有投资活动，而可将投资活动交托给投资工具及其董事，从而提高家族成员在有关活动中的隐私度和保密性。然而，正如所有投资者一样，家族办公室需要向其银行合作伙伴登记其实益所有权。因此，设立家族办公室事实上能提高可视度，而不是一种用来掩盖投资者身份的手段。

4 治理和管理结构

作为独立组织，家族办公室的治理和管理结构能够处理家族错综复杂的财富问题，帮助家族减少甚至避免未来的冲突。

5 使命和利益一致

家族办公室还可以确保家族成员之间以及财务顾问与家族间的利益能够更好地协调一致。如果不设立家族办公室，不同的家族成员会采用多个顾问的服务，令人对能否保持彼此利益一致感到怀疑。

6 其他服务的集中化

家族办公室还可以协调有关ESG、可持续发展、影响力投资，以及慈善事业，税收和遗产规划、家族治理、沟通及教育等方面的专业服务，以完成家族的使命和目标。

7 更高的潜在回报

通过资产管理活动的集中化和专业化，家族办公室较有可能提高投资决策的回报，同时降低风险。家族办公室还可以有助规范和优化投资流程。

8 风险管理

家族办公室可以将风险管控、绩效管理及报告等操作综合处理，有助顾问和委托人作出更有效的决策，从而达到家族的投资目标。

9 家族的联络点

在家族本业已被出售的情况下，家族办公室可以作为家族成员新的联络点，比如利用家族办公室来管理金融投资和房地产或家族的慈善活动。

考虑因素

尽管有上述潜在的驱动因素，但作为一项重大举措，建立家族办公室未必能符合家族的期望。因此，我们必须考虑潜在的疑虑及普遍关注的事宜。

1 费用

经营家族办公司以及进行监管与合规申报的费用居高不下，因此管理的资产规模需要较大才能抵销这些固定费用。

2 对外部管理人员的信任

要设立家族办公室，家族成员对共事的家族资产管理人员及顾问必须有一定的信任度。然而，信任通常是通过长期关系建立的。下一代家族成员可能需要时间来建立同等的信任。如果有新顾问加入，则需要与家族办公室的新旧成员以及非家族员工建立信任。

3 对回报的预期

归根结底，家族办公室是靠长期的可持续运作来实现财富保值。家族办公室在管理财富方面能否比财富和资产管理行业的其他服务商「更出色」，可能令人质疑。

4 市场、法律和税务基础设施

如果家族办公室在高流通性和先进成熟的市场运营，且当地的法律和税务体系稳定，则能更好地发挥其功能。许多新兴市场缺乏这些体系，因此会阻碍家族办公室的发展，并造就邻近市场的家族办公室行业的蓬勃增长。这可以解释为何一些新兴市场的巨大财富，并不一定与市场中的家族办公室数量成正比。

在权衡设立家族办公室的潜在利弊后，家族可以开始制定家族办公室的策略计划，以避免长期的运营亏损（即纯粹是一个成本中心）。策略计划要求人们勤勉行事，并需要确立愿景，务使家族办公室在未来持续发展。

司法管辖区的影响

法律制度
了解司法管辖区如何打造商业环境，至关重要。在国际上活跃的家族不仅需要考虑办公室所在的国家，还需要考虑具体的位置。这是因为在某些国家，如美国和瑞士，各州（或行政区）的税收、法律和司法制度差别巨大。

首先，我们应先确定家族办公室是否具备以下功能：

- 持有家族财富
- 代表家族成员管理家族财富，或
- 只为家族成员的共同投资和其他可能涉及的活动提供建议

视乎司法管辖区提供的框架而定，我们应考虑其他方面的因素，以在特定的法律、税收和监管框架内优化个人状况。根据瑞信2021年家族办公室调查，不断变化的全球税法已成为人们关注的问题，29%的家族办公室人员认为这是未来一年的主要挑战。

结构
结构是指家族办公室以及当前及未来几代人的所有权所依托的实体（假设办公室计划不仅为第一代家族成员服务）。如果家族办公室与家族企业有关联，则需要清晰确定家族办公室是否支持业务活动，以便从业务收入中扣除某些费用。由于不同的结构须遵守不同的税务和其他法规，因此家族必须了解这一决定的潜在后果。

鉴于当今的家族和投资更加全球化，所选择的地点和结构需要具灵活性，同时要维持传统集中化家族办公室的效益。收集以下资料有助作出选择：

- 每名家族成员在多个司法管辖区的位置及业务活动
- 未来的移民和旅游计划
- 大量家族财富的存放地
- 在其他司法管辖区的未来投资计划和目标
- 家族成员须缴纳各种税款的地点

标准
根据家族在全球的各种利益，下一步是研究和权衡各种结构和司法管辖区的具体利弊。虽然对每个家族而言，分析具有独一无二的特性，但应针对每个潜在司法管辖区审视以下项目：

- 现有的法律制度
- 结构的税务影响
- 招聘和挽留员工的容易程度
- 经营成本相对所得价值
- 投资和管理全球家族资产的能力
- 经济和政治环境下的风险、声誉和波动性
- 监管和资料申报方面的规定
- 家族成员的移民／签证要求
- 与其他司法管辖区的顾问进行高效协调的能力
- 是否与税务和监管机构保持优质的沟通及关系
- 简化信息交流
- 未来重组的灵活性，包括迁移
- 继承的机会

提出关于选址的适当问题
最后，在选择家族办公室的地点时，最重要的因素可能不仅是法律和税务环境，还有司法管辖区（若家族成员移民）。要确定最合适的地点，需要对家族的需求和活动范围作出透彻分析。

内部服务与外包服务

考虑到有关服务的广泛程度，家族办公室往往需要考虑外包，而不是在内部提供某些服务。

以下问题可为「在内部提供还是向外购买」服务的决定提供指引，并有助家族办公室确定提供服务的优次：

- 谁将成为家族办公室的受益人？
- 家族跨代保护和累积财富的整体策略是什么？
- 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？ESG、可持续发展、影响力投资及慈善事业等如何与资产组合融为一体？
- 家族办公室的角色是为所有家族成员管理资产，还是仅仅作为一名顾问为某些家族成员提供特定服务？
- 家族办公室的核心角色是什么，例如财务顾问、风险与合规管理人、税务及法律顾问、下一代家族成员的教育促进者，还是家族纠纷的调解员？

当家族厘清了对家族办公室的期望之后，可以根据市场分析结果，考虑有关决定的潜在驱动因素以及内部和外包服务的潜在范围（见表1和2）

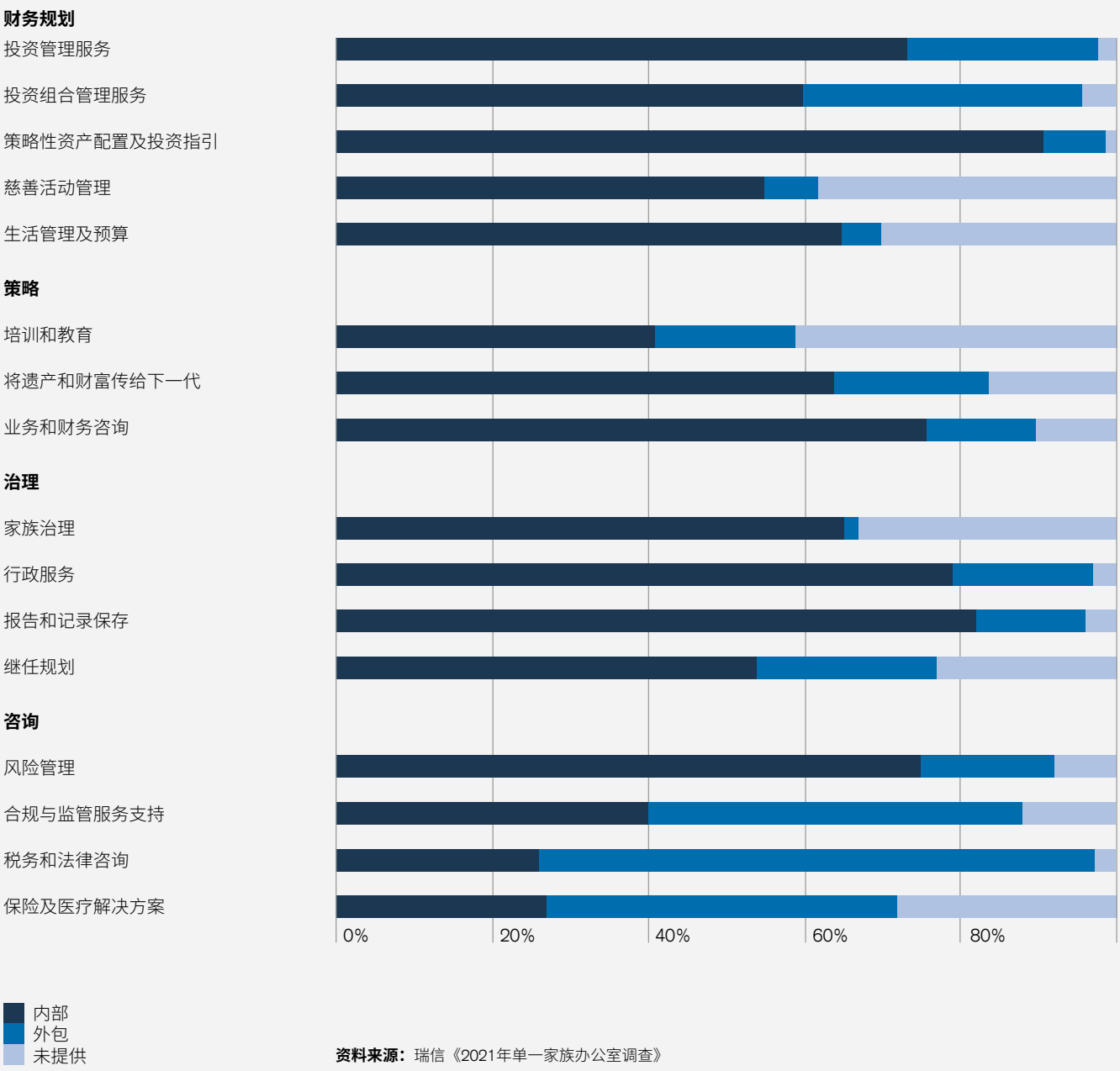
表1. 潜在驱动因素：内部服务与外包服务

成本和预算	专业知识	复杂程度	监管限制	技术、基础设施及资料保密
有可能减少成本和经常性开支 员工生产力 规模经济 成本与利润中心的比较	独立及可信的建议 家族内部的专有知识 经验丰富的专业人员，且拥有家族成员所缺乏的专业技能	家族成员的商业关系的数量和地域分布 家族资产的规模和复杂程度 决策过程和潜在的利益冲突	单一家族办公室受监管的程度要低很多（专注处理家族事宜） 联合家族办公室通常受到特定的监管框架限制 内部尽职审查和针对风险进行持续的绩效和安全监察 在负面报道引致严重后果时，采用外部服务来维护家族办公室的监管独立性	内部服务的保密性和隐私度 非关键技术系统和基础设施可能外包

表 2. 潜在范围：内部服务与外包服务

服务	内部	外包
投资管理	基本的财务规划和资产配置决定	适合复杂性、专业度和多元化程度较高的资产
投资组合管理	专注于少数特定资产类别的简单投资组合	较为复杂的投资组合及高级优化措施，需要频繁调整投资目标
策略性资产配置	明确和稳定的投资偏好和指引	考虑更多元化但波动性更高的资产类别
ESG、可持续发展及影响力投资，以及慈善事业	内部专业知识和协助	建立机制及相关活动
生活管理及预算	若保密性是主要考虑因素，则全部在内部进行	专业程度较低的服务
培训和教育	识别及评估合适的方案	就下一代家族成员的培训和发展需求提供专家意见，帮助他们进入家族企业
遗产和财富传承	需要专业知识并视乎资料保密性的需要	程序和法律问题方面的法律意见
业务及财务咨询业务及财务咨询	设有家族企业总法律顾问或首席财务官的家族办公室	用外部专才提升竞争优势
家族治理	通过值得信赖的家族顾问（与家族成员有密切长期联系者）来调解和解决冲突	提供客观观点和专业知识的专业家族顾问
行政服务	日常监控	将非必要及重复性的行政工序外包
报告和记录保存	由内部人员提供基本服务	提供专业报告工具和软件，以提高汇报水平和自动化程度
继任规划	对家族成员的长期投入及彼此建立的悠久关系，有利于顺利传承	以客观视角，居中协调传承，并且为继任人选提供专业培训
风险管理	一些风险管理工作由内部专才负责，确保安心	专家意见
合规与监管服务支持	大型家族办公室可能需要聘用具备相关专长的全职法律及会计专业人士	若家族办公室规模不够大，聘用全职法律专才并不划算
税务和法律咨询	内部（选择性）	通常外包给值得信赖的顾问，以确保优质服务
保险服务	提醒进行体检以及管理不同保单	医疗保健和更广泛的保单保障

图 1. 内部服务与外包服务



资料来源：瑞信《2021年单一家族办公室调查》

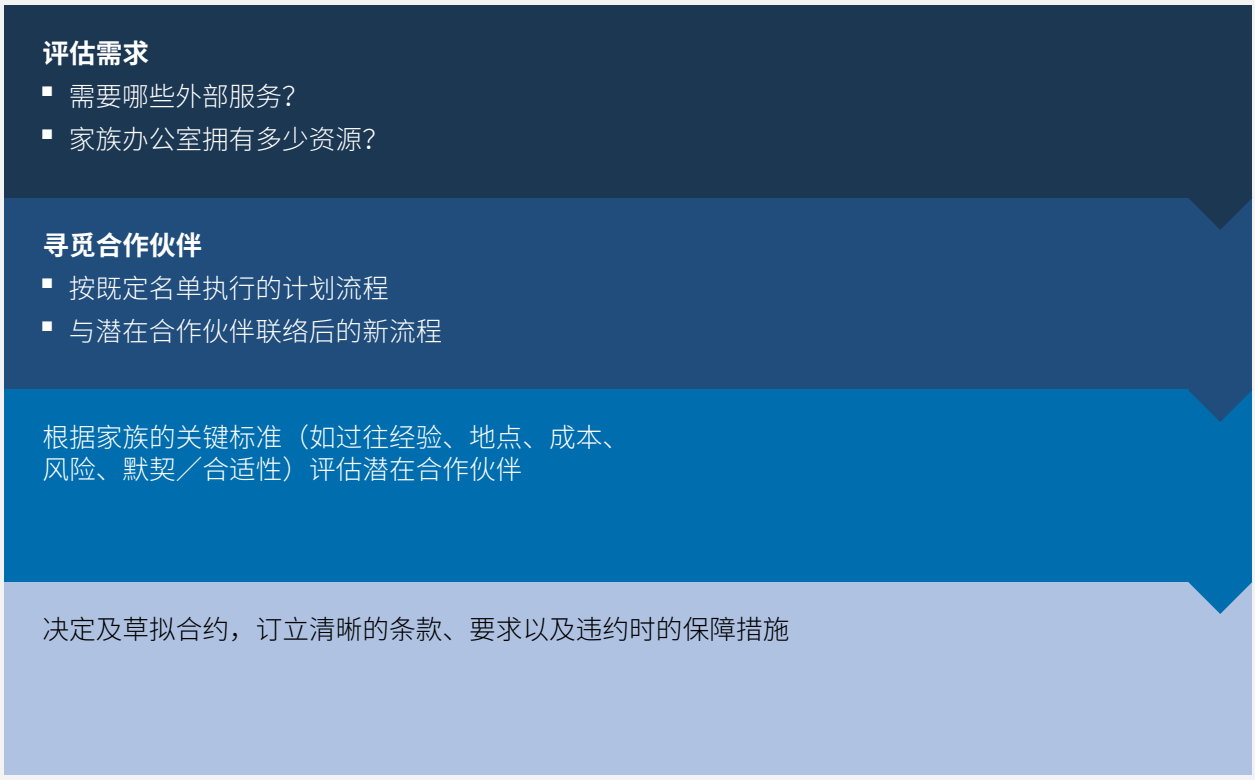
选择服务合作伙伴

要执行家族办公室策略计划，家族或需物色服务合作伙伴来支持办公室的设立及运作。

家族首先要选择的是银行合作伙伴。出于分散风险的目的，或为了满足家族的特殊需求，可以选择两到三间金融机构。服务范围（如财富规划、资本交易、资产管理）通常取决于银行的规模、商业模式和国际影响力。

其他潜在合作伙伴包括：提供法律咨询和协助设立家族办公室的律师事务所、提供税务和簿记咨询服务的会计师，以及专注于慈善活动和ESG投资的非营利组织。

图2. 合作伙伴物色流程



在选择合作伙伴时（见图2），家族可首先决定家族办公室有哪些需求，考虑点是其规模以及拟提供的服务种类。如果结论是家族办公室缺乏某些专才或资源，那么就应该着手去寻觅潜在的合作伙伴。这可以是一个根据明确的候选人名单进行的计划流程，也可以是在接触潜在合作伙伴并加深了解之后才确定有关人选的新流程[3]。

家族在心目中有了合作伙伴的人选名单后，便可以根据以下标准[4]来决定哪个合作伙伴最能满足家族和家族办公室的需求。

过往经验	▪ 合作伙伴是否具备提供所需服务的专业资格和资历? ▪ 合作伙伴之前和现在有哪些客户?
邻近地域	▪ 合作伙伴所在地点是否在家族及／或家族办公室附近? ▪ 合作伙伴在区内是否有联络点让家族及／或家族办公室可开展活动
成本效益	▪ 合作伙伴服务的成本结构如何? ▪ 在既定成本结构中包括什么和不包括什么?
风险评估	▪ 合作伙伴在提供服务时是否符合甚至超越法规及／或行业标准? ▪ 服务是否在安全平台上提供? ▪ 数据存放于何处及如何加以保护? ▪ 合作关系是否可能损害家族的声誉?
清晰程序	▪ 合作伙伴提供服务的时间安排如何？是否打算提供长期服务? ▪ 合作伙伴是否提供关于其服务的完整文件和通讯，例如银行合作伙伴会阐述与选择投资目标及施加限制有关的投资策略?
个人默契	▪ 合作伙伴能否理解家族的价值观和发展动态? ▪ 合作伙伴是否认同家族及／或家族办公室的愿景? ▪ 家族认为合作伙伴的可信度及敬业程度如何?

3 Seitanidi, M. M., & Crane, A。（2009年）。《通过合作实施CSR：理解非盈利商业合作的选择、设计及制度化》。《商业伦理杂志》，85(2)，413–429。

4 摩根士丹利。（2020年）。《单一家族办公室最佳实务报告》。

根据上述标准对潜在候选人进行仔细评估后，家族便可对合作伙伴作出最终选择。然后，家族和家族办公室可以开始洽谈合约，订明双方的要求及违约时的保障条文。

表3. 单一家族办公室选择银行合作伙伴的首要标准

产品及服务	合作伙伴
费用水平	专业知识
直接联系专员和交易台	解决方案导向的心态
市场资料及研究	灵敏响应
「一站式」方案及获取投资银行服务	「敢作敢为」的态度
在线及移动解决方案，以提升连通性	深厚的人际关系
联系高级管理层	值得信赖
广泛的产品及服务	高效率
对另类投资基金（如私募股权、私人债务、对冲基金）的尽职审查及获取	积极主动
联系其他单一家族办公室	诚信
获取私人投资机会，包括俱乐部交易／共同投资（单一公司或房地产等单一投资）	照顾个人需求

资料来源：瑞信《2021年单一家族办公室调查》

图3. 从愿景到现实：执行和运作

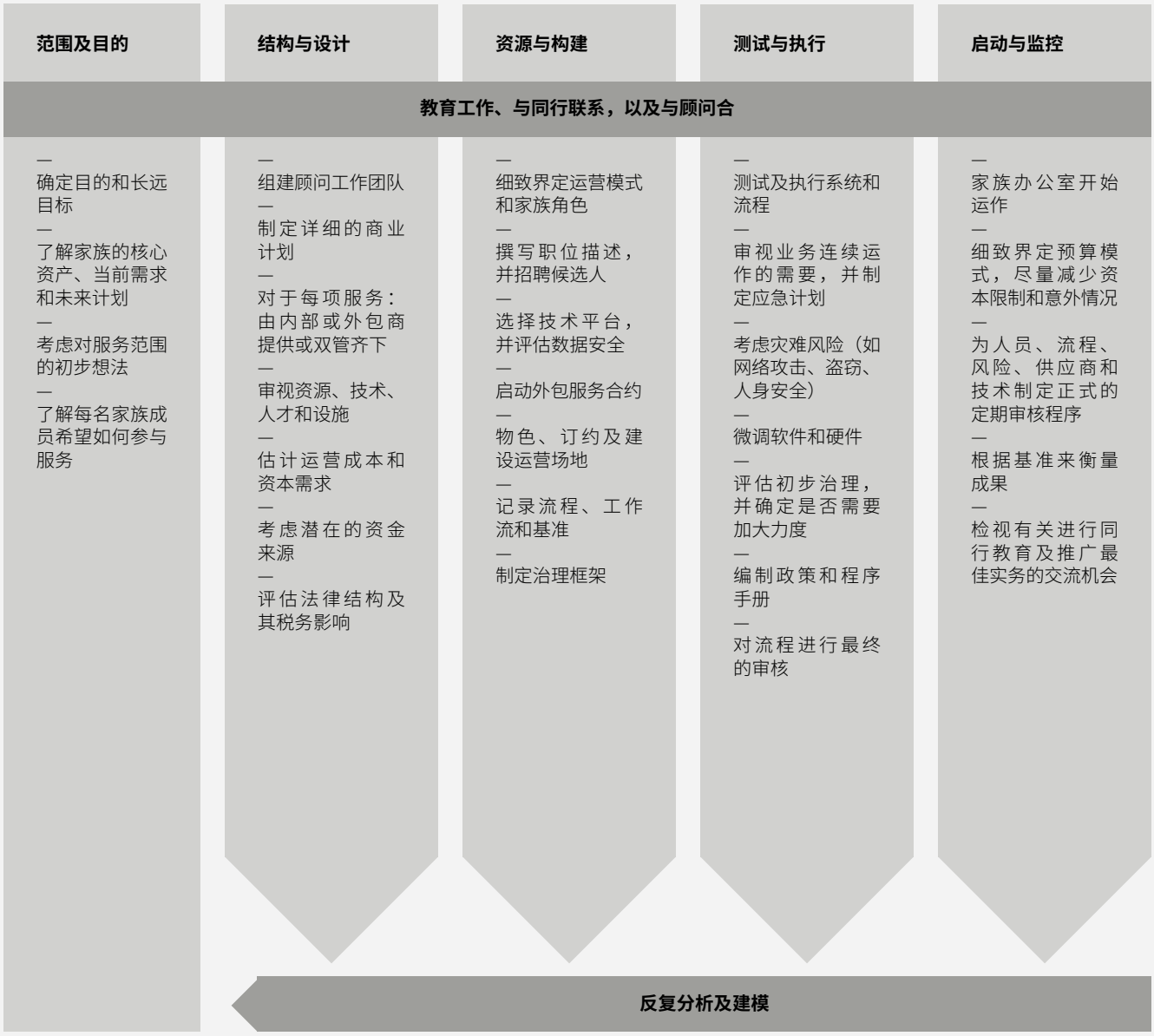


图3概述设立家族办公室的步骤。值得注意的是，家族办公室一旦开始运作，某些步骤可能会重复进行（请见下一节）。

经营家族办公室

家族办公室的成功，取决于其管理质量。优秀的人才、合适的架构及合理的商业计划，与投资过程及长期愿景同样重要。

治理结构

设立家族办公室后，良好的治理实务对确保家族金融资产和投资的妥善管理至关重要。

如前所述，至关重要的是为后代确立长期愿景及策略。然而，在最初的规划阶段，家族办公室应考虑良好治理的实际效益。

董事会

由于创始人设立家族办公室的初衷往往在于保障家族财富及保护下一代，因此他们倾向于依赖至少已经与家族合作多年，值得信赖的知名顾问。然而，当财富传承到下一代时，可能需要选出一个强大而活跃的董事会，以兼顾所有家族成员（甚至是存在利益冲突的成员）的利益。

董事通常由家族成员担任，但非家族成员的独立董事可提供经验及独立意见，以提升、加强及分散家族办公室的投资及运营。在许多情况下，尤其是在中东，由于隐私问题，许多家族不愿意聘用独立董事，或者根本不愿向外部人士公开家族账簿。这些家族或会选择委任无投票权的临时顾问委员会，以助巩固董事会及就特定议题提供建议。顾问委员会可帮助家族进一步适应日后引入独立董事会成员的情况，并在未来建立功能完善且更加多元化的董事会。

问责制及解决冲突

如果家族成员承担治理责任，他们还需要了解自己对家族其他成员的责任。为成功管理家族财富，家族办公室需要为家族成员创造相应的流程与机会，以帮助家族成员培养及提升技能和才华，并以负责任的态度管理自己的事务。

随着家族繁衍壮大，家族成员之间可能会产生冲突，导致家族内部对公义有不同的理解。

1

分配公义

分配公义涉及与分配相关的结果，但不是只看绝对结果，同时还会考虑家族成员的投入与相对产出之比率。一个家族的财富分配不一定基于每位成员的价值或表现，而可能基于其他因素，例如平等原则（即对所有家族成员进行平等分配）或少数决策者根据忠诚度及私人关系作出的主观评价。

2

程序公义

程序公义是指家族成员在达成一定结果的决策过程中所感受到的对待。举例而言，家族成员可能会质疑，在不同的时间对不同的成员，是否采用相同的决策标准。同时，还可能出现其他问题，例如：决策过程是否没有被有偏见的少数家族成员左右？决策过程中所使用的信息是否准确？有关决策是否符合当下的道德标准？在决策过程中，是否已考虑受该决策影响的不同家族成员的意见？

3

互动公义

互动公义针对可能不利的结果所引致的感受，反映决策者对有关感受的敏感程度。决策者是否向其他家族成员提供了可靠信息，并及时就决策作出解释？沟通过程是否令家族成员感到有尊严和受尊重？

因分配、流程及／或人际互动而产生的冲突可能会导致家族不和乃至业务中断。家族办公室可提供不同的服务来调解潜在矛盾，从而为家族提供支持。该等服务包括协助制定家族宪章，以建立公平的决策架构及协议。召开家族委员会会议亦有助作出确保公平分配的决策。此外，有组织的家族会议可考虑所有家族成员的意见，并确保决策过程公开透明。

最终，家族办公室可帮助家族形成有效的冲突管理方式，而不是回避冲突或由少数家族成员主导决策过程。家族办公室可充当调解人，帮助家族找到化解分歧、达成妥协的办法，甚至采用综合解决方案来平息家族纷争。

家族成员与非家族成员之间的两难选择

冲突不仅存在于家族内部，还可能涉及非家族成员，具体视乎家族办公室的人员编制而定。家族管理者常常面对一个两难选择：是雇用精通财务的非家族成员，还是重用可能不具备这一专业能力，但是值得信赖且与家族利益一致的家族成员。

非家族成员倾向于采用专业化的家族办公室运作模式，并在调解冲突时提供客观的视角。然而，下放控制权，或会导致家族失去控制权。面对专业管理与全面控制之间的两难选择，家族往往需要找到一个两全其美的办法。

为帮助有效应对挑战及化解冲突，家族办公室可召集董事会、投资咨询委员会，并鼓励其他家族成员亲身参与特定领域的活动，同时建立以非家族成员管理人员为对象的奖励制度及／或其他监察机制。

人员配备

尽管超过一半的家族办公室由家族成员领导[5]，但家族办公室亦可决定聘请非家族成员担任管理人员，以实现专业化运营。

根据瑞信《2021年单一家族办公室调查》，家族办公室平均聘请八名非家族成员来从事管理工作。招聘、培养及激励员工是家族办公室取得成功的重要因素，而挑选、吸引及挽留最优秀的人才更是一项重大挑战。上述调查可证明这一点，29%的受访者认为招聘及挽留人才是未来一年的挑战，而51%的受访者表示这是未来五年的一项挑战。

本节重点说明我们招聘非家族成员专业人士的详情，包括设计招聘流程、制定激励方案，以及与非家族成员的员工保持紧密关系。在大型公司，这些流程通常由人力资源部门负责，但家族办公室可能没有此种职能部门。在一般情况下，招聘往往由拥有财富的家族成员及其信任的顾问负责，而该等人士可能未接受过管理有关流程或作出此等决策的培训。

尽管家族办公室欠缺正规的招聘机制，但在吸引人才方面有独特优势。家族办公室通常能够为高级雇员提供更灵活的薪酬制度及奖励计划，而所提供的工作环境及文化对那些渴望摆脱大公司文化的求职者也很有吸引力。以下重点介绍成功的人才管理的若干关键要素。

5 Family Office Exchange。（2017年）。家族办公室研究，2017年。

1

招聘

职位描述
职位描述的内容可以比较灵活，但必须突出该职位的关键职责及本质。由于家族办公室的高级行政人员通常参与多个项目，因此应在职位描述中向潜在应聘者明确传达这一点。家族还可以阐明其使命及价值观，以吸引合适的人才。

招聘委员会
首席执行官、首席投资官等高层职位的招聘不应由单独一人决定，而应一起完成，有关风险共同承担。家族成员可能会参与委员会的工作，以确保新员工符合家族的使命与价值观。

查核推荐信
备受信赖的顾问或家族成员所推荐的候选人非常宝贵，但仍应进行大量查核工作。为确保公正客观，招聘流程应力求严谨。

2

入职及挽留

薪酬
家族办公室应设计统一的薪酬制度。除了基本薪酬外，还可提供与绩效挂钩的奖励，包括长期报酬。举例而言，认购期权可包括影子股票（根据股票市价在未来支付的现金）、共同投资机会、交易奖金等，甚至在某些情况下提供业务合伙机会。奖励计划往往反映家族财富背后的行业标准，因此会因行业不同而有差异。

薪酬基准
首席执行官的基本薪酬可能因管理的财富规模不同而有异。在美国，一名首席执行官的薪资可能介乎17.5万美元与74万美元之间[6]。相比之下，首席投资官的基本薪酬则介乎18万美元与36.7万美元之间。

绩效反馈
家族办公室可能没有像大型企业那样结构井然的绩效衡量系统。如果没有获得有实际意义的反馈，高级管理层会对自己的绩效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，就应该对高级管理层的绩效进行公平和透彻的评估。否则，家族办公室的高级管理层可能会因未获得意见反馈而认为自己受到了歧视，并担心自己难以久留。

开放的文化
家族办公室在聘请员工时面对的另一大挑战，是家族办公室的高级行政人员需要与家族成员保持合作关系，但不致影响他们的公正感。家族办公室应创造一种坦诚开放的文化，让高级行政人员坦率地提供和接受反馈。坦诚沟通及参与的程度亦取决于高级行政人员对家族的长远承诺，这需要适当的奖励计划及私人关系来形成和培养，其重要性不能低估。

6 Citi Private Capital Group。（2018年）。《家族办公室成立指南》。Rosplock, K.（2014年）。《家族办公室完全手册：富裕家族及为其提供服务的顾问指南》。John Wiley & Sons, Inc.

成本结构

由于家族办公室的规模不一，由少至一人，多至50人或以上，因此成本结构存在显著差异。家族办公室管理的资产亦从数百万美元到逾十亿美元不等。

实际上，成本结构取决于所提供的服务、所服务的家族成员人数及提供服务的方式。值得注意的是，37%的家族办公室认为成本效率是未来一年的主要挑战之一（瑞信《2021年单一家族办公室调查》）。

尽管并无公开数据可供参考，但非正式的资料显示，一个功能完善的家族办公室一年开销需至少150万美元，而且在很多情况下甚至超过此数[7]。家族的资产规模需在1亿至5亿美元之间，家族办公室才具有可行性。当然，家族办公室的成立门槛也可以低于1亿美元，不过服务范围很可能仅限于行政管理、资产控制、整合及风险管理。一个功能完善的家族办公室需要庞大财富来支撑，方可实现较高的成本效益（详见表4）。

表4. 根据资产和成本划分的家族办公室类型[8]

家族办公室类型	资产	全职员工	年度成本
行政型	5千万美元至1亿美元	2至4人	75万美元至200万美元
混合型	1亿美元至10亿美元	4至11人	150万美元至2000万美元
全面综合型	超过10亿美元	8至16人	超过1500万美元

7 Citi Private Capital Group。（2018年）。《家族办公室成立指南》。

8 Citi Private Capital Group。（2018年）。《家族办公室成立指南》。成本比率估计约为管理资产总额的1.5%至2%。

内部成本

Family Office Exchange为遍布全球20个国家的超过380个拥有家族企业的家族和金融家族、家族办公室以及顾问提供服务。该顾问机构的调查发现，在家族办公室的总成本中，有55%用于内部运营，特别是员工薪酬及福利。

全面综合型家族办公室一般采用图5所示的员工结构，并提供前面章节中所述的大部分（若非全部）服务（若未外包）。

创办成本

内部成本包括创办成本，创办成本可包括聘用猎头公司进行招聘的成本、薪酬专家成本、搬迁成本、法律架构成本，以及物色基础设施（如办公室和技术方案）的费用。

总成本

一般而言，家族办公室的运营成本约为150至200个基点（即1.5%–2%）[11]。上述Family Office Exchange的调查对全球百余个家族办公室进行了研究，并对2014年至2017年期间的成本结构进行了比较。虽然平均总成本保持稳定，但内部办公成本增加了6%，而外部投资成本则下降10%。实际上，近年来经营家族办公室的成本占管理资产的百分比有所上升，尤其是如果家族办公室聘请更多人才来开发内部服务。运营成本最低的一些家族办公室，通常专注于提供有限的财富管理服务，比如打理家族地产业务。

图4. 家族办公室成本分配[9]

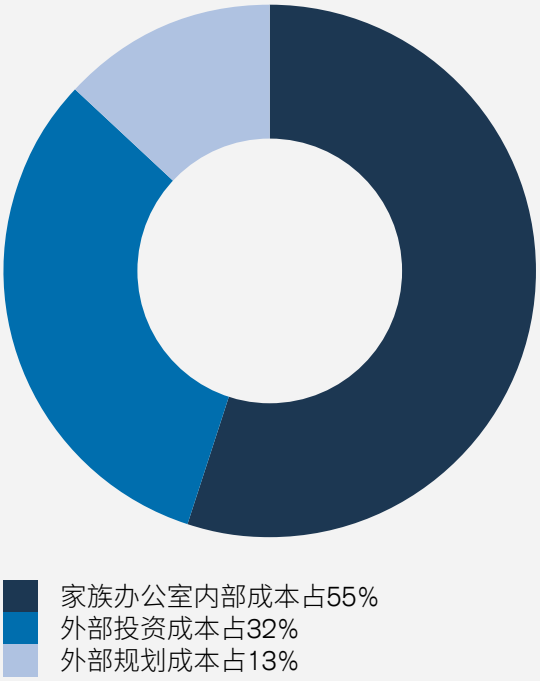
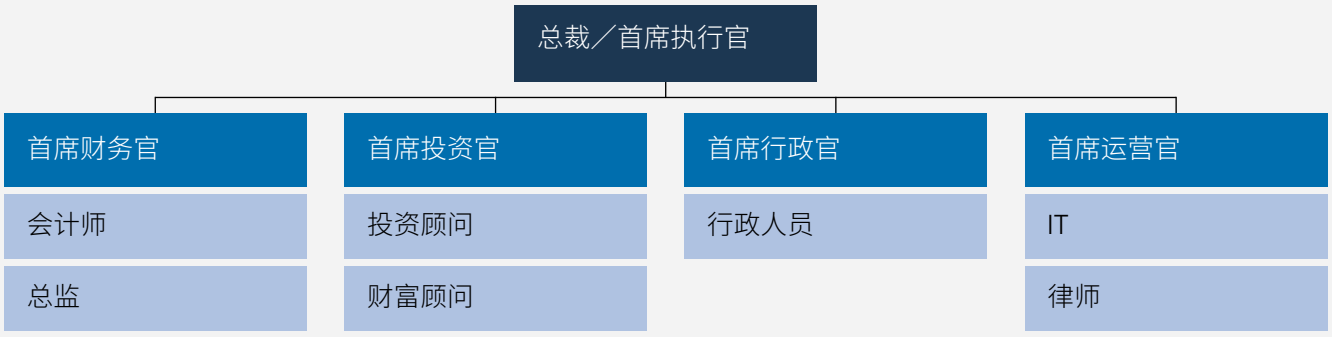


图5. 家族办公室员工[10]



9 Family Office Exchange调查，2017年

10 Rosplock, K.（2014年）。《家族办公室完全手册：富裕家族及为其提供服务的顾问指南》。John Wiley & Sons, Inc.

11 Rosplock, K.（2014年）。《家族办公室完全手册：富裕家族及为其提供服务的顾问指南》。John Wiley & Sons, Inc.

策略规划

当家族办公室根据初始计划（即家族宪章）开始运作后，每年或需进行策略评估。跨越数代的家族办公室亦可能会制定五年或十年策略规划。

由于家族办公室必须经常响应多位家族成员的各种需求，因此在规划方面所采取的立场往往流于被动。基于此原因，高级管理人员应采取主动，确保持续规划家族办公室的策略。

十年策略规划
历史悠久、跨越数代的家族办公室倾向于制定五年或十年策略计划。这些计划的目的，是为实现家族宪章（有时被视为百年大计）中所订立的愿景奠定基础。在阐明未来十年的目标时，家族办公室的想法可能与年度规划不同，因为后者关注的是短期发展。家族可能会发现，聘请外部顾问来领导和推进规划工作并带来新视角，乃符合家族的利益。上述的策略规划通常考虑三大因素。

1

继任规划
要培养家族成员担任领导职位，无论是领导企业、治理委员会或家族办公室，都需要很多年。家族可以为整整一代人制定发展计划，包括培训、辅导和实习计划，以帮助下一代积累领导经验。

2

业务或投资增长
家族可能会考虑开展新业务或大规模的房地产发展计划。家族也可能转向私募股权投资，这可能需要多年时间才能发展成熟，成为一项投资及新业务的基础。

3

环境、社会和治理(ESG)、可持续性、影响力投资及慈善事业
一些家族会订立ESG目标，以避免参与有争议的行业。另外一些家族则希望通过提供高等教育及解决健康问题，为某一社区提供支持，从而发挥更直接的社会影响力。这些往往是长期目标，可以通过十年规划更好地实现。

年度策略规划
与其他类型的规划不同，年度规划涉及对上一年活动的评估。年度规划还会确定下一年度的目标以及实现这些目标的行动计划。规划过程可能涉猎广泛，并提供处理不同议题的机会。

反思
当坦诚地回顾过去一年时，有需要提出若干问题。家族及家族办公室相对当前年度规划的表现如何？家族办公室有何优势及不足之处？自上次制定计划以来，发生了哪些重大变化？家族是否成功地朝着家族宪章中详述的长期愿景迈进，并符合十年规划的要求，或者既定目标与实际活动之间是否存在重大落差？

提供反馈，持续改进
了解家族成员对家族办公室、员工及所提供的支持服务的看法，是很有价值的。例如，老一辈可能对家族办公室感到满意，而年轻一辈则希望能作出改变。

风险
藉此机会，可思考继任规划、与员工或运营相关的风险，以及潜在的经济、ESG、法律或税务问题。这些业务风险对家族有何影响，而家族风险对业务又有何影响？通过讨论，可确定家族及家族办公室面对的主要风险，并确定如何纾缓这些风险。

家族办公室运营
由于优先目标经常发生变化，年度评估是评估家族办公室及其现有运营的好时机。此外，由于某些服务由外部供应商提供可能会较为妥当，因此可通过该评估过程讨论潜在的选项。家族办公室亦可能需要增聘员工，或希望为即将到来的退休潮及其他变化做好规划。

技术
家族办公室可把握年度评估机会，评估当前的服务能否顺应快速的市场变化，以及各项技术如何配合运作，以满足家族办公室的需要。此外，鉴于网络安全对家族财务以及家族隐私及人身安全的潜在影响，必须重视网络安全问题。同时，可监控家族成员的社交媒体行为，以评估家族的网络形象。

家族举措
此外，可考虑新举措及家族办公室的潜在角色。该等举措包括创业活动、房地产开发及新的慈善项目、即将举行的家族会议，甚至是规划家族周年纪念日盛会。

预算编制
上述评估将有助确定下一年的预算及资金计划。若家族同意该计划及未来的举措，则较有可能就所需资金达成一致意见。

投资流程

91%的家族办公室选择自行进行策略性资产配置及制定投资指引（瑞信《2021年单一家族办公室调查》），可见投资流程是家族办公室的一项重大议题。

投资流程描述制定一套指导方针所需的步骤，让各方能参与家族办公室的投资决策。归根结底，稳健的投资流程可以有效地将投资回报提升至最高水平。

制定投资路线图

第一步是确立明确的投资目标及风险状况。此部分流程亦有助于解决与企业股权及家族中的股权分配有关的任何问题。

对家族财富的用途达成共识至关重要。家族希望在中长期内利用其财富实现什么目标？这个关键问题可能有多种大相径庭的答案，例如：

- 为当前一代及后代保管财富
- 为家族成员启动新的创业项目提供资金
- 为家族企业的未来提供保障（例如，成为长期控股股东）
- 捐款支持家族认为重要的慈善理念
- 投资创新项目并将资金投入推行变革的公司
- 为积极进取的企业投资风格提供资金，适用于以投资作为主要专业活动的（特选）家族成员

问卷调查及检视以往的投资风格，有助进行讨论。此外，情景测试亦能有效反映风险和投资组合价格下跌所引起的关注。家族办公室的首席投资官通常领导讨论，家族成员亦可参与其中，特别是在成立慈善组织或参与慈善活动的情况下。

值得注意的是，家族办公室通常对投资组合有较大但不太经常的要求。例如，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应付长期开支等目的而需要资金。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。

此外，还应设定投资期限。家族办公室主要追求财富保值，使资产世代相传，因此通常着眼长远，进行长线投资[12]。

最后，家族办公室应选择绩效基准及风险指标。

图6. 投资流程

构建资产配置

就路线图达成一致后，下一步便是构建投资组合及确定接下来应采用的投资工具。该流程包括：

- 资本市场假设，为各种资产类别提供长期回报及风险预测，同时考虑定量及定性标准（并可将过去的长期趋势与当前状况进行交叉对比）
- 战略性资产配置，以建立可达成目标并兼顾风险承受能力的最佳资产类别组合（考虑较长投资期）
- 战术性资产配置，以预测市场走势及应对混乱市况，并就可能有违战略性资产配置的临时增持或减持资产类别及市场提供指引
- 货币配置，为报告之目的设定参考货币，并决定货币配置及对冲策略
- 税务因素，以确保从现实观点看待预期的投资组合回报或促进调整

12 Credit Suisse. (2012). Family Business Survey.

选择投资策略

一旦制定了投资路线图及政策声明，家族办公室便可开始考虑资本运用及管理。所选投资策略应反映采购能力、所要求的控制程度、流动性需求、投资经验及家族办公室的基础设施。

家族办公室投资策略分为三大类：(i)第三方管理投资，(ii)公共直接投资，及(iii)私人直接投资。家族办公室经常使用该等策略的组合，以分散投资风险及提高风险调整回报率。

i. **第三方管理投资**—根据此策略，家族办公室利用资产管理基金进行资本投资。如此一来，家族能够在基金选择层面就按照行业及资产类别的资本配置作出高水平决策。但是，在基金选择层面之外，家族对投资决策的影响力十分有限。

就直接投资而言，无论是公共直接投资还是私人直接投资，均由家族办公室作出研究及尽职审查，然后决定投资哪项资产或证券。

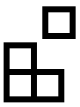
ii. **公共直接投资**—该策略聚焦在公开交易所交易的流动债务、股本证券及衍生产品。投资乃根据公开资料而作出，并须遵守监管要求。一般而言，公共直接投资对相关资产的管理及策略决定的影响力有限。

iii. **私人直接投资**—采用该策略的投资者可更积极地参与交易过程及相关投资。此类投资可包括债务、股本或特定资产购置（例如房地产）。在此情况下，监管要求往往较为宽松。

投资流程的实际效益

制定过程将取决于家族对企业的参与程度以及家族办公室首席投资官的投资经验。在涉及投资策略及投资组合多元化决策时，上述因素可能会导致显著的行为偏差。家族办公室的起源也可能产生影响，由第一代企业家创办的家族办公室，其目标可能与第四代大家族创办的家族办公室大相径庭。

在审核了拟议的资产配置方案并就此达成一致后，家族可将投资计划正式写入投资政策声明中。此声明应与客户关系中的所有各方（例如投资顾问、投资经理及受托人）分享。此声明可提供明确的行动指南，特别是在市场大幅波动，情绪高涨可能导致轻率决策的情况下。



投资组合建模

一旦投资组合初见雏形，接下来是进行充满挑战的压力测试和建模过程，这是预测投资组合在波动期间的表现的必要之举。此时，有必要检视家族的全部财富，而不仅仅是其投资组合。例如，可以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，然后分析及优化家族财富的其他部分。

表5. 家族办公室投资策略

益处	限制	示例
第三方管理投资		
▪ 基础设施要求最低 ▪ 投资门槛较低，但定制水平有限 ▪ 第三方可提供宝贵的专业知识	▪ 管理费 ▪ 对如何在基金层面配置资本，只有有限控制权 ▪ 透明度有限 ▪ 可能出现利益冲突 ▪ 赎回功能足以影响流动性	「基金投资」 ▪ 互惠基金 ▪ 私募股权基金 ▪ 基础设施基金 ▪ 对冲基金 ▪ 基金中的基金
公共直接投资		
▪ 流动资产类别 ▪ 无须支付管理费 ▪ 高度定制化的投资组合 ▪ 投资领域广泛 ▪ 能够利用家族办公室的专业知识来选择投资目标	▪ 仅限于公开市场机会 ▪ 数据必须公开 ▪ 通常对相关实体或资产的影响力有限 ▪ 受公开市场估值波动的影响 ▪ 对管理投资组合的基础设施要求不高	「传统投资」 ▪ 货币市场 ▪ 固定收益 ▪ 股票 ▪ 商品 ▪ 期权
私人直接投资		
▪ 无须支付管理费 ▪ 取得超额收益的可能性最高 ▪ 结构灵活 ▪ 能够利用家族办公室的专业知识来选择投资目标 ▪ 高度定制化的投资组合 ▪ 获取信息（包括非公开信息）的渠道更多 ▪ 能够影响相关资产的决策	▪ 难以寻找投资来源 ▪ 资产类别流动性不足 ▪ 投资过程较为繁复，包括尽职审查及书面记录 ▪ 基础设施要求较高	「另类投资」 ▪ 私募股权 ▪ 风险资本 ▪ 夹层债务 ▪ 房地产 ▪ 基础设施项目 ▪ 自然资源 ▪ 特许权使用费

资料来源：EY Family Office Services，2015年

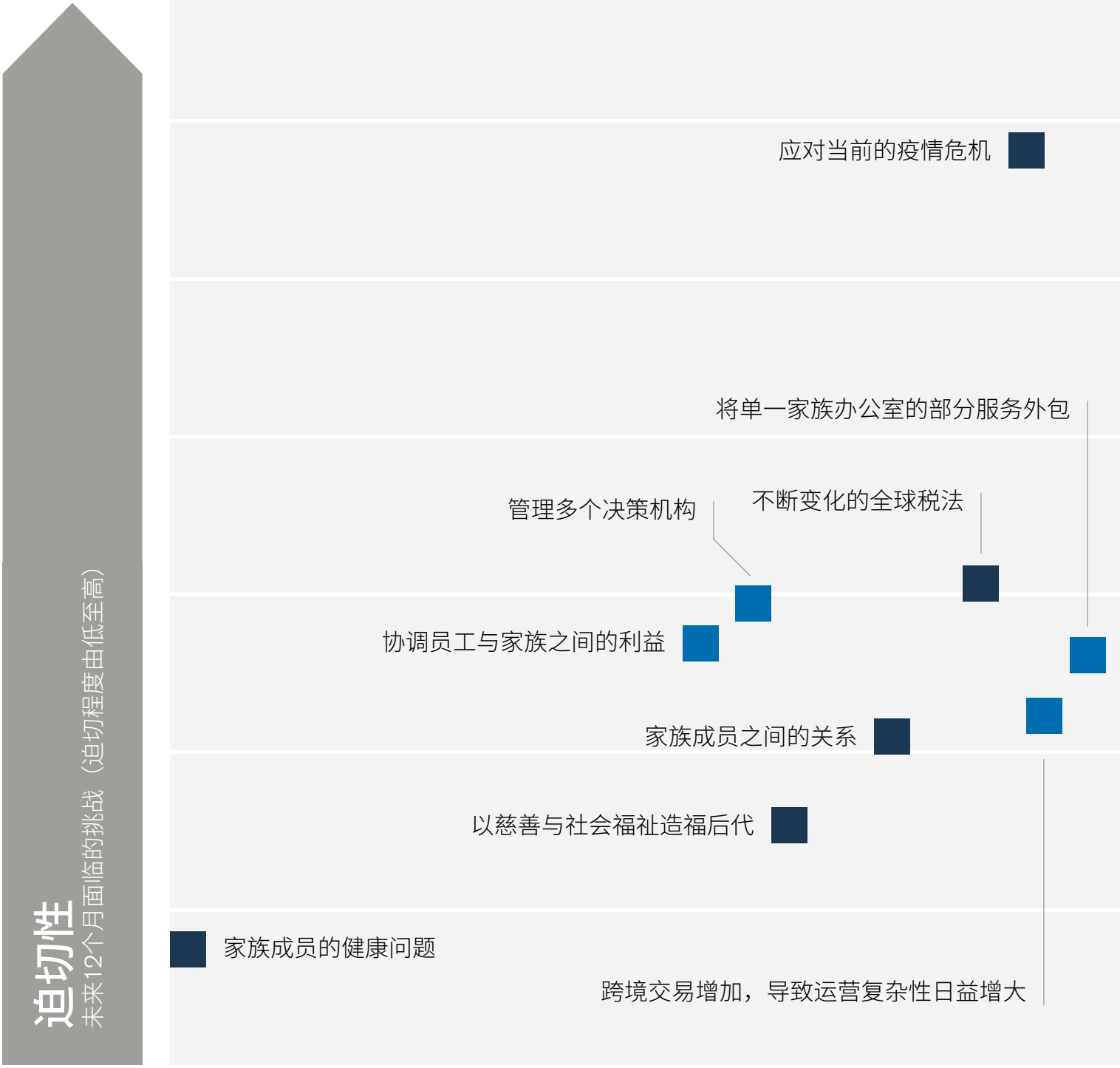
执行及追踪

投资组合的执行应与投资政策声明中规定的投资目标及投资组合结构保持一致。家族办公室将负责资产表现的追踪及投资组合的日常管理。

投资组合审核及治理

除了检讨家族的目标和目的外，每年至少需审查一次投资组合资产配置，这点十分重要。此外，治理及透明度也相当重要，委托人、家族办公室工作人员及外部顾问之间的定期会晤及通话，将有助澄清各方在策略及执行方面的分歧。

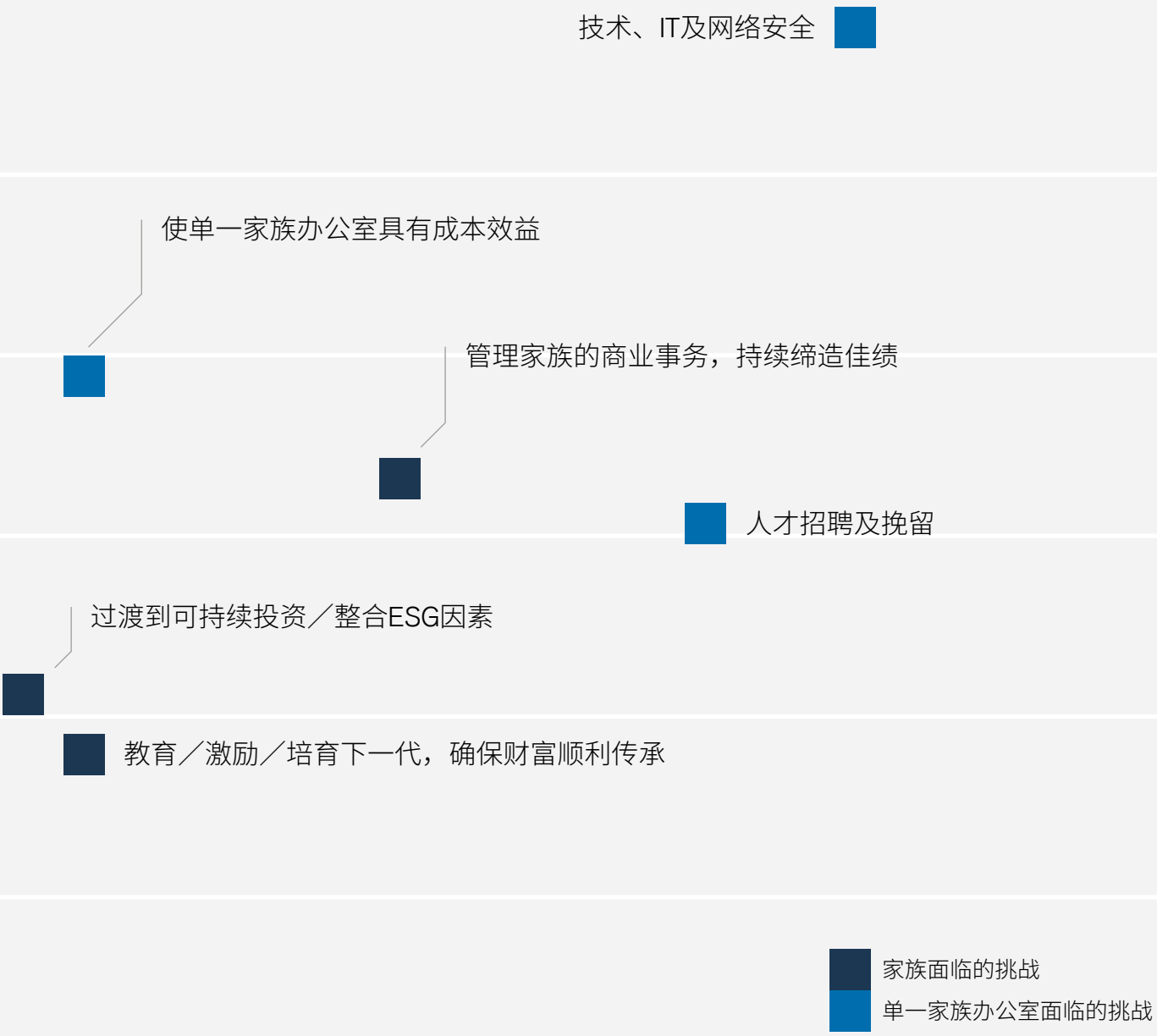
家族办公室对未来的看法



概要

受访者被问及单一家族办公室与家族目前面临或未来将面临哪些挑战（如有）。技术、IT及网络安全成为单一家族办公室面临的最严峻挑战，其次是成本效益及人才招聘。

设有单一家族办公室的家族，非常重视可持续投资及对下一代的教育／培育。然而，当务之急是应对新冠肺炎疫情引发的波动，以确保家族业务长期繁荣。



关键趋势

家族办公室是专为下一代着想而设立。要保持领先地位，必须了解投资环境等各方面的重大发展，甚至采取相应行动。

私募市场

概览
私募市场是指投资于并非在交易所上市但可通过私募交易进行买卖的私有公司股权及／或债务。如今，私募股权投资不仅包括杠杆收购和创业投资，亦包括实物资产（房地产和基础设施）及可能通过基金中的基金、单一基金和直接投资获得的二级基金（请参阅「投资流程」一节）。该等投资的流程复杂、流动性不足，且投资期漫长。

私募市场资产估值频次低于交易所交易证券。由于估值亦取决于专家评估而非出售价格，故其波动往往较小，不能完全反映资本市场在任何时间点的波动。尽管私募市场投资者在面对市场波动时情绪起伏可能不大，但仍有必要了解该等复杂投资的优点及缺点。

私募市场策略说明[13]

投资组合公司	任何私募股权投资的最终接收者 注：普通合伙人（私募股权公司）会通过十分严格的尽职调查程序认真识别具有增长潜力的公司。
杠杆收购	以债务和股权（杠杆收购）相结合或单独以股权（收购）的方式购买公司的大部分或多数股份
直接投资	投资者不通过中介而直接投资于私营公司 注：该策略需要对有关行业有深刻了解。投资者可直接参与公司的业务发展，并在退出时变现回报。
直接借贷	非银行贷款机构向企业贷款以换取债务证券
夹层融资	指「中间」融资，主要用于收购和进行后期成长投资
二级基金	在私募股权基金部分或全部投入相关投资组合公司后，购买该等基金现有有限合伙权益的二级基金
不良债务	不良债务基金寻求透过购买债务来获得陷入财困（甚至是无力偿债）的公司的控股权，然后在公司重组时将该等债务转换为股权
基础设施	广义指社会为了促进经济有序运行所需要的永久性资产
成长资本	对已成立的公司进行的股权投资，目的是扩展现有产能以外的业务
创业投资	初创企业的融资
房地产	投资于具有不同风险回报特征的物业资产

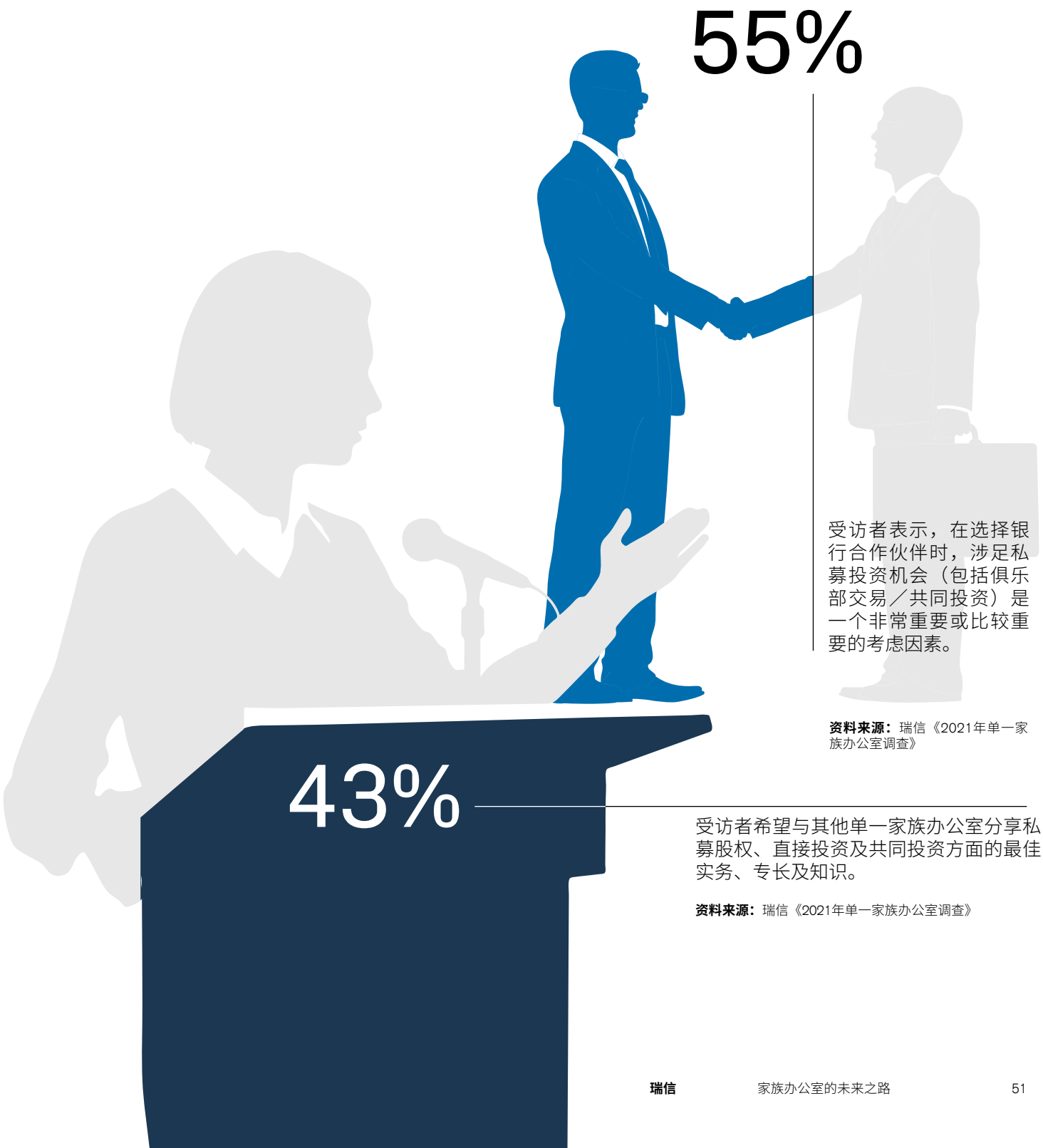
13 瑞信。（2020年）。《私募市场投资说明》。
https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/news-and-expertise/private-market-investing-explained-202010.html

私募市场直接投资蔚然成风

目前，家族办公室纷纷在私募市场进行直接投资。这股风潮是受到下列主要因素驱动：(i)争取妥善控制投资；(ii)获得与公开市场相关性有限的可观风险调整后回报；(iii)价格波动较低；及(iv)当前利率较低。然而，此种投资策略是以投资委员会驱动的正式投资流程为基础，以识别、审查及把握新机遇，并管理持续的投资组合需求。

一些家族办公室选择与其他家族办公室合作，以俱乐部形式集资推行私人直接投资策略。虽然该模式在基础设施、交易寻找及意见分享方面提供具吸引力的协同效应，但在投资选择和持续投资管理方面可能会产生治理问题。对于中小型家族办公室，俱乐部模式可增加用于把握新机遇的资金，提升家族办公室在市场上的整体竞争力，这在竞争较为激烈的交易中是一项重要优势。

家族办公室亦可决定以共同投资或单独投资的方式进行个别交易。



55%

受访者表示，在选择银行合作伙伴时，涉足私募投资机会（包括俱乐部交易／共同投资）是一个非常重要或比较重要的考虑因素。

资料来源：瑞信《2021年单一家族办公室调查》

43%

受访者希望与其他单一家族办公室分享私募股权、直接投资及共同投资方面的最佳实务、专长及知识。

资料来源：瑞信《2021年单一家族办公室调查》

图7. 私人直接投资流程

私人直接投资流程

私人直接投资流程可分为三个主要阶段：(i)决策；(ii)管理；及(iii)变现。至关重要的一点，是设立一个由投资委员会推动的正式执行程序，并在家族办公室建立必要的基础设施。

虽然家族办公室通常拥有所需基础来制定行之有效的直接投资策略，但投资流程各阶段可能存在投资缺口。与传统资产管理公司一样，家族办公室可能会依靠外部专业人士来协助提供内部无法提供的服务（例如并购、资本市场、财务、法律和税务事宜、尽职审查、会计等方面的咨询），当家族办公室首次采用私人直接投资策略时更需如此。但由于随着时间的推移积累了经验和建立了基础设施，最大规模的家族办公室会视乎情况在内部提供上述许多专业服务。

私募股权概览

私募股权投资代表私募市场的大部分投资。私募股权投资于私营公司，而非公开上市实体。在大多数情况下，投资者持有大量股份，以对公司决策施加影响，例如在董事会占有一席之地。从根本上说，投资者的目的是提升公司价值，以便日后出售来赚取投资回报。

图8. 如何通过私募市场获取私募股权

私募股权子策略

- 收购：最卓越及交易活跃的私募股权策略，通常适用于规模较大、较成熟的公司
- 风险投资及成长基金：专注于处于初创和扩张阶段的公司
- 二级基金：在二级市场收购部分或全部私募股权投资的工具
- 实物资产：对基础设施及房地产的投资
- 不良、重振资本及其他利基策略：旨在投资反向（重振资本）或其他利基主题

直接投资与间接投资比较

如前所述，私募股权投资过程复杂。投资者（包括家族办公室）所面临的主要挑战是获取与交易、价格和风险有关的可靠信息及潜在机遇。无法进行适当的尽职审查亦可能造成障碍。有鉴于此，家族办公室可能希望与有能力的合作伙伴一起评估各种方案。这些合作伙伴能够提供建议，以从众多方案中选择正确的解决方案。

有用提示

- 虽然私营公司数目超过上市公司，但私营公司往往不受投资界的关注和重视。有鉴于此，私募股权投资通常需要时间来研究潜在机遇。
- 与一般私募市场投资一样，大多数投资通过集合工具（即基金）进行，通常为期10至12年。
- 私募股权投资涉及相当大的财务及／或业务风险。在私募股权基金的投资既非保本，亦无保证。

捐赠基金投资

捐赠基金投资是一种灵感来自美国著名学府（尤其是耶鲁大学）捐赠基金的投资组合策略。

David Swensen自1985年起担任耶鲁大学首席投资官。在他的管理下，该捐赠基金于30年内取得12.6%的年化回报率[14]。因此，寻求长期投资并依赖捐赠基金的稳定收入来源来满足持续运营需求的机构，已以捐赠基金作为投资模范。

另类资产类别

捐赠基金策略将投资组合的很大一部分资金分配给流动性较低的另类投资，如私募股权、私募债务、私募房地产、自然资源及对冲基金。以耶鲁大学捐赠基金为例，大部分投资组合都是另类资产类别（见图9）。

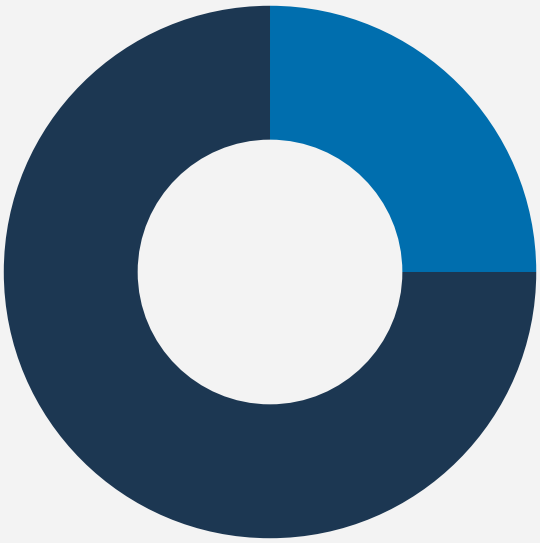
另类投资往往较难在短期内出售，而私募股权可能需多年才能出售（见上一节）。然而，与流动性较高的资产类别相比，这可能是一个优势，亦是「非流动性溢价」的来源[15]。在回报较低的情况下，该等额外回报来源可能会吸引能容忍一定程度流动性不足的投资者。

捐赠基金模式的一个关键部分是能够在各另类子资产类别（如对冲基金、私募股权）中寻找和挑选顶级投资管理公司。该能力对投资组合中的另类投资部分更为重要，原因是相对股票和债券，另类投资的底层和顶级投资管理公司之间的往绩差异更加明显。

14 耶鲁大学投资办公室。（2020年）。《耶鲁大学捐赠基金2019》。

15 Franz, R.及Kranner, S.（2019年）。《大学捐赠基金：初级读本》。CFA协会研究基金会。

图9. 耶鲁大学捐赠基金：资产配置目标



另类投资75%
- 绝对回报／对冲基金23.2%
- 私募股权37.0%
- 自然资源／大宗商品4.9%
- 房地产10.1%

传统投资25%
- 股票
- 固定收益

资料来源：《2019年耶鲁大学捐赠基金报告》

长远展望

除机构投资者外，该等投资者亦包括日益壮大的个人和家族办公室。他们被多元化投资组合可能带来的较高回报、较低风险，以及长时间甚至跨越世代的稳定现金流所吸引。

捐赠基金投资可能是高度多元化的策略资产配置的一部分。策略资产配置代表投资组合应在各资产类别中长期持有的目标权重（请参阅「投资流程」一节）。实际上，策略资产配置乃为满足投资者的回报目标而构建，同时使投资组合处于可接受的风险水平，即使在市场动荡时期亦然。

在捐赠基金中，策略资产配置的特点是将较多资金（相对传统投资组合而言）投入流动性较低的另类资产。更多家族办公室正在效仿该做法，希望获取类似的回报率。

捐赠基金策略

- 多代人的视角
- 投资时期较长
- 提高另类资产类别风险／回报的潜力

专注于可持续投资

越来越多的投资者开始关注可持续发展问题。

联合国草拟了可持续发展目标，作为其2030年议程的一部分，从而为全人类开创一个更美好、更可持续的未来。家族和家族办公室在进行投资或开展新业务时，联合国草拟了可持续发展目标，作为其2030年议程的一部分，从而为全人类开创一个更美好、更可持续的未来。家族和家族办公室在进行投资或开展新业务时，

何谓可持续投资?
可持续投资是指在传统评估标准之外，同时考虑环境、社会及治理(ESG)事宜的投资策略。目前有多种不同的可持续投资方法：

- 寻求符合或不违背家族价值观的投资策略
- 在投资流程中考虑重大的ESG因素，目的是提供卓越的风险调整后回报
- 通过在不同领域（如教育、医疗、洁净能源等）进行主题投资和影响力导向投资或影响力投资（可持续投资的一个亚集，旨在发挥可衡量的影响力），将资金投入为社会积弊提供解决方案的公司

现在越来越普遍的主动所有权，可能涉及在公司股东周年大会上行使投票权（代理人投票）。投资者亦可要求并与公司管理团队及／或董事会就具体的可持续性问题进行对话。该方法被称为参与，是一种积极对公司施加影响来推动正面转变的方法。

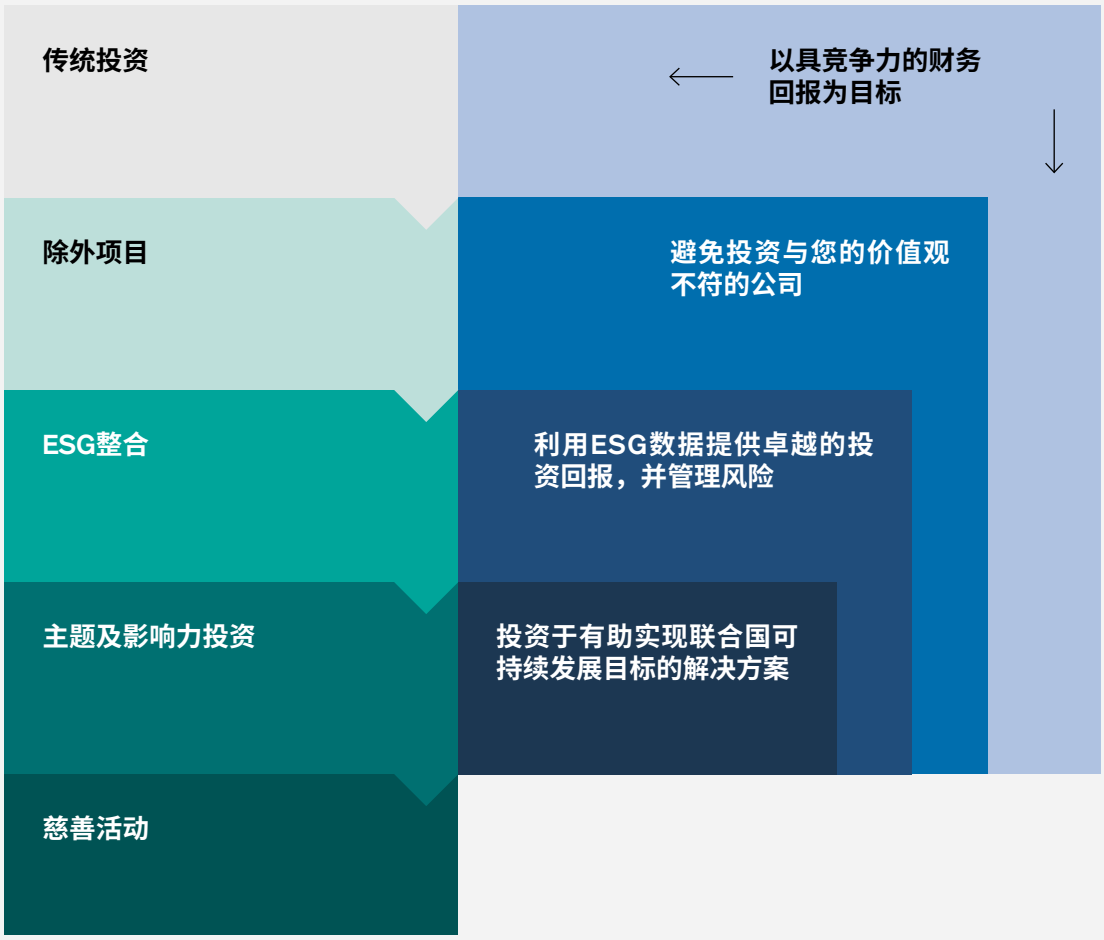
对于家族办公室来说，可持续性是一项越来越有意义的挑战，即如何从家族财富中创造经济、社会和环境价值。家族办公室可透过不同方法来支持家族的可持续活动，这取决于他们的参与程度，如图10所示。

值得注意的是，瑞信《2021年单一家族办公室调查》显示对该主题引起的关注：

- 49%的受访者计划加大可持续投资（0%计划缩减投资）
- 最感兴趣的三个领域：可再生能源(63%)、健康(61%)及教育(48%)

何谓慈善活动?
与可持续投资及影响力投资不同，慈善活动通常涉及对某一事业作出财务贡献，而不期望获得财务回报。传统的慈善活动往往属于短期性质，是通过筹款和捐赠向目标组织提供支持。而定制程度较高的慈善解决方案包括建立慈善机构、基金会或长期合伙关系。

图10. 可持续投资范围



在不低估有关挑战及潜在利益的情况下，以专业精神和坚定决心寻求可持续投资，至关重要。家族办公室秉持可持续发展理念，可以让家族成员在共同价值观的感召下团结一致，并让下一代（根据我们的研究，他们已经表达出对社会发挥正面影响力的强烈意愿）参与投资策略。实际上，家族办公室可使可持续发展活动与家族的价值观和财富要求保持一致，并确定可持续发展愿景如何与家族的悠久传统相契合。

踏上可持续发展之路

每个家族办公室都有不同的动机、运营背景及目标。由于每个家族办公室的起点不同，故可持续发展的道路也会有差异。下列框架提供指引，帮助家族办公室以量身定制的方式参与可持续发展。有些家族办公室可能更喜欢审慎遵循所有步骤，而另一些家族办公室则希望自行规划路线，再利用这些步骤指引前路。

1

界定使命

清晰的目标对提升家族的凝聚力大有助益，尤其是在家族经历数代，最初的共同目标逐渐淡化之时。要寻找一个获得所有家族成员支持的使命并非易事，但缺乏明确方向，可能会损害个别家族成员（尤其是富裕家族的年轻一代）的自我价值感。

2

评估参与水平

可持续投资并非不成功，便成仁。在检视内部能力、可用资源及专业知识后，家族办公室可能会采取渐进和迭代的参与过程。确定参与人员，亦同样重要。

3

确定投资期

家族办公室应为其参与可持续发展设定期限。有效的策略和清晰传达家族的承诺，是确保家族及其利益相关者获得良好成果的关键所在。

4

选择适当工具

要选择一种工具来管理家族办公室在可持续活动方面的参与，将取决于个人参与水平、可用的财务资源、时限，乃至税务及法律考虑因素。家族办公室可能动员现有员工参与、聘请指定的管理公司，或设立基金会来指导有关的参与活动。

5

使家族价值观与投资策略保持一致

家族将需要决定如何投资其资产，以实现发挥正面影响和取得财务回报的目标。有关的员工／实体可根据家族的价值观进行资产投资。例如，对于深切关怀社会公义的家族来说，排除ESG的投资策略将采取较为被动的方针，避免投资涉及贿赂或使用童工的有争议公司。从规模上看（见图10），ESG整合的投资策略利用ESG数据来提供卓越的投资回报及进行风险管理，而主题及影响力投资策略，是以为社会积弊提供解决方案的公司作为投资对象。

6

执行并定期跟进

预先确定清晰的影响目标，将有利于进行评估过程（无论是第三方评估或定期内部审查）。根据评估结果，家族办公室可更新其参与策略和影响目标。

有目的的继承规划

家族办公室可协助准备及执行继承计划，以确保财富平稳传承并维护家族团结。

继承规划势在必行

据估计，在未来20年，将有逾35万亿美元的家族财富从一代传到另一代[16]。然而，近期的一项调查[17]指出，家族财富和公司业务的交替面临着若干挑战：

- 70%的家族指出并非以最佳条件进行代际财富转移，甚至以失败收场
- 67%的家族认为最大的担忧是继承规划和继承问题

尽管越来越多的家族和家族办公室已在考虑继承规划—根据瑞信《2021年单一家族办公室调查》，近57%的家族已经草拟正式或非正式计划。但该话题仍然值得更多的关注。

为代际变更进行规划

由于继承规划并非一次性事件，而是一个过程，家族往往低估了潜在问题以及制定有关计划和程序的必要性。事实上，72%的财富转移失败都是由于家族沟通破裂和未能建立家族使命所致[18]。

无论家族是在移交业务、投资，或两者兼而有之，家族办公室均可在技术和情绪层面，对管理继承规划发挥作用。与任何重要的过程一样，预先甚至提早几年进行规划，是有百利而无一害。

建立共同价值观

家族办公室可在下列三个特定范畴作出贡献：

- **建立治理模式**
  建立清晰和专业的治理结构（见「治理结构」一节），是跨代家族取得成功的基石。坚实的模式有助加强家族企业的优势，并帮助家族根据一套共同价值观携手制定策略。
- **促进家族成员之间及世代之间的对话**
  围绕财富、关系和家族企业所有权进行有效沟通，对于建立和维持高绩效的家族企业至关重要。家族往往会寻求外力来改进本身的沟通框架，并将上述想法付诸实践。
- **拟定家族投资理念**
  家族应提前、经常及在世代间讨论家族财富的用途，因此需要确定并定期重新审查家族财富的整体目标。投资理念应兼顾机构投资的最佳实务，以及家族及其业务的独特需求、价值观和愿景。

16 Wealth-X。（2020年）。《2020年世界超级财富报告》。

17 Castoro, A.及Williams, R.（2017年）《世代传承：将家族财富和价值观转化为可持续传统》。Higherlife Development Serv。

18 Castoro, A.及Williams, R.（2017年）《世代传承：将家族财富和价值观转化为可持续传统》。Higherlife Development Serv。

让下一代参与其中

我们将下一代界定为能够接管家族企业、家族办公室、祖屋及／或家族资产的家族成员。在某个阶段，他们可能会发现自己处于人生转折点，不确定应否或应在多大程度上参与家族企业。如果个人成长和继承家族传统之间的折衷权衡没有得到妥善传达和管理，可能会对家族传承产生影响。

研究结果显示，倘下一代被排除（或感到自己被排除）在该过程之外，这可能会对继承规划构成关键挑战[19]。可能被排除的原因有很多，包括未够资格、家族负责人不愿放弃任何控制权等。

瑞信近期对下一代进行的一项调查[20]揭示了更多洞见：

- 60%的人希望家族能较公开地讨论他们的财富
- 39%的人打算接管家族企业，10%的人已经这么做，而有30%的人还不知道有关情况
- 97%的人有意积极管理家族投资
- 近50%的人在家族财富中扮演被动角色，希望自己能承担更多责任

为让下一代胜任未来的角色和责任，家族办公室可以探索不同的方法：

- **教育计划，**以帮助下一代了解财务和财富管理的基础知识，并制定更有针对性的计划，帮助多代同堂的家族加强联络感情，并探索不同模式的遗产和继承规划
- **精心打造交流平台，**以提供定制内容，并建立渠道以接触同行、企业家和来自其他富裕家族的投资者
- **提前承担责任，**以帮助下一代更早了解家族企业，避免日后面对严重的交接问题，并确保财富和知识的传承更加顺利

19 Zellweger, T.（2017年）。《管理家族企业：理论与实践》。Edward Elgar出版社。

20 瑞信及YIO。（2019年）。《与下一代共创世界》。

最佳实务范例[21]

来自巴西的企业家族Tavares de Melo拥有逾100名家族成员，曾是巴西领先的糖、食品、鞋类及果汁饮料生产商之一。该家族于2007年出售业务，并成立家族办公室。他们就让家族成员继续参与家族活动（即使他们正在追求独立事业）提出了有趣的建议。

「我毕业后就开始为家族企业工作。当时，我唯一的愿望就是加入公司。即使如此，我的一些堂兄弟却不想加入企业。现在，其他亲属不会有必须与我们共同进退的压力，但我们会尝试向他们展示，家族团结对大家都有好处。」

Marcos Tavares Costa Carvalho，第三代，Grupo Tavares de Melo董事会成员

「我们成立了下一代委员会(Next Generation Committee)，正式界定每个人的角色，并使家族企业六个分支机构的决策过程保持透明。」

André Tavares De Melo Nóbrega，第四代，Grupo Tavares de Melo董事会成员

「我成为家族办公室一员，得以了解经营一家成功企业的真正要点、治理的重要性，以及让下一代参与企业的必要性…我们在2017年制定传承计划，从而在技术和行为层面促进对家族的共同了解。」

Giselle Tavares Costa Carvalho，第四代，Grupo Tavares de Melo家族董事会成员；下一代委员会成员

「每个家族分支每年都会根据我们的协定，推选代表加入家族董事会。该协定就最低年龄限制和资格订立规则，任何符合条件的下一代家族成员均可表达加入家族董事会的意愿。他们只需知道即使这并非全职职位，但仍须认真看待若干规则和责任。」

Bruno Cavalcanti Tavares De Melo，第四代，Grupo Tavares de Melo家族董事会成员；下一代委员会成员

21 瑞信《全球下一代报告》。（2018年）。《与下一代及其家族共创世界》。
https://www.credit-suisse.com/microsites/next-generation-and-families/en/next-gen/download-the-report.html

尖端技术

明智的技术选择，有助家族办公室有效地追求目标、管理遗产变更，并把握行业的动态，确保与时俱进。

56%

受访者在瑞信《2021年单一家族办公室调查》中，将技术、IT及网络安全列为未来一年的主要挑战，而另外...

28%

将其列为未来五年的主要挑战。

对于核心技术需求，家族办公室可决定外包给第三方供应商（提供现成或高度定制化的产品）或开发内部平台。家族办公室可考虑下列若干平台。

托管平台

资产可由一名或多名托管商或银行保管。如果家族办公室选择全球托管，所有资产的行政管理工作将由一名托管商负责。该托管商可：

- 通过合并所有银行可承兑证券、金融工具及流动资产来节省时间
- 通过综合投资报告，全面、清晰地概述所有资产的表现
- 允许资产由托管银行、外部资产管理公司或客户自行管理（客户将在不受任何限制下选择其首选资产管理公司，而资产管理公司可自由选择经纪商进行证券交易）
- 可能包括非银行资产，如直接房地产投资、按揭、第三方衍生产品、艺术品收藏及游艇等

综合报告
综合报告有助家族办公室了解各项资产的概况以及潜在的税务影响，使家族能够了解他们的投资、识别风险，并增强他们对家族办公室的信心。

交易和投资组合管理
尽管一些家族办公室聘用基金经理，但其他家族办公室可能由内部人员进行投资。交易和投资组合管理系统对后者更为重要。系统可能需要不同的模块来处理不断增加的投资规模和复杂程度。投资组合管理系统可报告投资损益及资产净值。交易管理系统则提供直接入市的渠道及其他功能，如重新平衡、交易指令分段、资金配置等。

风险管理
风险管理系统可提供实时敏感度分析、风险计算及情景分析，以帮助家族和家族办公室妥善了解其资产的脆弱性。

客户关系管理(CRM)
家族办公室可能希望在一个中心位置管理与家族成员及其他联络人有关的资料。客户关系管理系统通常包括家族联络资料、有关家族办公室服务和重大家族事件的关键家族讨论文件，以及律师、会计师及其他外部资源的联络资料。

技术实施
视乎技术的规模和复杂程度，一些家族办公室可能会聘请首席技术官(CTO)，以负责支持、更新、通讯及软件培训，并可能需要更多资源和人员来协助管理不同的技术。有关任务可能包括：

- 制定详细计划，订明各供应商的责任
- 对各平台的数据和功能进行测试
- 经常安排与各供应商会晤，对系统进行评估

网络安全
首席技术官或第三方供应商的另一项重要任务是确保家族办公室技术系统及家族成员家中设备的网络安全。

关键风险包括：

- 支票账户、电汇、信用卡和借记卡的漏洞，以及网络钓鱼及其他欺诈手段所造成的金钱损失
- 因网络、个人装置（手机、笔记本电脑、平板电脑）的漏洞、密码黑客及社交媒体行为而丧失隐私
- 个人装置（包括连接的家庭设备）的漏洞以及病毒和其他恶意软件所造成的物理安全问题

综合风险管理

确保家族财富世代相传，是一项极其复杂的任务。有许多风险可能会使家族偏离长远传承的轨道。因此，家族应为家族企业资产和家族私人资产制定综合风险管理方针，以避免家族承受风险。

风险类别

分散资产是家族办公室的一大任务。不同的投资通常会加以合并，当中包括波动性较低、预期回报适中的长期投资，以及风险较大但回报相应较高的中、短期投资。由于投资者对风险透明度有更高要求，近年来直接投资和房地产的普及度提高[22]，比复杂的金融资本市场产品更受欢迎。家族和家族办公室倾向于追求复杂程度较低的投资产品，并希望与投资目标接近及能够对投资项目发挥实际影响。

为有效地管理这些资产，目前有七种风险类别（见表6）可能有助家族办公室制定强而有力、连贯一致的风险管理方针。

表6. 风险类别[23]

风险类别	描述
价值观及传承	家族愿景或使命的改变、家族治理、沟通、教育及规划
企业	来自家族拥有及管理的不同企业的任何潜在影响（如财务、继承相关、声誉影响）
投资	投资政策和流程，包括选择管理公司和评估投资组合的特定风险
运营	交易处理及控制
遗产／监管	与实体类型相关，包括管理和监督、合规、报告及办公室管理
技术	评估办公室使用的平台，检视基础设施、技术和安全（尤其是网络安全、数据隐私及数据保护）
危机	对与健康和人身安全有关的意外事件进行规划和准备，并评估现有的保险保障水平

22 McKinsey。（2020年）。《2020年全球私募市场评论》。

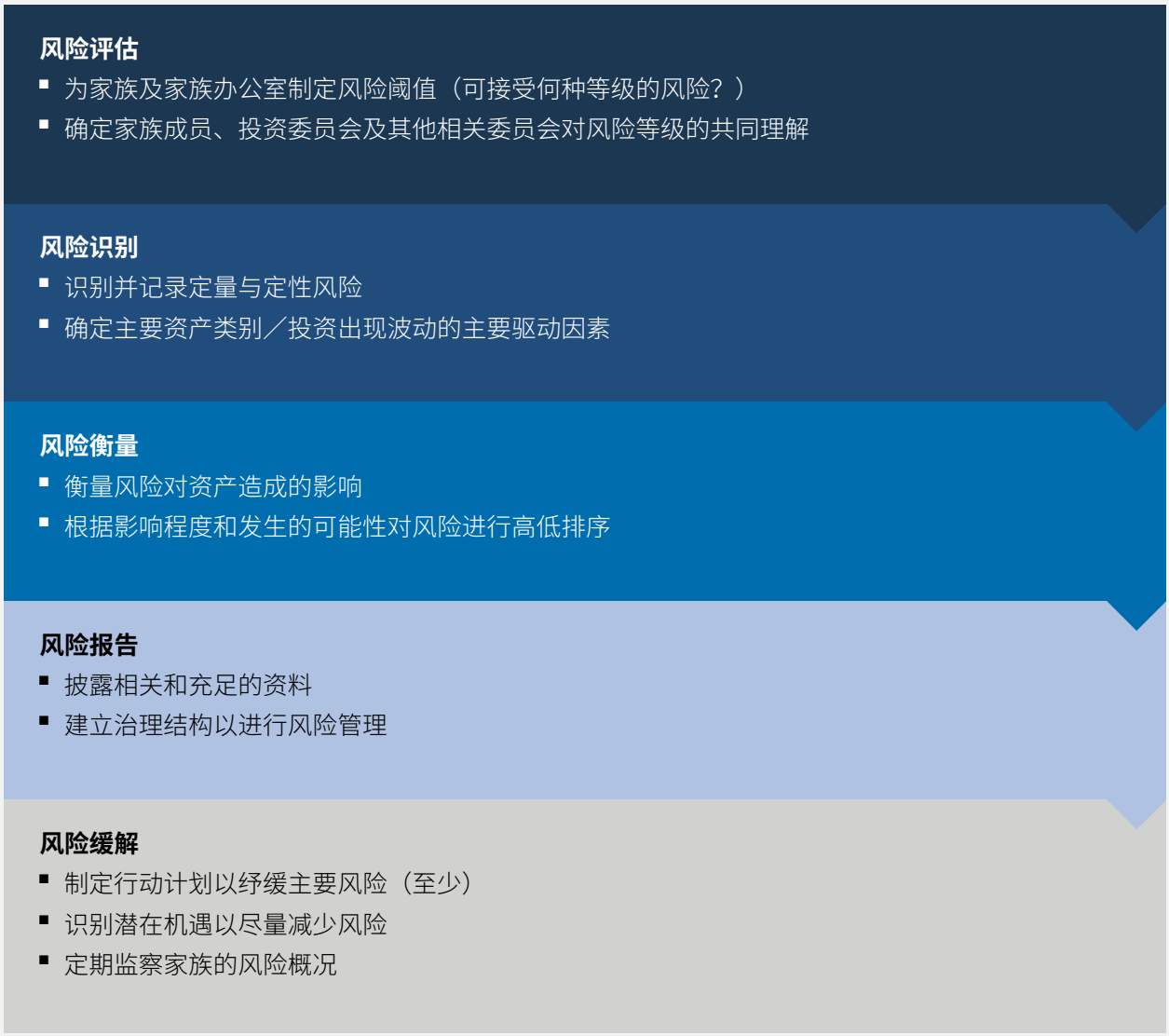
23 Morgan Stanley。（2020年）。《单一家族办公室最佳实务报告》。Rosplock, K.（2014年）。《家族办公室完全手册：富裕家庭及为其提供服务的顾问指南》。John Wiley & Sons, Inc.

风险管理系统

制定适当的风险管理流程，有助根据个别家族／家族办公室的具体情况评估每个风险类别。风险评估应考虑任何缓解措施以及现有的控制环境，以评估残余风险等级（例如，按低、中、高进行评级）。

如图11所示，建议一般风险管理系统采取的步骤包括诊断流程（风险评估、风险识别及衡量），以客观地报告风险并改善控制环境，从而达到纾缓风险的最终目标。主要实务亦包括危机管理计划，当中涵盖技术和数据恢复、紧急情况下的健康支持，以及防范抢劫和绑架。

图11. 正规的风险管理流程



作者和供稿人

家族企业中心—
圣加仑大学(CFB-HSG)
Josh Wei-Jun Hsueh
Thomas Zellweger
CFB-HSG专注于在家族企业范畴进行研究、教学及高管培训。该中心的工作涉及开展、管理、推广及进行培训和转让计划、研究项目及课程。常见主题包括业务拥有人—管理人治理、继承、财务及顾问。更多信息请浏览www.cfb.unisg.ch

瑞信
Nannette Hechler Fayd'herbe
Viola Steinhoff Werner
Christophe de Montrichard
Jelena Kucenko

项目管理
Caroline Bachar

版本
2021版本

设计
LINE Communications AG
Mattenbach AG

瑞信《2021年单一家族办公室调查》简介
2021年1月，瑞信单一家族办公室对86名客户进行了调查。参与者在线上应邀参与，他们分布在41个国家。

参考文献

Castoro, A.及Williams, R.（2017年）。《世代传承：将家族财富和价值观转化为可持续传统》。Higherlife Development Serv。

Citi Private Capital Group。（2018年）。《家族办公室成立指南》。

瑞信。（2012年）。《家族企业调查》。

瑞信。（2020年）。《私募市场投资说明》。https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/news-and-expertise/private-market-investing-explained-202010.html

瑞信及YIO。（2019年）。《与下一代共创世界》。

amily Office Exchange。（2017年）。《2017年家族办公室研究》。

Franz, R.及Kranner, S.（2019年）。《大学捐赠基金：初级读本》。CFA协会研究基金会。

Le Breton–Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P.（2004年）。《迈向有效FOB继承的综合模式》。《创业理论与实践》，28(4)，305–328。

McKinsey。（2020年）。《2020年全球私募市场评论》。

Morgan Stanley。（2020年）。《单一家族办公室最佳实务报告》。

Rosplock, K.（2014年）。《家族办公室完全手册：富裕家族及为其提供服务的顾问指南》。John Wiley & Sons, Inc.

Seitanidi,M.M.,及Crane,A.（2009年）。《通过合作实施CSR：理解非盈利商业合作的选择、设计及制度化》。《商业伦理杂志》，85(2)，413–429。

瑞银和卡姆登研究。（2019年）。《2019年全球家族办公室报告》。

Wealth-X。（2020年）。《2020年全球超级财富报告》。

耶鲁大学投资办公室。（2020年）。《耶鲁大学捐赠基金2019》。

Zellweger, T.（2017年）。《管理家族企业：理论与实践》。Edward Elgar出版社。

重要信息

本材料由瑞士信贷集团及／或其联属公司（「瑞信」）编制。
本材料仅供参考及说明之用，并不构成广告、评估、投资研究、研究建议、投资建议或推荐或建议投资策略的信息，亦不包含财务分析。此外，本材料并不构成向公众或个人提供以供认购或购买产品或服务的邀请或要约。在上述范围内，相关基准仅用于比较目的。
本文件所载信息仅作为一般评论提供，并不构成任何形式的个人推荐、投资意见、法律、税务、会计或其他意见或建议或任何其他金融服务。本文件并无考虑任何人士的投资目标、财务状况或需要或知识和经验。所提供信息并不拟构成作出投资、撤资或保留决定的任何基准。瑞信建议任何可能对本文件所述内容感兴趣之人士，应在作出任何投资决定之前寻求相关信息和意见（包括但不限于风险）。
本文件所载信息于撰稿之日提供，且在读者收到或查阅信息之日可能不再最新，可能随时发生变更，恕不另行通知，且瑞信亦无义务更新。
倘本材料包含有关未来业绩的陈述，则相关陈述为前瞻性陈述，并受若干风险及不确定性规限。务请注意，历史回报、过往表现及金融市场情景并非未来表现的可靠指标。投资者随时可能蒙受重大亏损。
在分发、出版、获取或使用本材料将违反适用的法律或法规，或将使瑞信须遵守任何注册或许可规定的任何司法管辖区，本材料均不会向其公民、居民或位于当地的任何个人或实体提供，亦不拟向所述的个人或实体分发或供其使用。
收件人应知悉，本文件中提及的法人实体与瑞信的某实体之间可能存在业务联系，且不能排除该联系可能会导致潜在利益冲突。
本文件乃根据瑞信认为可靠的来源编制，但不保证其准确性或完整性。瑞信可能正在提供或在过去12个月内已提供与上述任何公司或发行人有关的重大意见或投资服务。
本文件可能提供网址或包含网址的超链接。瑞信并未审查连结网站，亦不对其中所载内容承担责任。该等网址或超链接（包括与瑞信本身的网站材料相连的网址或超链接）仅为阁下方便及参考而提供，且连结网站的内容不以任何方式构成本文件的一部分。阁下将自行承担通过本文件或瑞信网站浏览该等网站或跟随该等链接之风险。
本文件仅适用于获瑞信发给本文件之人士。未经瑞信事先书面许可，不得全部或部分转载。

如由Credit Suisse Securities (India) Private Limited在印度分发：本报告由Credit Suisse Securities (India) Private Limited（CIN编号：U67120MH1996PTC104392）分发；Credit Suisse Securities (India) Private Limited作投资组合经理（注号：INP000002478）、研究分析师（注号：INH 000001030）及股票经纪人（注号：INZ000248233）受印度证券交易委员会监管，其注册地址位于9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India（电话：+91 22 6777 3777）
如由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.在以色列分发：本文件由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.分发。瑞士信贷银行股份有限公司，包括在以色列提供的服务，不受以色列银行的银行主管监管，而由瑞士银行监管机构监管。Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.是以色列一家持牌投资推广公司，因此其投资推广活动受以色列证券管理局监管。
如由Credit Suisse Securities (Japan) Limited在日本分发：本材料由Credit Suisse Securities (Japan) Limited在日本分发，该公司是一家注册金融工具公司（日本关东财务局（Kinsho）理事长（编号：66））。Credit Suisse Securities (Japan) Limited为日本证券业协会、日本金融期货业协会、日本投资顾问业协会和2类金融工具公司协会的成员。
南非：法律实体瑞士信贷银行股份有限公司（FSP号码：9788）及Credit Suisse UK（FSP号码：48779）于南非金融部门行为监管局注册为金融服务供应商。

版权所有© 2021。瑞士信贷集团及／或其联属公司。保留所有权利。

CREDIT SUISSE

credit-suisse.com

© 2021，瑞信