

从另类到 主流：

私募股权投资协助家族企业传承与创新



前言

几个世纪以来，家业传承和接班人的培养一直是家族企业考虑的首要问题。家族企业面临的挑战，不仅来自财富传承，更来自家族基业和文化的持续发展。在当今不确定性增强和快速迭代的大背景下，家族企业和下一代继任者都在不断探索转型与适应变革的方式。

家族新一代更具创新思维和更高的风险承受能力，拥有不同于家族前辈的创业精神。许多新一代家族成员不再倾向于直接从父辈手中接班，尤其是在经济发达地区，新一代家族成员通常会在家族企业中扮演多种角色，有多元化的追求和发展路径。因此，更多下一代家族成员渴望开疆拓土，在协助家族守业的同时创立自己的一番事业。

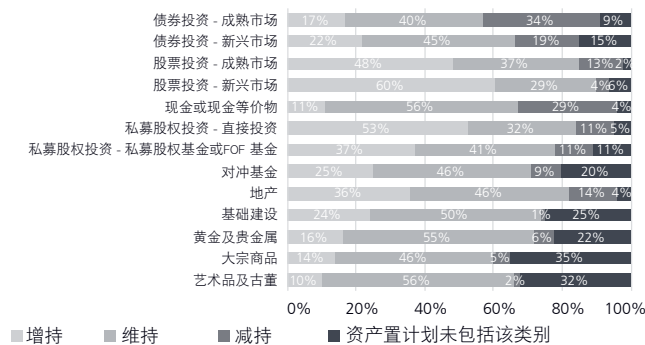
在当前超低利率的大环境下，很多家族办公室都在寻找和评估较高回报率的成长型资产，包括私募市场投资。例如一些亚太地区的家族办公室已经开始了在私募股权领域的探索，以充分享受本土市场的增长红利，积累投资经验，拓展家族办公室在家族企业发展和传承中的角色。

大型家族办公室对私募市场投资热情高涨，亚太家族办公室尤为突出

根据《2021年瑞银全球家族办公室报告》，尽管受到地缘政治和经济不确定性的影响，大型家族办公室对私募市场的投资意愿在另类投资组合中占比高¹。

私募市场投资通常包括私募股权投资、房地产、对冲基金和大宗商品交易，富裕家族希望通过有别于传统公开市场投资的方式参与到下一场技术颠覆和创新潮流中。

未来五年的资产配置计划



《2021年瑞银全球家族办公室报告》显示，53%的受访者计划增加私募股权直接投资的比例，32%的受访者则将保持相同水平的配置比例。针对私募股权基金和FOF基金这两类资产，37%的受访者表示将会增加配置，另有41%的受访者维持配置比例。只有11%的受访者表示他们将减少私募股权基金和FOF基金的配置。

大多数资产管理规模超过5亿美元的家族办公室都拥有丰富的投资和资产配置经验，他们对私募市场的兴趣受到以下几个因素的影响：对股票市场高估值的担忧、较低收益率环境、2020年另类投资的稳健回报，以及更多通过私募股权二级市场而直接投资私募股权的机会。

在亚太地区，尤其是在中国内地，私募市场的投资一直盛行。中国内地许多富裕家族的创始人都是白手起家，他们对深入参与企业发展抱有天生的热情。参与私募投资能为家族企业提供市场一手信息，开辟新的创业机会，还可以搭建一个结识新一代企业家和商业伙伴的平台。还有一个与中国内地市场直接相关的因素是，中国的股市还在完善和成熟的过程中，市场缺乏通过股市进行财富保值增值的经验。

富裕家族通常会有两种涉及私募市场多元化投资的做法，第一种是横向多元化投资，主要是围绕家族企业核心业务开展的战略投资；第二种则是以家族财富为主的纵向多元化资产配置，主要目的是长期家族财富的保值增值。

来自某著名菲律宾富裕家族的第三代成员X先生表示：“我的家族设立了两个投资办公室，有着不同投资目标且独立运作。”他的家族是东南亚最大的家族企业之一，并拥有一家菲律宾证券交易所上市的企业。“上市公司体系内的私募股权投资倾向于战略投资，而家族办公室则倾向于纯粹的财务投资，三分之二的仓位在固定收益产品，剩余为现金和股权投资。”X先生补充道。他的家族现在正寻求资产配置策略的调整，将考虑更高收益和风险的资产类别，以及更长的投资周期。

¹ 资料来源：瑞银证据实验室/2021年瑞银全球家族办公室报告

2.0

亚太家族办公室 投资趋势

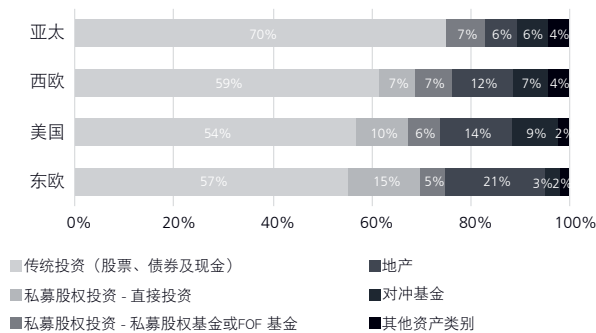
2.1

家族办公室转向本土市场的增长机会

亚洲富裕家族通常有较高比例的传统公开市场投资，并以成熟市场为主，以分散本地市场的风险。根据2021年瑞银全球家族办公室报告，亚洲家族办公室的传统市场投资比例（包括股票、债券和现金）达到了70%，高于全球平均水平的60%。然而，这种投资趋势正在悄然发生变化，亚洲受访者表示目前55%的资产组合投资在本土市场。²亚洲区域经济的强劲活力和韧性，尤其是中国引人注目的经济增长，持续吸引着亚洲家族办公室增加本土市场的投资。这也有利于家族办公室发挥其深耕当地投资圈的优势，嫁接本地资源协助被投资企业成长，而这些优势在传统的被动投资领域并不能得到有效发挥。

总部位于香港的联合家族办公室巴塞尔资本董事和单一家族办公室负责人姚博文先生，同时也是地产家族企业的二代并负责自己家族的家族办公室，谈到家族办公室在私募股权及风险投资交易中所扮演的角色：“被投企业的创始人很清楚自己在做什么，所以我们不会参与到企业的日常运营，我们需要为被投资企业赋能。具体来说，我们可以为企业后续的融资引荐风险投资人，推荐行业资深人士到企业任职，参与业务和市场拓展。对于较成熟的企业，我们可以介绍投资银行进行IPO承销。”

各个地区的家族办公室资产配置



² 资料来源：瑞银证据实验室/2021瑞银全球家族办公室报告

2.2

家族办公室参与私募股权投资的主要模式

私募股权投资主要采用三种模式：直接投资、私募股权基金及FOF母基金的投资，其中直接投资模式使投资者在交易执行过程中拥有最高的参与度。虽然只有30%的家族办公室表示在2020年和2021年参与直接投资，但是计划参与私募股权基金和直接投资的受访者占比从2020年的31%跃升至2021年的47%³。

伴随着家族对私募股权基金和直接投资的兴趣提升，市场对家族财富投资管理及咨询功能的要求也水涨船高。影响家族办公室投资功能发展及成熟的因素之一是当地私募股权及风险投资市场的成熟度。

大多数富裕家族及家族办公室可以向私募股权及风险投资机构学习效仿，包括投资策略的制定、为每项资产类别设计投资主题、建立和制定风险管理机制和内控政策。以此为起点，他们再根据自身的投资目标及竞争优势进行定制，并基于每个投资机会灵活运用多种投资模式。

一个关键考量因素是投资期限。香港中文大学家族企业研究中心研究员郑志扬表示：“家族财富管理首要目的是传承，需经历多代人的参与，因此在策略上会比大多数投资机构拥有更长期的考量。为了实现长期、可持续的发展，比如财富增长及保值之间的平衡，家族内部需要一开始就明确针对家族需求的投资标准和绩效指标。”

“每个家族都是独一无二的，因此每个家族办公室也是如此。每个家族都需要找到适合他们自己的财富管理模式。许多亚太家族其实在私募股权投资领域已经活跃了几十年，但是他们投资部门的职能建设和流程仍在走向专业化的过程中。因此，许多家族现阶段考虑设立家族办公室，也是为了实现投资活动的规范化。这通常涉及建立适当和结构化的投资流程、聘请专业投资团队、为投资组合管理和报告而建立适当的IT基础设施，更重要的是建立适当的治理框架以拥有合适的架构进行投资审视与制衡。有一些家族办公室倾向于采用外包模式，将部分职能外包给第三方，例如资产配置职能可以外包给外部首席投资官，例如瑞银。”

瑞银财富管理执行董事及家族咨询服务亚太区主管李文杰先生

³ 资料来源：瑞银证据实验室/2021年瑞银全球家族办公室报告

2.3

市场洞察和项目获取是家族办公室成功运行的关键因素

在探索新投资领域时，中国内地的富裕家族更倾向于聘用自己信赖的投资经理，而香港和东南亚的家族办公室往往基于丰富的投资经验，更倾向于与其他投资人灵活合作，根据投资机会自由组合三种投资模式（直投、基金、FOF母基金）。

来自广州富裕家族的三代、入选2020年胡润30岁以下创业领袖邓雯雯女士表示：“我们现阶段更关注和参与直接投资的机会，尤其近年来新兴产业的投资，预计这个趋势将会延续。”邓女士是沃华投资基金的创始人，沃华投资基金是一支专注于大中华地区旧城区改造项目的地产基金。“我们家族办公室的战略是组建一支专业投资团队，挑选来自顶尖投资机构、经验丰富的资深人士。在职业经理人的选择上，我们会严格筛选。一旦彼此建立了信任关系，我们会在大多数投资决策上听取他们的建议，并发展长期的合作关系。”

其他家族办公室也会寻求中介机构或同行的帮助来获取市场洞察，特别是目标投资市场的专业知识和项目获取。

东南亚的家族办公室习惯于与多种外部机构开展合作。X先生谈到他的家族办公室投资策略：“我们会关注私募股权交易，比如私人银行和私募股权基金推荐的项目机会。我们很少进行直投，而且我们真正接洽的直投项目不一定是来自私人银行的推荐。我们也会接触中介机构，或与潜在投资标的直接沟通。我们现在聘请了一位投资顾问来全权负责家族办公室投资中的一小部分作为试水，同时拓展项目获取的渠道，我们也会比较和评估投资顾问与私人银行两类机构的投资建议。”

在较成熟的香港市场，一些家族二代利用职业机遇，自己发展成为专业投资人。姚先生曾有超过8年在投资银行从事并购、IPO和债务融资的工作经历，因此在家族办公室中主导私募股权和风险投资是他水到渠成的选择。姚先生解释道，选择不同的私募股权模式将取决于家族办公室自身的交易执行能力。他强调：“我们的投资流程包括为每个资产类别确定投资主题，及相应的投资策略——我们可以通过多种方式开展投资，比如投资私募股权基金、筛选优秀的基金经理、进行 Co-investment（跟随投资）、或与GP建立合作伙伴关系。当然，我们也可以选择自己单独操盘。”

“香港的私募股权和风险投资生态圈于1990年代开始逐渐形成，这个时期很多的实践主要是借鉴美国市场。与亚洲其他地区（不包括日本）相比，香港的家族办公室比较成熟、经验较丰富。虽然中国内地市场的私募股权和风险投资在2000年以后逐渐发展起来，内地市场的GP（私募股权基金的普通合伙人，通常为管理合伙人）在参考借鉴发达市场经验的同时快速适应本土的投资生态圈，也逐渐走向成熟。”

瑞银财富管理台湾地区主管及董事总经理兼亚太地区超高净值客户群区域市场主管刘昌欣先生

3.0

家族二代通过投资振兴家族事业， 同时开辟自己的职业道路

越来越多的亚太亿万富豪家族继任者选择放弃继承家族企业，做起了投资，或创办自己的初创企业，部分甚至涉足家族核心业务以外的行业。一些著名的家族企业二代都在进入投资领域，并且人数也不断增长。如C资本（C Ventures）的联合创始人郑志刚（Adrian Cheng），黑洞投资创始人张量，以及掌管着家族投资控股集团、合生创展创始人之子朱一航⁴。投资平台的建立不仅是获得财务回报，还有助于家族企业的发展转型，同时能够帮助家族新生代开辟属于自己的职业道路。

瑞银财富管理执行董事及家族咨询服务亚太区主管李文杰先生评论道：“家族办公室进行私募股权投资主要有两个目的。第一个显而易见是实现财务回报，而第二个相对软性但同样重要的目的是帮助家族的继任者追寻事业热情和实现人生追求。因此，我们通常建议客户在投资活动之外设立家族办公室，让家族二代通过私募股权投资的方式接触和培养新技能和想法。”

年轻一代的家族成员通常与他们的长辈有着不同的兴趣领域，他们对创新和颠覆性技术领域持更加开放的态度。让下一代家族成员参与投资全过程有助于他们广泛地学习和积累市场、行业及企业运营知识和经验。同时，家族二代还可以与职业经理人（包括家族办公室内部和外部服务提供商）在投资过程中并肩学习，帮助家族在目标投资市场建立和扩展关系网。

X先生和姚先生都将自己定位为各自家族办公室的投资活动负责人，也都提到了交易执行经验对培养家族投资接班人的重要性。X先生表示：“就我自己而言，在实践中学习很有帮助，我坚信实操和实战经验比理论学习更有效。”

姚先生则列举了家族新生代成为优秀投资人的几个成功经验：“积累专业知识和建立投资圈人脉，从而认识和求教于最优秀的投资人。家族二代可以组建由行业专家组成的参谋团，向GP学习投资经验，同时逐步建立LP（私募股权基金的有限合伙人）的关系网。”交易执行的过程提供了一个难得的一站式、全方位学习平台。

中国富裕家族在二代的教育和培养上有所不同。邓女士回忆道：“在我成长过程中，父母总会在董事会会议上为我预留一个座位，让我从小耳濡目染。在加入家族企业前，我也曾在房地产行业工作了一段时间。”

⁴ 苏舒、周佳丽，“我，放弃回家接班，悄悄做起了投资”
<https://news.pedaily.cn/202104/470698.shtml>，投资界，2021年4月30日



家族下一代成员的新视角自然成为了家族企业的创新驱动力，使二代们更有可能从内部推动企业变革，尤其那些较年轻、只传承了两代的家族企业。如果第一代家族企业创始人仍有强烈的创业意愿，愿承担高风险并对变革保持开放态度，继任者的想法将更容易得到理解和鼓励⁵。相较于欧洲地区已传承到第六代或第七代的富裕家族，创造财富的概念对于亚洲等新兴市场的年轻家族企业更具吸引力。

邓女士的家族企业主要涉足教育、房地产和酒店等行业。随着年轻一代对金融行业表现出兴趣，家族第三代成员正在试水新的商业模式，如参与地产基金的运作，以此来帮助实现家族企业的转型。邓女士补充道：“我的父母辈总是对我们年轻一代的商业想法持有开放态度，比如，尽管我个人认为加密货币尚未成为可行的投资主题，他们依旧鼓励我尝试市场上的新事物，并将其作为一种学习过程。”

“家族二代已越来越成为家族企业的参谋，提供与时俱进的创新点子，而不仅仅是偶尔帮个忙。在掌舵家族企业之前，他们需要大量的实践和试错，并从中学习总结。他们也许还无法执掌公司的核心经营，但投资方面的实践会帮助他们更好地迎接和引领下一波创新和迭代浪潮。”

德勤亚太区民营企业与私人客户服务总裁
兼全球家族企业总裁周锦昌先生

⁵ 瑞银集团，“Voices of next gens: Family wealth at the crossroads of legacy and impact”，2021年5月

4.0

结束语

大部分亚太地区显赫的富裕家族对较高回报的成长型资产的兴趣日趋浓厚，尤其在私募股权投资领域。我们预计这一趋势将随着该地域不断涌现的增长机会延续下去。私募股权投资不仅使这些富裕家族可以成功嫁接自己在当地商界的资源（包括社会资本），也为下一代的家族继任者提供了成长、建立影响力的空间，以及一个实践商业愿景的平台。

亚太地区的家族办公室处于不同的发展阶段，其中香港的家族办公室由于发展得早，拥有较为成熟完善的市场实践（不包括日本）。但对于新兴市场的富裕家族来说，直接复制成熟市场的操作模式还不够。在当今激烈竞争、快速迭代、后疫情时代不确定性增大的经济环境中，富裕家族面临的挑战是摸索出一条契合当地市场的独特路径及可持续发展的私募市场投资模式。

对于计划搭建和规范化私募市场投资流程的富裕家族，我们总结了以下成功要素：

- 通过设立家族办公室，实现投资活动的体系化，增强投资部门的功能属性
- 向最优秀的投资人学习，同时找到契合当地市场和投资生态圈的优势和发展路径
- 灵活运用多种投资模式，依托同行及第三方咨询顾问的资源来获得目标投资市场的专业知识，拓宽项目获取渠道

只要创始人热衷财富的创造，愿意接受变革，再借助家族办公室专业人士的力量，私募投资势必成为富裕家族青睐的资产配置方式，为家族下一代成员提供经验积累和发展空间，帮助家族企业扩张事业版图。





鸣谢

瑞银集团
刘昌欣
李文杰
陈加嘉

德勤亚太
周锦昌
陈岚
徐宜冰

香港中文大学家族企业研究中心
郑志扬

本文件由瑞银集团（“UBS”）在德勤亚太（“Deloitte Asia Pacific”）的协助下编制。

免责声明 - 瑞银集团（“UBS”）
本文件仅供个人使用。

本文件仅作营销及信息之用。不应被视为是投资研究、销售说明书、任何投资或其他活动的要约或招揽要约。本文件所包含的一般说明不能应对您的个人投资目标、财务状况以及金融需要。

所提及产品及产品的可行性：请注意，瑞银有权在没有事先通知您的情况下随时更改其提供的服务、投资产品以及价格的范围，且本文件所包含的所有数据和意见均可予更改。某些服务和产品因受法律规限而无法在全世界无限制地提供。资产类别、资产配置和投资工具仅供参考。

信息的准确性和完整性：尽管本文件所表达的信息和意见皆基于瑞银认为属诚信可靠的来源，瑞银概不就该等数据的准确性或完整性作出任何明示或暗示的表述或担保。本文件所包含的所有信息和意见均可予更改，而无需另行通知。此外，本文件所包含的资产类别、资产配置和投资工具仅供参考而已。本文件所包含的信息可能是基于您的瑞银客户顾问所了解到的您当前个人情况。请注意，如您个人情况发生变化或瑞银其他员工获得/将获得其他/额外信息，瑞银没有责任修改本文件或通知您。

独立协定和其他文件：您或须就本发布中提及的产品和服务签署协议。请注意，此等特定协议的条款及条件均适用于有关的产品和服务。您须仔细阅读相关协议，并在遇有任何问题时联系您的瑞银客户顾问。另请参阅本文件中提及的特定产品和服务有关的其他文件。

法律和税务建议：我们建议所有考虑投资或使用本文件所描述的产品或服务（包含税务方面）的人士寻求适当而独立的财务、税务或法律咨询。税务待遇视乎其个别情况并且日后可能变更。瑞银不提供法律或税务建议，本文件也不构成此类建议。无论是普遍性还是针对客户具体情况或需求的，瑞银不对资产或资产的投资回报的税务处理作出任何陈述。您应该在投资前或者认为恰当时，就产品、资产或投资工具的适用性咨询独立的税务建议。

瑞银的角色：瑞银及其任何董事或员工可能有权在任何时候持有本报告所提及投资工具的多头或空头头寸，作为委托人或代理人进行涉及相关投资工具的交易，或者向/为发行人、投资工具本身或向/为此等发行人的任何商业或财务附属公司提供任何其他服务。

使用本信息资料：某些服务和产品因受法律规限而无法在全世界无限制地提供。本文件无意在美国地区派发，且/或无意派发给美国人，或在限制的司法辖区派发。除非另有说明，所有信息来源均为瑞银。瑞银明确禁止在未经瑞银事先书面同意的情况下对本材料的所有或任何部分进行分发或复制，且概不为第三方就此方面的任何行为承担任何责任。

投资风险：请注意，取决于其本质，所有投资都具有一定程度的风险。有些投资可能会突然大幅跌价，收回的资金可能低于投资额。某些投资可能因所处的证券市场流动性差而不能随时变现，所以对投资进行估价和识别所处的风险可能很难进行量化。您应就感兴趣的任何特定投资性质的项目咨询瑞银客户顾问，并在投资或交易决策之前，仔细考虑该投资是否适合您。进一步了解特定类型的投资和交易风险，请参阅之前派发给您的“证券交易中的特殊风险”手册和“其他风险信息”文档。如有需要，请向瑞银客户顾问索取这些文件副本。本文件中包含的特定投资机会或投资策略和资产类别通常为缩写形式。本文件并不旨在提供投资评估的唯一依据，也不应被认为是瑞银推荐给您的投资建议。瑞银对您选择的投资工具或资产类别不承担任何责任，且对您可能做出的选择和决定不承担任何责任。

免责声明 - 德勤亚太（“Deloitte Asia Pacific”）

德勤亚太有限公司（即一家担保有限公司）是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体，在亚太地区超过100座城市提供专业服务。本文件中所含内容乃一般性信息。任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构（统称为“德勤组织”）并不因此构成提供任何专业建议或服务，相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前，您应咨询合格的专业顾问。我们并未对本文件所含信息的准确性或完整性作出任何（明示或暗示）陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本文件而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。

UBS AG
9 Penang Rd
Singapore 238459

Deloitte Asia Pacific
30/F Bund Center
222 Yan An Road East
Shanghai 200002, PRC

UBS AG
52/F, IFC2, 8 Finance Street
Central, Hong Kong

www.deloitte.com

ubs.com/gfo



Deloitte.
Private