



ICADE BUSINESS SCHOOL  
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

**EL ROL DE UN FAMILY OFFICE INTERNACIONAL**  
*Como proteger el patrimonio familiar*

Autor: Jaime García-Morales Rodríguez-Arias  
Director: Javier Errejón

MADRID  
Julio 2015



## Índice

1. Capítulo 1: Introducción y objetivos.....	2-5
1.1 Abstracto.....	pág 2
1.2 Introducción.....	pág 3
1.3 Objetivos.....	pág 5
1.4 Metodología.....	pág 5
2. Capítulo 2: El Family Office.....	6-17
2.1 Por qué se debe invertir en activos financieros.....	pág 6
2.2 Definición de family office e historia.....	pág 9
2.2.1 Tipos de family office.....	pág 11
2.2.2 Funciones de un family office.....	pág 14
3. Capítulo 3: Por qué y cuándo crear un family office.....	18-22
3.1 Porque crear un family office.....	pág 18
3.2 Cundo establecer un family office.....	pág 20
4. Capítulo 4: Implantación de un family office y caso práctico.....	22-37
4.1 Implantación de un family office.....	pág 22
4.2 Caso práctico: Transmisión generacional.....	pág 34
5. Capítulo 5: Conclusiones.....	37-39
6. Bibliografía.....	pág 39
7. Anexos.....	pág 41

# Capítulo 1: INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

## 1.1 Abstracto

En un mundo de tipos de interés próximos a cero y estancamiento a nivel global tanto en las economías desarrolladas como en las economías emergentes, las personas y familias necesitan proteger su patrimonio ante una futura subida de la inflación. En Europa por ejemplo los efectos del Quantitative Easing ya están teniendo sus consecuencias en la economía y el miedo de la deflación ya no sobrevuela sobre Europa. Para no verse atrapado por la inflación lo que una persona debe o debería hacer es invertir parte de su patrimonio que no vaya a utilizar en el largo plazo para así no verse afectado por la inflación y hacer crecer año a año su patrimonio a través como veremos del término “compounding”.

Las familias de alto patrimonio generalmente acuden a los bancos privados ya que es lo más fácil de hacer y lo más cómodo, ya que ellos te proporcionan todos los servicios posibles, desde la gestión de las carteras hasta la custodia de acciones o de fondos de inversión, también pueden montarte una SICAV que veremos también lo que es. Pero las familias deberían preguntarse: ¿Es esto lo más eficiente para mi patrimonio? Mi respuesta es no y por ello he decidido realizar este trabajo sobre el rol de un family office internacional. Desde mi punto de vista el banco privado es un ente que trabaja solo en su propio beneficio y le da igual el patrimonio de la familia con tal de que te pueda colocarles uno de sus productos. Ante este gran problema de conflictos de interés lo que debería hacer una familia de altos patrimonio es crear un family office para que se cree una alineación total de intereses y así dar la confianza que la familia necesita para proteger y hacer crecer su patrimonio. Los bancos nos servirán de apoyo para optimizar el family office ya que se necesitan por ejemplo tener servicios de custodia de valores.

Para ilustrar mejor el rol de un family office internacional en este trabajo también se presenta como se implanta un family office contado desde dentro, es decir, como se hace en la vida real. Por suerte he tenido acceso a uno de los multi family offices más reconocidos en España y me han podido contar de primera mano cómo hacen ellos la implantación de un family office, y como crear una alineación total de los intereses de las familias. El estudio estará además acompañado de ilustraciones y tablas para explicar mejor este tema que desde mi punto de vista es muy interesante y con poca literatura moderna lamentablemente.

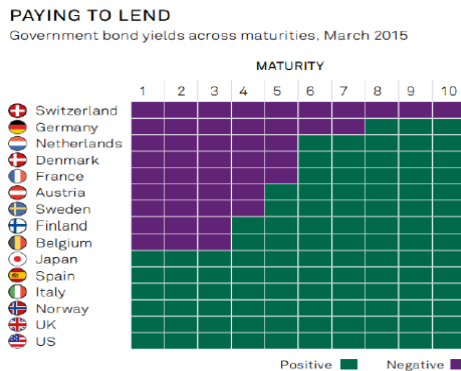
## 1.2 Introducción

En la actualidad estamos experimentando un entorno de políticas monetarias extremadamente laxas y nunca antes vistas para reactivar las economías en los mercados a nivel global, especialmente en los mercados desarrollados, algo que desde mi punto de vista es escalofriante ya que están generando mercados artificiales a los cuales los estímulos no pueden alimentar eternamente. Las consecuencias de estas políticas es que están aumentando a niveles históricos los balances de los bancos centrales y por lo tanto se está produciendo una sobrevaloración de los activos financieros como se puede ver en este gráfico:



**Figura 1** Fuente: MSIM Global Multi-Asset Team Analysis, Datastream. Data as of May 2015.

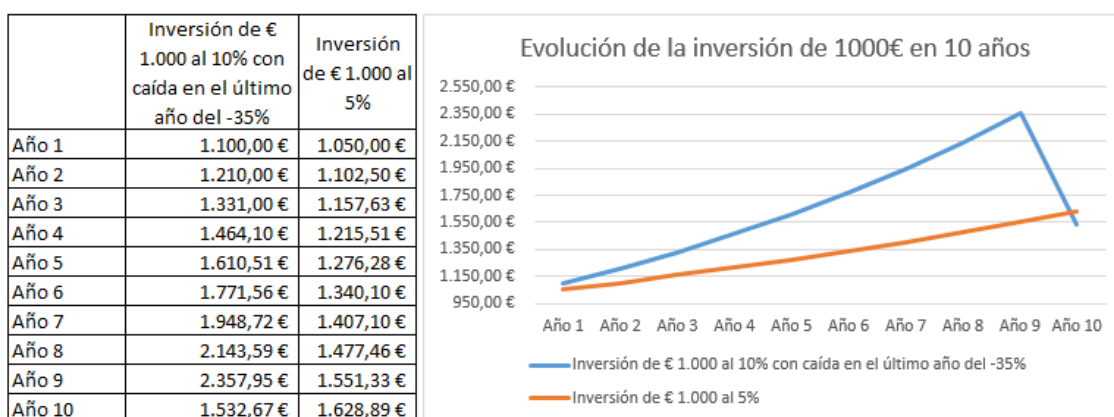
Hace pocas semanas vivimos en los mercados un hecho que hace tan solo cuatro años no se podía ni pasar por la cabeza, y ese hecho es el de la rentabilidad negativa de los bonos algo que personalmente no alcanzo a entender, pagar por prestar tu dinero. Este hecho ha dado lugar a una parálisis en las agencias de brókeres ya que, sus sistemas no están capacitados para este acontecimiento tan absurdo. En la siguiente tabla se puede observar las rentabilidades de los bonos en varios de los países desarrollados:



Sources: BlackRock Investment Institute and Thomson Reuters, March 2015.  
Notes: Yields are for benchmark government debt. Countries are ranked by five-year yield from lowest to highest.

**Figura 2** Fuente: Blackrock Investment Institute and Thomson Reuters, Marzo 2015

Dirán quizás que porqué estoy hablando de los mercados si mi trabajo es sobre el rol de un family office internacional; la razón es muy simple, las personas o familias con su dinero pueden hacer dos cosas, o ahorrar lo cual con los tipos de interés actuales no merece mucho la pena ya que los depósitos dan muy poco tipo de interés, o también pueden invertirlo para gastar ese dinero en el futuro. Es aquí donde el conocimiento de los mercados financieros es imprescindible, para no cometer errores que puedan acabar arruinándote como pasó en 2008 o con el escándalo de las acciones preferentes. Desde mi punto de vista la cualidad más importante para invertir es el sentido común, así como la paciencia; se debería invertir a largo plazo y con dinero que en el largo plazo no se vaya a utilizar. Warren Buffett acuña el término de “Power of compounding” a la hora de invertir, que no es más que reinvertir las ganancias que vayan generando nuestras inversiones para ir aumentando nuestro patrimonio año tras año.



**Figura 3** Fuente: Elaboración propia

Toda la sociedad en general invierte parte de sus ahorros, en este trabajo nos centraremos en las familias, pero son muy pocos los que van aumentando su capital a través del “compounding”. La razón fundamental de que pierdan su dinero es el sentido común, no inviertas en algo que no entiendes, es en este paso fundamental donde toda la gente falla, no saben dónde invierten y se arruinan; como por ejemplo en el escándalo de las preferentes. El patrimonio de las familias es uno de los activos más valiosos de una familia si se quiere dejar algo a los hijos; una planificación patrimonial es algo que no mucha gente hace pero es primordial a la hora de poder financiar por ejemplo los futuros estudios de los hijos o un viaje al caribe con la familia. Por lo tanto invertir con cabeza es muy importante para poder dejar algo a los hijos, lo primero es proteger el patrimonio y hacerlo crecer paralelamente para que no sea devorado por el peor enemigo de un inversor que es la inflación.

Una vez que hemos leído como debería invertir una familia (sentido común), veremos más adelante como se hace paso por paso la inversión en familias con grandes patrimonios. Veremos que la asignación de activos es a la hora de invertir es el paso que más rentabilidad otorga a la inversión seguida por la selección de activos que también crean parte de la atribución a la rentabilidad. Veremos los distintos tipos de activos típicos

donde una oficina familiar (family office) normalmente invierte y también los riesgos que cada una de ellas pueden implicar para el patrimonio familiar.

El principal riesgo para el patrimonio de una familia diga lo que diga la gente es, la permanente pérdida de capital. Por eso buscar inversiones con la alineación de intereses es de vital importancia para un patrimonio familiar, siempre será preferible entidades independientes donde no surjan conflicto de intereses que puedan dañar con altas comisiones el patrimonio familiar. Por esta razón es muy importante proteger el dinero en mercados bajistas a los cuales según mi opinión nos estamos acercando, como indicaba antes en la gráfica, un año malo puede acabar con nuestras ganancias de varios años atrás y tardar una eternidad en volver al punto de partida. Para un patrimonio familiar más importante que batir al mercado en momentos alcistas es protegerlo en mercados bajistas, esa es la base para hacer crecer un patrimonio a lo largo del tiempo como veremos posteriormente. Otro de los riesgos importantes es el de la volatilidad, ya que como inversor nadie quiere que su inversión vaya dando bandazos de un lado a otro haciendo peligrar el patrimonio, para ello hay que diversificar el patrimonio y aprovecharse incluso de esta volatilidad para invertir más en situaciones que se crean ventajosas.

### **1.3 Objetivos**

El objetivo primordial de este estudio es dar a conocer que es un family office ya que, en el mundo actual hay muy poca literatura sobre este tema tan apasionante. Para familias de alto patrimonio como veremos es útil crear un family office si se quiere transmitir ese patrimonio a futuras generaciones de una manera sostenible y sin que haya conflictos familiares. Como veremos una de las funciones a parte de las inversiones y la contabilidad y fiscalidad, es el gobierno familiar y filantrópico para que la transmisión sea armónica.

Para llegar a ese objetivo global de explicar cuál es el rol de un family office internacional, se ha de entender primero de todo porque las familias y personas en general han de invertir, también se verá cuáles son las razones para crear un family office y cuando ha de hacerse. Por último se explicará de un modo práctico como se implanta un family office y las razones de una manera visual de porqué es mejor un family office que un banco privado para familias de altos patrimonios.

### **1.4 Metodología**

La metodología que he querido usar en este estudio es una mezcla de estudio teórico con una parte también de estudio práctico para ilustrar mejor los objetivos que quiero conseguir a través de este trabajo.

Como comenté antes he tenido la suerte para realizar este trabajo de contar con la ayuda de un multi family office español que me han explicado de primera mano cual es el rol de un family office internacional que no es más que conseguir una alineación perfecta de intereses con las familiar y hacer posible una transmisión generacional sostenible y ordenada. Por este motivo he tenido acceso a estudios que han realizado ellos como

veremos más adelante sobre los family offices y como se implanta en la vida real un family office. Su ayuda ha sido primordial para realizar este trabajo ya que la literatura actual es mínima, a la única información pública que he conseguido acceder es a una explicación general de que tipos de family offices existen y que función desempeñan cada uno para las familias, de ahí que la bibliografía no sea tan abultada.

## **Capítulo 2: EL FAMILY OFFICE**

### **2.1 Por qué debe invertir una familia en activos financieros**

Como se comentó en la introducción, invertir es muy importante ya sea para las personas en general o para las familias, de alto o de no tan alto patrimonio, lo que hay que hacer desde mi punto de vista es ir aumentando el patrimonio a través de la inversión sin incurrir en demasiado riesgo (dependerá de la aversión de cada persona) y que no sea dañado por la inflación año tras año.

Por lo tanto, las razones de por qué una persona o familia necesita tener activos financieros, aparte de tener por ejemplo una empresa familiar, son tres desde mi punto de vista:

- i. Diversificar del riesgo: Por mucho que la gente hable de activos libres de riesgo, mienten ya que no hay inversiones libres de riesgo, pero si es verdad que hay inversiones que tienen menos riesgo que otras pero que en ningún caso están libres de riesgo. La renta fija se dice que es un activo “risk free” pero que puede provocar tremendas pérdidas; sin ir más la primera semana de Mayo de 2015 se produjo una venta masiva del bono alemán a diez años por temores a un crecimiento menor de lo esperado en la Eurozona. Una desbandada de este calibre solo había ocurrido 2 veces en los últimos 15 años: a mediados de 1999 y a finales de 2011 en plena crisis de deuda europea. Por esta razón la diversificación es la única manera de preservar el capital ya que los negocios tampoco están libres de riesgo, como ha pasado a lo largo de la historia con compañías que se pensaban eran sólidas como Nokia, Kodak o BlackBerry hoy en día ya prácticamente olvidadas. Desde mi punto de vista la diversificación es un muy buen elemento para reducir el riesgo que en este caso una familia pueda soportar, pero un alto nivel de diversificación en la cartera puede ser perjudicial a la hora de conseguir una rentabilidad aceptable para combatir la inflación. Warren Buffett o Bill Gates se han hecho billonarios por tener una cartera concentrada pero muy productiva, es el ejemplo que mejor sostiene la teoría que diversificar es algo muy positivo pero diversificar excesivamente puede dañar el patrimonio. Este es un factor que algunas de las family offices tienen en cuenta a la hora de invertir el patrimonio de la familias ya que es un factor muy importante y vital en el devenir las futuras generaciones.

- ii. Constituir una reserva de liquidez: Los negocios y las inversiones que al fin y al cabo están tremendamente relacionados, necesitan y requieren a veces tomar decisiones difíciles. La liquidez proporciona la habilidad de enfrentarse a estas decisiones con mayor confianza y perspectiva, así prevenimos que la presión personal financiera sea un obstáculo para las decisiones en los negocios e inversiones. Las decisiones en las empresas por parte del consejo directivo pueden ser tan difíciles de tomar que pueden hundirte el negocio, por lo que diversificando el riesgo lo que conseguimos es no depender de esas decisiones que si son perjudiciales para el negocio pueden lastrar con ellas todo el patrimonio familiar. Resumiendo, el crecimiento de una empresa familiar hace que el responsable en la familia de la gestión se enfrente a un doble reto: la gestión de la empresa familiar, y la gestión de los servicios a la Familia y del patrimonio que ha logrado acumular a lo largo de los años. Inicialmente suele buscarse ayuda especializada para la gestión de activos, fundamentalmente en áreas como la contabilidad y el mantenimiento de registros (Wolosky, 2002). Según Avery (2004), la necesidad de ayuda externa se acentúa generalmente ante la venta de la empresa familiar y la liquidación repentina de una inmensa cantidad de dinero. La segunda y subsiguientes generaciones, que heredan grandes fortunas o las adquieren repentinamente tras la venta del negocio familiar, a menudo carecen de tiempo y experiencia para gestionar sus activos adecuadamente lo que propicia la creación de las estructuras family office (Rivo, Rodríguez y González, 2011).
- iii. Facilitar la transmisión generacional: Al tener una cartera formada por el patrimonio familiar junto con otros activos financieros, primero diversificamos el riesgo y constituimos una reserva de liquidez y segundo, la transmisión generacional es más fácil ya que la tarta se puede dividir en varios pedazos de igual valor.

Un ejemplo claro de por qué la diversificación es importante se puede observar en la prestigiosa lista de Forbes. La primera lista Forbes 400 fue publicada en 1982. Veinte años después de su primera publicación, en 2002, la revista hizo una revisión de esa primera lista y, encontró que solo 61 de esos 400 iniciales seguían en la lista. Lo más sorprendente de este hecho es la rotación de nombres que ha habido en la lista. El 13% de aquellos de la primera lista eran de 3 familias: 11 Hunt (Harold Lafayette, Oil), 14 Rockefeller Family and 28 DuPont. 20 años después solo había un miembro de la familia Hunt, 3 Rockefeller y ningún Dupont.

Ningún miembro del primer Top 20 permaneció entre los 20 primeros. En algunos casos, la misma concentración que les hicieron ricos, les echó de la lista. Aún más sorprendente es que en 2012 solo quedaban en la lista 36 de los 400 miembros iniciales, es decir, solo un 9%.

Constituir una reserva de liquidez es primordial para hacer una transmisión generacional predecible y de una manera armonizada. En general los grandes patrimonios familiares derivan su riqueza de su empresa familiar, como por ejemplo Inditex y Ferrovial en el caso de Amancio Ortega y la Familia de Pino respectivamente. Cuando la empresa va bien y genera beneficios los propietarios disfrutan de los resultados y mejoran su nivel de



vida. Pero cuando el negocio va mal y experimenta una recesión, por lo que tener todo el patrimonio en la empresa puede hacer que la familia y su patrimonio se hundan con ella.

Al separar parte del patrimonio de la empresa familiar, lo que estamos haciendo es asegurar un flujo de caja estable que servirá para satisfacer las necesidades familiares del día a día. De esta manera los beneficios derivados de la empresa familiar constituyen una no esencial y adicional fuente de ingresos que no es necesario para mantener el nivel de vida de la familia.

La familia por consiguiente ya no es dependiente nunca más de los beneficios de la empresa para mantener su estatus, propiciando una gestión más independiente, con menos presión que pudiera dar lugar a tomar decisiones que desde un punto financiero y estratégico no fueran lo más conveniente para el negocio en el largo plazo (como por ejemplo proteger dividendos o forzar la viabilidad de un proyecto).

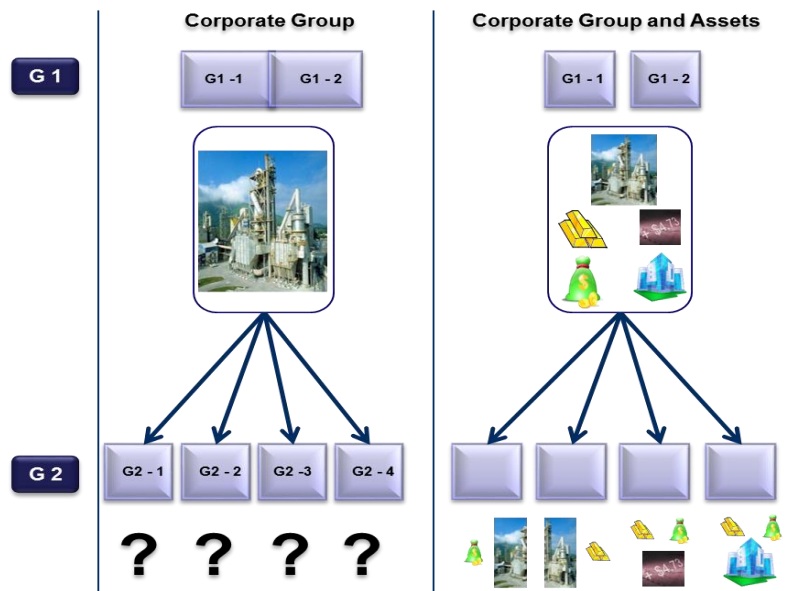


Figura 4 Fuente: Elaboración propia

Como se puede ver en esta figura, bajo el modelo tradicional del grupo empresarial, la transmisión generacional puede volverse complicada debido a la diferencia en participación entre los miembros de la familia, este hecho puede dar lugar a conflictos de interés entre los familiares ya que si un miembro de la familia puede demostrar que ha aportado más a la empresa a través de sus decisiones y por lo tanto ha de recibir una mayor parte del patrimonio. Por esta razón con el nuevo modelo los miembros de la familia que sean capaces de aportar valor a la empresa y por lo tanto quieran seguir ligados a la empresa pueden perfectamente hacerlo remunerándoles correspondientemente a su labor al igual que lo harán los otros miembros de la familia que decidan desligarse del negocio y emprender con nuevos proyectos o simplemente gestionar el patrimonio derivado del negocio familiar. Con este hecho lo que se consigue como he comentado es una reserva de liquidez que haga que el futuro sea más predecible y por tanto los flujos de caja más visibles y que se pueda dormir con tranquilidad a fin de cuentas.

Al diversificar con otros activos, la transición resulta más visible y simple. Los miembros menos involucrados pueden ser compensados con activos no relacionados al negocio de igual valor.

Una vez que he explicado por qué es importante el hecho de diversificar y poseer activos financieros dentro del patrimonio familiar, veamos que es un family office y para que se utiliza; está muy relacionado con lo que acabamos de ver, gestión del patrimonio familiar y las decisiones que lo envuelven.

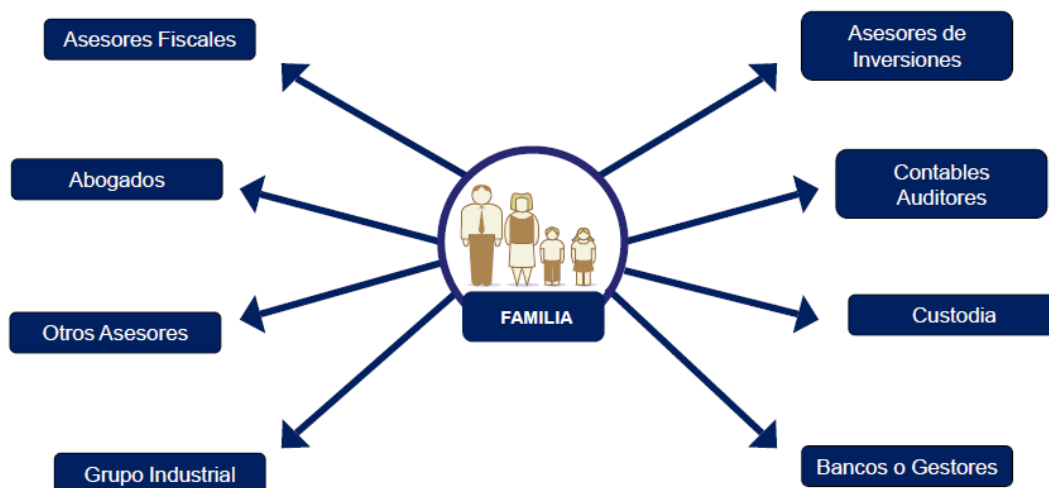
## **2.2 Definición de family office e historia**

Un Family Office no es más que la entidad o grupo que una familia de elevado patrimonio establece para la gestión patrimonial del mismo, ya se trate de un patrimonio líquido, inmobiliario o concentrado en una empresa familiar, haciendo compatible su mejora, conservación y disfrute con la cohesión entre todos los miembros de la familia.

El capital financiero de la empresa es el propio capital de la familia, a menudo acumulado durante generaciones por ésta. Los family offices pueden dedicarse desde la tradicional prestación de servicios personales, tales como la gestión del personal doméstico y la gestión de viajes, hasta la realización de inversiones de capital riesgo o capital desarrollo. Dado el elevado coste operativo de un family office, se considera que resulta interesante la creación de este tipo de estructuras a partir de patrimonios superiores a 20 millones de euros generalmente (Casado, Martínez, López, Butler, Sterba, Cazorla y Prado, 2008).

Sin irnos más lejos de España las grandes fortunas ibéricas pertenecen a familias como la familia de Amancio Ortega con Pontegadea, Familia del Pino, Koplovitz, Hernández Calleja o Abelló. Todas estas familias tienen algo en común aparte de que tienen mucho dinero y ese punto en común es que tienen su patrimonio gestionado a través de family offices que realizan inversiones en diferentes clases de activos y poseen las grandes empresas del Ibex 35 como son Inditex, Ferrovial, FCC o Realia entre otras.

La estructura que rodea a una familia de altos patrimonios (mayor a 10 millones de euros generalmente) como las mencionada anteriormente está compuesta por prácticamente lo mismo que rodea a cualquier pyme de España: fiscalidad, contables, auditoría, financiación o asuntos legales; el esquema más simple es el siguiente:



**Figura 5** Fuente: Elaboración propia

Como se comentó previamente, la literatura moderna sobre el Family Office es escasa, e incluso menor para el caso de Family Office de una única familia. La razón radica sobre todo en el hecho de que las familias de elevado nivel económico quieren privacidad. Otra motivación se basa en que, dependiendo de cómo se defina el Family Office, ésta puede abarcar una multitud de estructuras, que van desde un miembro de la familia haciendo tareas administrativas para su familia junto a otras tareas en una empresa familiar, hasta un equipo de profesionales enfocados en la inversión, la contabilidad, asuntos jurídicos, y servicios personales (Avery, 2004; Martiros y Millay, 2006). Servicios personales que pueden incluir actividades tales como la gestión de viajes, o la gestión del personal doméstico, entre otros.

Entre las diversas definiciones propuestas por los profesionales destacaríamos: una organización para apoyar las necesidades financieras de una familia específica (a partir de la asignación de activos estratégicos para el mantenimiento de registros y presentación de informes) (Wolosky, 2002); un centro de influencia y estabilidad para ayudar a familias muy ricas a garantizar la conservación y el crecimiento de sus activos financieros y el patrimonio familiar (Avery, 2004); y una estructura creada para gestionar los activos de una familia acaudalada (Curtis, 2001). Sobre esta base teórica y buscando un término con amplitud y sencillez conceptual, se ha adoptado la siguiente definición de Family Office: un centro de profesionales dedicados a atender las necesidades financieras y personales de una familia con patrimonio elevado (Amit, 2006).

La aparición del primer family office se remonta al siglo diecinueve cuando la prestigiosa familia Rockefeller (previamente mencionada) decidió establecer un family office para gestionar su patrimonio y que fuese transmitido a futuras generaciones de una manera sostenible. La riqueza de esta familia se deriva del negocio del petróleo, concretamente de la empresa que creó esta familia que se llamaba Standard Oil que se derivó mediante spin-offs en las grandes empresas petroleras que hoy en día conocemos como son Exxon, Chevron o ConocoPhillips.

En 1907 se establece el Bessemer Trust, para dar servicio a Henry Phipps, y posteriormente a sus 5 hijos. Posteriormente en 1974, ofrece servicios de asesoramiento

a otras familias con un perfil similar y a día de hoy dan servicio a más de 2,100 familias con aproximadamente unos activos bajo gestión de 63,000 millones de dólares.

Otro de los indicios destacados de los family offices es en 1987 cuando es establecido el Feri Trust, que daba servicios a la familia Quandt (BMW). A día de hoy dan servicio a aproximadamente 200 familias distintas y a 170 clientes institucionales con valor de activos de aproximadamente 40,000 millones de dólares.

Desde el año 2000, hay una tendencia generalizada a la integración entre family offices y a la búsqueda de apoyo de Multifamily offices internos. Para entender esta tendencia de una mejor manera explicaré que tipos de family offices hay con sus respectivas ventajas e inconvenientes ya que difieren en varios aspectos.

### **2.2.1 Tipos de family offices**

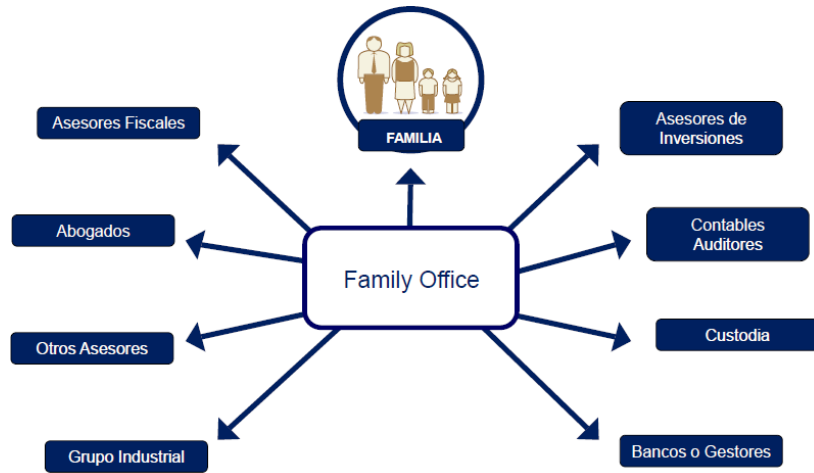
El diseño y configuración de un family office responde a la cultura de valores de cada familia. Ésta fijará los objetivos que pretende alcanzar con la creación y desarrollo de un family office, determinando los tipos de actividad y activos que conformarán el esqueleto de este tipo de estructura. Esto implica una enorme dificultad a la hora de establecer agrupamientos y características diferenciadoras entre distintos family offices (Rivo, Rodríguez y González, 2011). En España, el embrión a un family office parte de la consideración de que en las compañías siempre ha existido la figura de un director financiero o de un director administrativo que se ha dedicado a gestionar no sólo los negocios de la empresa, sino también a encargarse de los temas particulares de los miembros de la familia; la motivación reside en el hecho de que el empresario o el fundador se ha dedicado exclusivamente al trabajo, casi sin tiempo de poderle prestar cierta atención a la mejora de la gestión patrimonial.

En general hay tres tipos de family offices que los detallo a continuación:

- **Single Family Office** – Un Single Family Office es una sociedad privada o estructura jurídica creada por una familia para atender las necesidades de los miembros de esta familia. Su diseño específico y sus actividades varían mucho, esto puede estar influenciado por el nivel de riqueza, la complejidad de la familia y los servicios que esta requiera, así como la gama de activos a gestionar.
- **Multi-Family Office** – Los servicios a ofrecer pueden ser muchos y varían ampliamente, pero la característica principal será que los asuntos financieros de un número de familias serán atendidos por el mismo equipo de personas. En algunos casos, dichas organizaciones habrán sido formadas inicialmente para atender a una familia y posteriormente se ha creado la infraestructura para servir a otras.

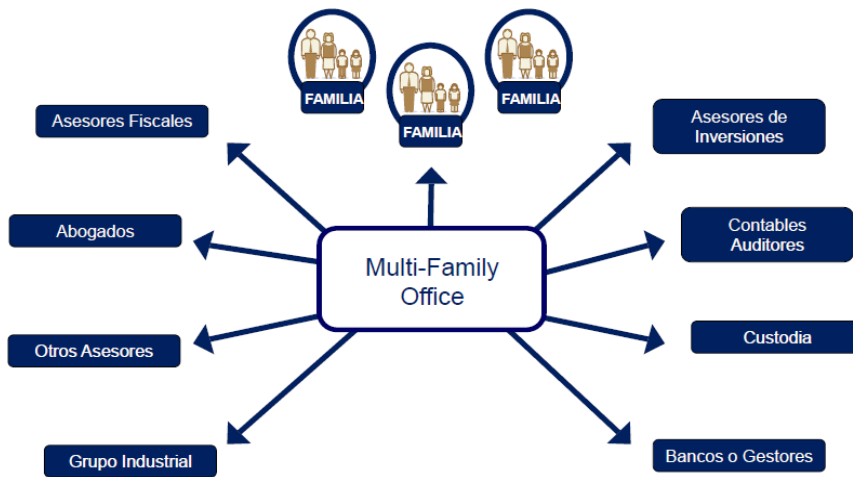
- Assisted Single Family Office – En lugar de contratar su propio director de inversiones, una familia, dotación o institución puede optar por nombrar a un Multi-Family Office para actuar únicamente como su director de inversiones, y así extender las capacidades de su family office interno, a un nivel superior.

Estructura Single Family Office



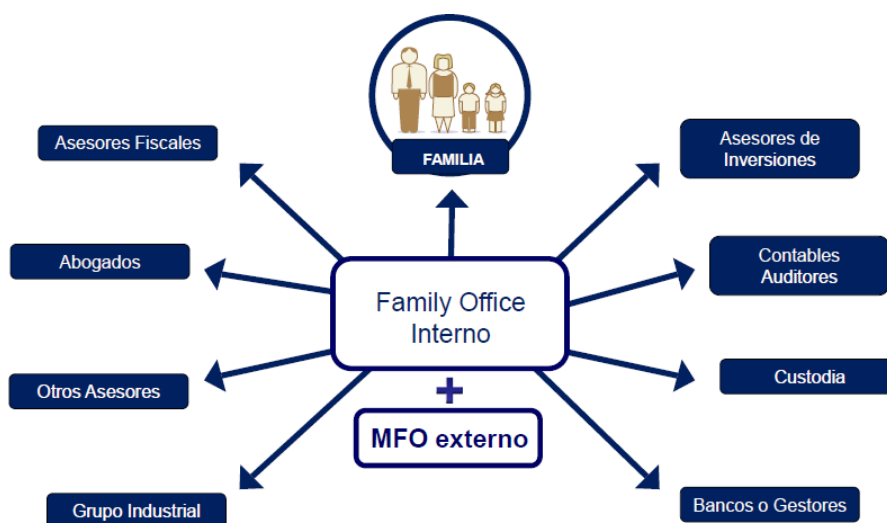
**Figura 6** Fuente: Elaboración propia

Estructura Multi Family Office



**Figura 7** Fuente: Elaboración propia

## Estructura Assisted Family Office



**Figura 8** Fuente: Elaboración propia

A modo de resumen voy a exponer cuales son las ventajas y desventajas de las distintas estructuras de family offices expuestas antes de estas líneas:

-Single Family Office: Las ventajas que presenta este tipo de estructuras son bastante obvias como se puede ver en su estructura, tienes a un equipo de profesionales de altísimo nivel gestionando el dinero de la familia por lo que es un tipo de estructura exclusiva, con mucha dedicación por parte del equipo gestor y que presenta un alto grado de confidencialidad ya que esa información solo es conocida por los miembros que componen la estructura de gestión y es casi imposible acceder a esa información por un miembro del exterior de esa estructura. Las desventajas que presenta el Single Family Office son los altos costes que presenta mantener a un equipo gestor de tan alto nivel entre las filas de la familia, los altos costes de la gestión de recursos humanos o la rigidez de la estructura ante por ejemplo cambios legislativos.

-Multi-Family Office: este tipo de estructura presenta la ventaja que se crean economías de escala ya que al ser varias familias las que reciben el mismo servicio es más barato que esas familias recibiendo el mismo servicio por separado por lo que las ventajas son costes y economías de escala. Las desventajas son que los multi family office son menos exclusivos que el single family office y además presenta menos proximidad que el Single Family Office ya que en este tipo de estructura tienes al mismo equipo gestor trabajando simultáneamente para diversas familias.

-Assited Family Office: Las ventajas e inconvenientes que presenta este tipo de estructura están a caballo entre el Single y el Multi Family Office. Entre las ventajas cabe destacar el equilibrio entre coste y exclusividad y la flexibilidad que aporta esta estructura. Los inconvenientes del Assited Family Office son el coste medio y que la comunicación entre la familia y el MFO externo puede ser bastante lento y puede dar lugar a pérdida de competitividad por esta razón.

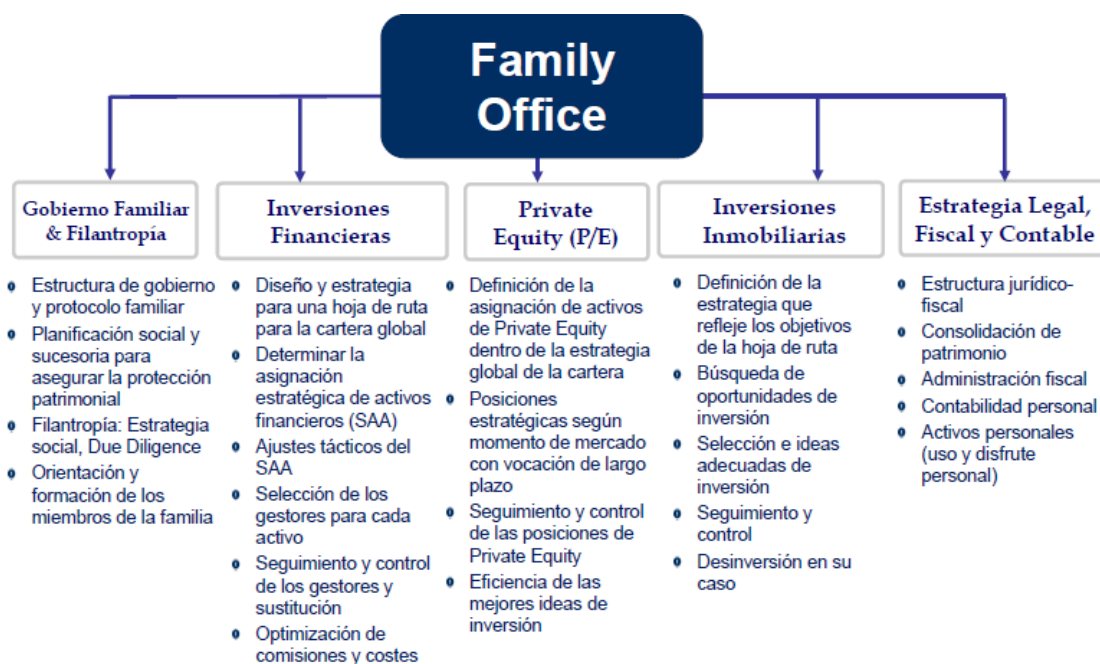
Como he descrito, cada una de las estructuras de family office no es mejor ni peor, simplemente tienen sus ventajas y desventajas que cada familia ha de valorar a la hora de crear su family office. Desde mi punto de vista la estructura que mejor atiende al ratio calidad/coste es el multifamily office ya que te ofrece un servicio muy similar al del single family office pero con menos costes y se puede acceder a una mayor variedad de productos que con un single family office. Bien es verdad que como he comentado la exclusividad y la flexibilidad no es la misma ya que ofrecen servicios a diferentes familias pero los resultados son muy similares incluso mejores que los que ofrecen el single family office.

Desde un punto de vista económico, he comentado que la estructura más costosa es la del Single Family office, es de sentido común ya que tienes a un equipo de prestigiosos profesionales atendiendo única y exclusivamente a tu patrimonio. El multifamily office MdF Family Partners realizó un estudio para comparar los costes de las anteriores estructuras mencionadas y llegaron a la conclusión de que la que menos costes generaba era el multifamily office, un 0.2% de costes del total del patrimonio mientras que el assisted family office costaba un 0.6% del total del patrimonio mientras que el single family office costaba entre un 1.74% y un 2.23% del total del patrimonio. Lo que se saca en claro de este estudio es que si tienes un alto patrimonio se puede ahorrar costes siempre que montes una estructura de family office ya que la alternativa, el banco privado siempre va a costar más. En particular MdF cifra este ahorro frente al banco privado en torno a un 0.2% en el caso de un single family office e incluso para el caso de un multifamily office hay casos en los cuales los ahorros frente a un banco privado pueden superar a los costes de contratar los servicios de este tipo de estructura, de ahí su gran relevancia.

En la actualidad, se calcula que pueden existir entre unos 70 u 80 family offices en España, lo que supone entre un 10% y un 11% de las que existen en Europa (Casado, Vidal-Rivas, Brito, Salgado, Verdaguer, Willette y Pastor, 2009).

### **2.2.2 Funciones típicas de un family office**

Las funciones típicas de un family office se dividen en seis brazos generalmente compuestos de inversiones, contabilidad, fiscalidad y estrategia legal y no menos importante es el gobierno familia y la filantropía. En la siguiente ilustración se puede observar las funciones más típicas que desarrollan los family offices en su día a día.



**Figura 9** Fuente: Elaboración propia

- **Gobierno Familiar y Filantropía:** esta función del family office lo que trata es de sentar las bases para un buen gobierno familiar, generalmente nadie quiere llevarse mal con nadie dentro de una familia; los conflictos normalmente en las familias vienen dado por las herencias, en definitiva, las familias se rompen por el dinero normalmente. Para solucionar este problema y para que por lo tanto haya una transmisión generacional sostenible la función del gobierno familiar es que los miembros de la familia además de recibir una parte del patrimonio sean formados de acuerdo con los principios de la familia y protejan e intenten hacer crecer el patrimonio que reciban en el futuro. Más adelante veremos cómo se implanta un family office y la importancia de definir los objetivos familiares, que serán la base para proteger el patrimonio a lo largo de los años.
- **Estrategia Legal Fiscal y Contable:** como en cada estructura empresarial siempre hay un departamento de contabilidad y administración. En las familias de altos patrimonios pasa lo mismo ya que las cuentas han de ser revisadas para que no se pague ni un euro de más por cualquier servicio por ejemplo el contratado con cualquier banco custodio. La estructura fiscal de cualquier empresa y familia de alto patrimonio es vital ya que lo que hace al fin y al cabo es erosionar los beneficios recibidos por lo que, se ha de crear una estructura fiscalmente óptima para que no dañe el patrimonio. Estas estructuras fiscalmente óptimas son las SICAVs que hacen que el patrimonio sea llevado a través del tiempo tributando al tipo mínimo pero, una vez sea sacado ese dinero de la SICAV ha de tributar como cualquier plusvalía o minusvalía de cualquier persona. Esto es algo que la gente de a pie se cree que por tener una SICAV se pagan menos impuestos al sacar el dinero de la misma y no es así. La SICAV al fin y al cabo tiene personalidad jurídica que tributa al 1% por el Impuesto de Sociedades, es ahí donde reside su ventaja ya que el tipo al que tributa cualquier empresa es del 28% siempre y cuando el dinero no abandone la SICAV, es decir para que tribute al 1% el dinero



ha de permanecer intacto dentro de esta estructura. Lo que se construye pues es como una especie de cáscara de nuez que permite trasladar el dinero en el tiempo sin que sea dañado por los impuestos, repito siempre que ese dinero no salga de la SICAV. Es en esta función del family office donde el Time Value of Money toma una relevancia primordial, transmitir el dinero a futuras generaciones sin que sea muy erosionado con el excesivo pago de impuestos.

La SICAV se diferencia de un fondo de inversión en que primero tiene personalidad jurídica y que la SICAV necesita un mínimo de 100 participantes y un patrimonio de en torno a 2 millones de euros para ser creada. Los fondos de inversión que ahora veremos, tienen una estructura fiscal óptima que permite diferir el pago de impuestos mediante el traspaso de capitales de un fondo a otro siempre que sean traspasables. Las SICAVS usan este mecanismo de inversión en fondos de inversión para diferir el pago de impuestos en el tiempo.

- Las inversiones financieras como comenté antes son muy importantes para cualquier familia ya que en el largo plazo permiten generar patrimonio siempre que se use el sentido común. Dentro de la función de las inversiones financieras de un family office cabe destacar:
  - Estrategia y diseño de una hoja de ruta para la cartera global, este es un paso que se verá después en la implantación de un family office.
  - Determinar la asignación estrategia de los activos financieros. Este es un paso muy importante ya que es la asignación de activos la que genera más porcentaje de la rentabilidad, es a lo que más se atribuye. Esta asignación de activos se lleva a cabo en el día a día para saber que está sucediendo en los mercados y cuál es la estrategia más conveniente para cada familia. Tiene sentido en un multi family office que la misma asignación de activos sea más o menos la misma para cada familia ya que el gestor es el que tiene esa visión y se la transmite a los clientes (familias) siempre con argumentos que den apoyo a su tesis de inversión.
  - Aparte de la asignación estratégica, hay una asignación táctica generalmente a través de fondos de inversión que lo que se intenta es generar un extra de rentabilidad a través de la generación de alpha. La selección de gestores es algo muy importante a la hora de generar alpha ya que una mala elección en los fondos de inversión puede perjudicar drásticamente la inversión financiera. Parte de esta selección reside en buscar fondos de inversión que permitan tener un ratio óptimo de rentabilidad-riesgo no pagando excesivas comisiones; un fondo puede ser muy bueno pero tener tantas comisiones que hagan que no sean atractivas, generalmente es el caso de los fondos de inversión de los bancos que todos conocemos. En la sección de la implantación de un family office comentaré un apartado sobre cómo se hace típicamente la selección de gestores para invertir el capital destinado a inversión en activos líquidos.

- Inversiones de Private Equity: en este tipo de inversiones que son menos líquidas se define en la asignación de la cartera el rol que va a ocupar en la cartera, generalmente estas inversiones al ser menos líquidas requieren más tiempo y por lo tanto sirven por ejemplo para financiar la educación dentro de diez años. Estas inversiones por lo tanto requieren la búsqueda de oportunidades a largo plazo pero no por ello es una inversión de “buy & hold”. Estas inversiones han de ser seguidas de cerca y en caso de adversidades se deben vender si se cree que el patrimonio a largo plazo pueda ser dañado. La inversiones en private equity pueden ser diversas dependiendo de la diversificación y el riesgo que se quiera asumir, para ello la siguiente ilustración refleja muy bien los tipos de inversiones típicas de private equity que existen

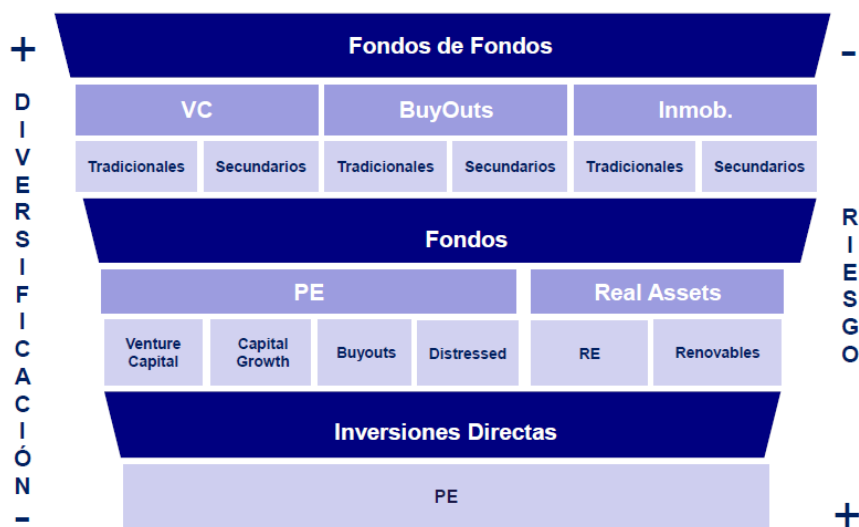


Figura 10 Fuente: Elaboración propia

- Inversiones inmobiliarias: A raíz de la crisis han surgido oportunidades inmobiliarias que pueden generar una alta rentabilidad si se gestiona de una manera correcta. Los family offices normalmente elaboran y diseñan una hoja de ruta anteriormente para visualizar que parte de la cartera el gestor cree conveniente para inversiones inmobiliarias, esto como es obvio cambiará a medida que se encuentren en el mercado una mayor o menor número de oportunidades. Para ello el equipo de inversión del family office trata de identificar oportunidades que concuerden con la hoja de ruta establecida y mejoren la cartera en términos de diversificación y rentabilidad ya que este tipo de activo suele estar poco correlacionado con los activos tradicionales de renta fija y de renta variable.

# Capítulo 3: PORQUE Y CUANDO CREAN UN FAMILY OFFICE

## 3.1 Por qué crear un family office

Una vez que hemos visto por qué es importante invertir en activos financieros y que es y los tipos de estructura que hay de family office, voy a explicar brevemente por qué es importante crear un family office para familias con alto patrimonio.

Antes de comenzar explicando las razones de por qué se debe crear un family office con elevado patrimonio, ¿a qué se denomina elevado o alto patrimonio? Pues bien, elevado o alto patrimonio para crear un family office se denomina a un patrimonio en activos que se pueden invertir superiores a 5 millones de euros, esto es digamos el mínimo monto de patrimonio que es breakeven para un multifamily office con servicios muy limitados y con una comisión de gestión por este motivo algo elevada, estaríamos hablando de entorno a un 1% más o menos. Por este motivo es muy importante para una familia con este patrimonio ponderar los beneficios que un family office te puede ofrecer en contra posición a los costes que te va a suponer. En Estados Unidos por ejemplo Threshold Group, un multifamily office de Washington que gestiona 3 billones de dólares, introdujo el pasado Octubre un servicio especial para familias con entre 5 y 50 millones de dólares en activos para invertir. Este servicio de multifamily office ofrece consejos de inversión y planificación financiera. Lo que no incluye por ser considerados altos bajos patrimonios son los servicios de family-governance, trabajo administrativo o el pago de facturas que es lo que suele incluir un servicio normal de multifamily office.

Por lo tanto para que sea rentable para la familia y para un multifamily office, el patrimonio ha de ser de más de 20 millones de euros para que los costes derivados de montar un family office sean similares a los ahorros percibido en lugar de meter el patrimonio en un banco privado. Estaríamos hablando en este caso de comisiones anuales de en torno a 0.25% y 0.5% dependiendo del patrimonio a invertir. En cambio como el coste para crear un single family office es más alto, requiere algo más de patrimonio, en concreto estaríamos hablando de patrimonios por encima de los 50 millones de euros para que por lo menos sea algo más rentable que un banco privado.

En el mundo existen diferencias en torno a la zona geográfica de los family offices, una diferencia clara se encuentra entre el viejo continente y Estados Unidos. Mientras en Europa los family offices son creadas la mayoría por familias que tienen activos por valor de más de un billón, en Estados Unidos la mayoría de los family offices son creadas por familia que tienen bajo gestión entre 100 y 500 millones de dólares. En el caso de España la mayoría de estas estructuras son montadas por familias que tienen en torno a 30 millones de euros.

Ahora que sabemos el monto aproximado para crear un family office, veamos porque se ha de crearse un family office si el patrimonio familiar es el suficiente:

- La primera razón anteriormente mencionada son los costes, alrededor de un 0.3% se ahorra al montar un family office dependiendo de la estructura, frente a la alternativa más racional que es el banco privado.
- La segunda razón es una completa focalización al crear una estructura family office ya que se dedicaran a preservar el patrimonio y porque no, a hacerlo crecer exponencialmente.
- Otra de las razones importantes es que mantener el patrimonio requiere otro tipo de capacidades distintas a las que le permitió a la familia crear ese patrimonio. Para preservar un patrimonio hay que tener un equipo de profesionales independientes del núcleo del equipo del negocio. Esta autonomía por otro lado ha de estar ligada al equipo de governance de la familia para que se cumplan los objetivos propuestos. Para preservar un patrimonio se ha de crear una hoja de ruta perfectamente detallada para cumplir con los objetivos inicialmente propuestos por la familia y de esta manera activar una transmisión generacional sostenible y armonizada. Se necesita también un equipo de profesionales de reconocido prestigio para confiar el patrimonio a dicho equipo y necesitan también tener gran perspectiva para entender a la familia y que haya una alineación de intereses completamente perfecta; de otra forma nos será muy difícil alcanzar los objetivos deseados. Otro aspecto importante es que la estructura de family office ha de tener una localización internacional para aprovecharse de los beneficios fiscales que ofrecen algunos países para así optimizar los costes patrimoniales y hacerlos considerablemente eficientes desde un punto de vista fiscal. Como hemos visto, la estructura típica de inversión de un family office es a través de Sicavs que crean metafóricamente hablando una especie de nuez para proteger el patrimonio a lo largo del tiempo tributando a una tasa de interés lo más óptima posible.
- La cuarta razón primordial para montar una estructura family office es el acceso a invertir en activos que un banco privado no tiene acceso a ofrecer a una familia como es por ejemplo el private equity. Este es un activo que sin duda está adquiriendo mucha relevancia en el sector de family office ya que otorga una gran diversificación a la cartera tradicional de activos de una familia al igual que sirve para diversificar la cartera y además de estar poco relacionado con el mercado por ejemplo de acciones o bonos, por lo que hoy en día es un activo imprescindible en cualquier cartera de una familia con alto patrimonio. Otro de los activos que un banco privado te puede ofrecer son los fondos de inversión, el producto estrella de inversión para cualquier familia a nivel nacional e internacional por su fácil acceso y su óptima fiscalidad. Un banco privado te puede ofrecer productos de fondos de inversión pero siempre existirá un conflicto de intereses que haga que haya un sesgo muy importante para venderte sus productos. Este factor hace que crear un family office con buenos profesionales de la inversión sean capaces de encontrar el fondo de inversión óptimo para las condiciones actuales de mercado y que tengan comisiones aceptables para alcanzar los objetivos familiares sin ningún tipo de conflicto de interés que pueda venir dado por la venta de productos propios de la casa.

- Desde mi punto de vista la mayor ventaja que presenta crear un family office es la eliminación de conflictos de intereses, ya sea de un modo parcial o de un modo completamente sin conflictos de intereses, que aunque parezca mentira existen. El modelo tradicional en cualquier lado es acudir al banco privado a que te ofrezcan sus servicios financieros o todo tipo de servicios que el cliente requiera, especialmente los grandes bancos internacionales como son JP Morgan, Morgan Stanley o UBS por ejemplo. Estos bancos como ya mencioné anteriormente presentan conflictos de interés se quieran o no, siempre lo que van a intentar es en alguna fase de la relación es vender sus productos a la familia interesada para así justificar con beneficios los servicios prestados. De este modo no se consigue que la familia y por consiguiente su patrimonio esté libre de pagar altos costes y recibir pocos beneficios a largo plazo, que es lo que de verdad importa; recordad que uno de los primordiales objetivos de un family office es permitir una óptima transición generacional.

Dentro de los diferentes multifamily offices que existen en el mundo hay algunas que ofrecen un nulo conflicto de interés como es en España Mdf Family Partners anteriormente mencionado o WE Family Offices al otro lado del Atlántico. Estos dos multifamily offices ofrecen un servicio sin ningún tipo de conflicto de interés debido a un ingrediente muy importante para paliar este mal, la independencia. La independencia les permite ofrecer todos los servicios de cualquier multifamily office pero sin ningún producto propio por lo que no tienen ningún interés en venderte un producto suyo ya que no lo tienen. Con este factor que desde mi punto de vista es vital a la hora de gestionar patrimonios familiares, se consigue un alineamiento perfecto de intereses que es único en España a nivel de multifamily office y muy escaso a nivel mundial. La ausencia de conflicto de intereses permite a los multifamily offices (donde suele haber más conflicto de interés, en los single family offices hay alineación de intereses) centrarse en lo verdaderamente importante que es preservar y hacer crecer, a través de inversiones, el patrimonio familiar para así transmitírselo a futuras generaciones.

### **3.2 Cuando establecer un family office**

Una vez visto porqué hay que crear un family office si el patrimonio es alto, veamos cuando se debe montar el family office porque crear una estructura de este tipo antes de lo necesario puede ser muy perjudicial para el patrimonio. Al igual que sucede si la family office se crea demasiado tarde para preservarlo.

Por regla general se dice que una familia ha de montar un family office en primer lugar cuando tenga patrimonio suficiente como para poder crear uno y además que sea rentable, es decir, que los beneficios derivados de montar un family office sean superiores a los costes de no montarlo, los costes que te cobraría un banco privado por gestionar el dinero de la familia. En segundo lugar se debería crear un family office cuando hay un óptimo

nivel de vida que viene derivado de tener un alto patrimonio. En tercer y último lugar, se debe crear un family office cuando haya futuras generaciones venideras y se quiera asegurar una transición de manera sostenible. Estas tres razones pueden darse juntas o separadas pero para que sea un family office más potente, las tres condiciones deberían darse para que haya unos objetivos muy definidos y por lo tanto una hoja de ruta más concreta y precisa.

Otra de las cuestiones importantes a la hora de crear un family office es cuanto patrimonio destinar a la hora de crearlo. Anteriormente comenté unos rangos de patrimonio necesarios para crear un tipo de estructura family office para los distintos tipos. Por regla general para una familia, el dinero destinado a montarlo depende de los diferentes objetivos de preservación de capital, la situación familiar y en el caso de que haya una empresa familiar de por medio, de las condiciones de dicho negocio familiar.

Por este motivo expertos de esta materia acuñan el término de la regla del 2,5%. Esta condición nos dice que el patrimonio familiar debería vivir a un buen nivel de vida, sin asumir excesivo riesgo mantener su estado actual en términos reales (ajustado por inflación) consistentemente, asumiendo salidas de caja anuales del 2,5% del patrimonio. A modo de ejemplo, la alianza estratégica entre MdF Family Partners-Lord North Street realizó un estudio histórico para comprobar que la regla del 2.5% en efecto era algo al menos necesario para que el patrimonio se mantuviese. Llevaron a cabo en primer lugar un ejercicio teniendo en cuenta la evolución en el pasado de los flujos y concluyeron que si en 1900 hubiésemos invertido 73% de la cartera en renta variable y el otro restante 23% en valores de renta fija, podríamos haber tenido salidas de caja por valor de 2,5% del patrimonio y aun así haber aumentado nuestra inversión un 2888,7% en términos reales. Los resultados de este ejercicio hubiesen sido los mismos en otros periodos temporales, de hecho, hubiesen sido incluso más favorable si se hubiesen llevado a cabo entre los años 1980 y 2014. El mismo ejercicio pero con salidas del 5% nos hubieran generado rentabilidades en nuestra inversión de un 76% en términos ajustados a la inflación. Otro ejercicio realizado por esta alianza es una simulación Monte Carlo que proyecta lo que pueda pasar de 2014 a 2035 en términos reales, los resultados se pueden observar en la siguiente gráfica:

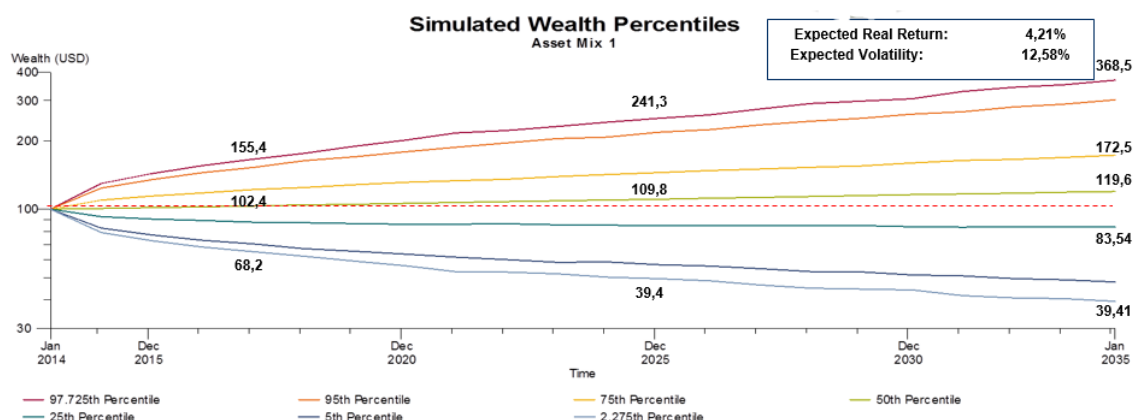


Figura 11 Fuente: Estudio MdF Family Partners y Lord North Street, 2014

Los resultados de este gráfico son sencillos de entender:

- La línea verde representa la mediana de retorno que podemos esperar en los distintos años venideros. Un drawback de este estudio es que las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras pero nos puede dar un rango de escenarios en los próximos años que nos pueden servir de guía.
- Lo que nos dice también este estudio es que hay un 50% de probabilidad de que el patrimonio esperado en los años venideros este entre la línea azul por debajo del 100 (25th percentil) y la línea amarilla por encima de la verde (75th percentil).

Las conclusiones a estos dos ejercicios y a la regla que he expuesto (regla del 2,5%) es que en futuras proyecciones, si tomamos más riesgo, el ejercicio de Monte Carlo nos indica que debería ser posible mantener el patrimonio, con salidas de caja representativas a 2.5% del patrimonio.

Un factor importante a tener en cuenta en este estudio es que las rentabilidades pasadas no se esperan que sean tan atractivas como las rentabilidades que van a suceder en el futuro, prueba de ello son los bajos tipos de interés que estamos experimentando y que a buen seguro en un entorno de medio plazo no se esperan que vayan a subir por lo menos en Europa; en Estados Unidos se espera que vayan a subir pero de una manera muy lenta. Entonces lo que todo esto nos quiere decir es básicamente que en el futuro se va a necesitar más capital para cubrir los mismos gastos.

## **Capítulo 4: IMPLANTACIÓN DE UN FAMILY OFFICE Y CASO PRÁCTICO**

### **4.1 Implantación de un Family Office**

Cada family office reflejará los valores y objetivos de cada familia, incidiendo este hecho lógicamente en los tipos de actividad y activos que conformen esta estructura.

Consecuentemente, a la hora de crear un family office, lo primero que la familia debe plantearse es qué objetivo u objetivos pretende alcanzar a través de la misma (objetivos familiares, como la transmisión del legado de principios y valores familiares a través de las distintas generaciones; objetivos patrimoniales como pueden ser el mantenimiento y transmisión de la riqueza, su crecimiento, un crecimiento más agresivo,...). Una vez determinados, tendrá que pensar qué servicios o actividades habría que llevar a cabo para conseguirlos. Por último, deberá decidir cuál debe ser la estructura organizativa que permita lograr las citadas metas (incluyendo la decisión de realizar las actividades con personal interno o externo).

Un family office puede dedicarse a la prestación de servicios a los miembros de la familia empresaria, a la realización de servicios más actividades de inversión o exclusivamente a actividades de inversión.

Recalcando lo anteriormente comentado, se pueden mencionar como posibles actividades a realizar desde un family office (Martin, Lansberg, y Darst, 1999) las inversiones en activos, la asignación de activos (allocation), servicios fiscales, servicios bancarios, asesoramiento legal, gestión de seguros, servicios personales, actividades filantrópicas, formación y educación. Estas actividades pueden ser realizadas en su totalidad por los miembros del family office, pueden ser externalizadas o una combinación de ambas, que suele ser la situación más frecuente.

El tamaño de los family office puede ser muy diverso. En España suelen estar compuestas en torno a 10 personas y en otros países, superan las 20 personas (Amit, Liechtenstein y Prats, 2009; Amit y Liechtenstein, 2009; Casado, Martínez, López, Butler, Sterba, Cazorla y Prado, 2008; Casado, Vidal-Rivas, Brito, Salgado, Verdaguer, Willette y Pastor, 2009). Evidentemente, el tamaño está asociado a la cuantía de patrimonio gestionado, a las actividades desarrolladas, y a la realización de las mismas por personal propio o externo.

Por último, en medio del creciente número de family office y formas híbridas, existe una demanda también creciente de profesionales de élite, dedicados a la gestión del patrimonio, para trabajar en family office. Diversos autores analizan las cualidades necesarias para trabajar en un family office, incluyendo el deseo de gestionar la dinámica familiar, y gestionar más de un área de especialización (Wolosky, 2002; Avery, 2004; Amit, Liechtenstein y Prats, 2009). Estas cualidades deben combinarse con la capacidad de manejar múltiples complejidades generacionales, numerosas entidades, los objetivos particulares de cada miembro de la familia, y los inevitables problemas emocionales (Bowen, 2004).

Para entender mejor la implantación de un family office, he tenido la enorme suerte de poder preguntar a profesionales del sector, en concreto al multifamily office MdF Family Partners, sobre cómo se implanta un family office en España, en concreto como es el proceso para implantarla y me lo pudieron explicar de un modo bastante sencillo y que se pueda entender por todos; para ello además me proporcionaron un ejemplo de como lo hacen y que expondré a continuación.

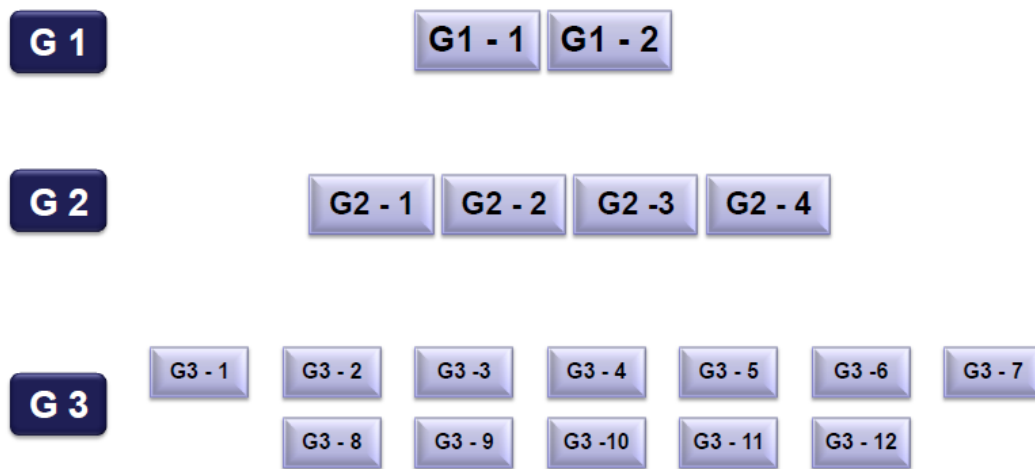
Una vez la familia decide contratar los servicios de un multifamily office, los miembros de la oficina proceden a:

1. Ayudar a la familia a identificar y definir sus objetivos fundamentales y crear un plan estratégico y una hoja de ruta para su patrimonio.
2. Hacer un análisis exhaustivo de la cartera actual.
3. Evaluar si es la estrategia actual es la más conveniente para la familia y si encaja con la hoja de ruta.



4. Proponer una nueva estructura más adecuada para cumplir los objetivos
5. Proponer una transición de modo que la situación patrimonial se adecue a la hoja de ruta definida.
6. Evaluar de manera periódica la consecución de los objetivos establecidos y proponer modificaciones si fuera necesario.

En la primera fase se estudia cuáles son los objetivos fundamentales a la hora de crear un family office, este paso desde mi punto de vista es la base que sienta los cimientos para el futuro patrimonial de la familia ya que, sin un porqué, el family office no tiene sentido y en el futuro si no se han definido los objetivos la familia caerá tarde o temprano generalmente. Es la familia junto con los servicios prestados por el multifamily office los que detalladamente identifican y crean una hoja de ruta y un plan estratégico a la hora de montar la estructura y gestionar el patrimonio. Uno de los subprocesos en este paso es realizar un esquema que sirva para, gráficamente, se vea quien son los beneficiarios del patrimonio familiar como bien muestra el siguiente gráfico



**Figura 12** Fuente: Elaboración propia

Este gráfico muestra que hay un padre y una madre (G1-1 y G1-2), 3 hijos representados en la sección G2 y que estos hijos a su vez tienen 12 hijos representados en el gráfico en la sección G3 que son beneficiarios de tercera generación.

Una vez hecho este esquema hay que especificar generación por generación los casos concretos para, de este modo, definir específicamente los objetivos a plantear y a conseguir por el multifamily office. Es aquí cuando se hacen preguntas de este tipo dependiendo de la generación de la que estemos hablando:

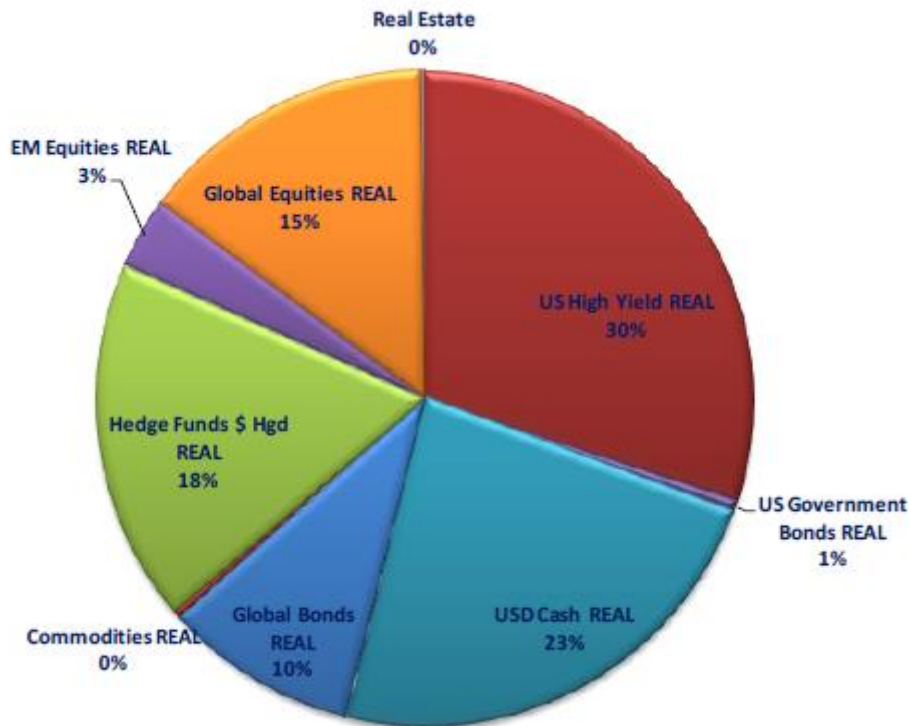
- G1

- Renta vitalicia
  - ¿Importe? ¿Protegido frente a inflación?
  - ¿Con consumo de capital?
- Fondo de reserva (y libre disposición)
  - ¿De qué importe?
  - Ubicación
- G2
  - Fondo de crecimiento
    - ¿Con que objetivos?
- G3
  - Fondo para futuras generaciones
    - ¿Universitaria y Master?
    - ¿Con consumo de capital?

El segundo paso en el proceso de implantación de la estructura es analizar la cartera actual para a ver si cumple con los objetivos propuestos en la hoja de ruta y de no ser así que es lo que normalmente sucede, se hace una nueva propuesta de inversión que debe ser aprobada para implementarla, es en este momento donde a través de argumentos, datos, se convence a la familia de que la situación actual no es la correcta para alcanzar los objetivos propuestos y que debe cambiarse y ajustarse a las nuevas necesidades.

La razón fundamental por la que la situación actual no es la adecuada es porque a este tipo de familias les suele aconsejar bancos privados que no suelen mirar más allá de sus propios intereses y donde las comisiones son altas y la rentabilidad puede ser optimizada ya que los bancos suelen tener accesos limitados a boutiques independientes que velan por los intereses de sus clientes o porque no compensa a estos bancos ya que no pueden cobrar tantas comisiones como si les ofreciesen sus propios productos.

Para que se ilustre mejor este segundo paso de la implementación de un multi family office, lo que representa es la cartera imaginaria de un cliente con sus diferentes pesos de Asset Allocation y donde se pueden observar algunas carencias que se tratan de reestructurar para conseguir los objetivos familiares propuestos en el primer paso:



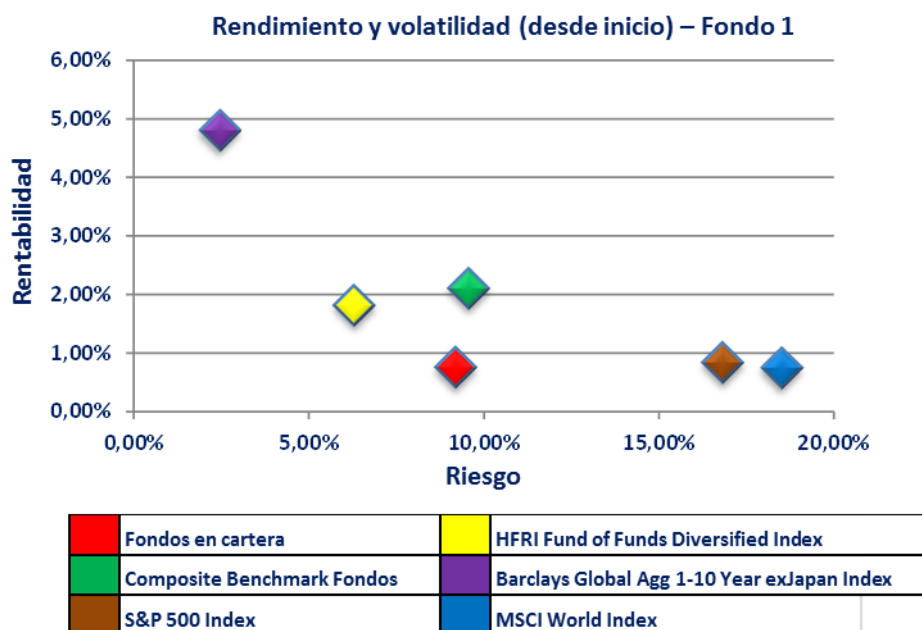
**Figura 13** Fuente: Elaboración propia

Las características de esta cartera son las siguientes:

- Hay un alto grado de exposición a Estados Unidos a través de los mercados de renta fija, high yield y mercado monetario
- La exposición de High Yield de la cartera es bastante elevada y puede provocar que la volatilidad de la misma produzca sobresaltos inesperados a lo largo del tiempo.
- El peso de Renta Variable global de la cartera es muy reducido. Si tenemos en cuenta que la renta variable es el activo que mayor rentabilidad genera a largo plazo, ese peso debería ser aumentado y la mejor manera de diversificarlo es a través de la renta variable global.
- Los mercados emergentes presentan un problema en esta cartera ya que la mayoría de ese tres por ciento es de México y por lo tanto ha de ser diversificado a las regiones de latino américa o Asia emergente. El riesgo país por lo tanto ha de ser gestionado correctamente para no desperdiciar rentabilidad.
- Poca diversificación entre la renta fija (crédito y high yield en mercados desarrollados).

Como se puede observar las carencias de la cartera se pueden identificar a primera vista a través del Asset Allocation de una cartera. Estudios realizados determinan que el Asset Allocation es la actividad que mayor porcentaje atribuye a la rentabilidad de una cartera y de ahí que sea más importante y más si estamos hablando de grandes patrimonios donde los volúmenes gestionados son muy grandes y pueden suponer grandes ganancias o pérdidas en periodos reducidos de tiempo. Una vez se ha realizado el análisis de Asset allocation de la cartera actual del cliente lo que se hace es estudiar los diferentes fondos de inversión que componen la cartera, es decir, lo que se denomina Tactical allocation.

Es esta asignación de activos táctica la que nos puede generar un extra de rentabilidad o la que nos la puede quitar, de ahí su importancia alta a la hora de gestionar una cartera. Como comenté antes una de las ventajas fundamentales que tiene un multi family office es que puede acceder a productos de inversión que un banco no puede, porque no le interesa o porque no es capaz de dar con estos productos. Para que se ilustre mejor como se analiza una gestión óptima de una cartera en la siguiente figura se muestra una cartera con tres fondos de inversión de renta variable, renta fija y productos alternativos (hedge fund):



**Figura 14** Fuente: Elaboración propia

A raíz de este gráfico lo que se puede observar a primera vista es que el riesgo de la cartera es muy parecido al del índice de referencia de los tres fondos de inversión pero con una rentabilidad menor, lo que se debe hacer por lo menos es generar más rentabilidad que el índice de referencia pero con menor o igual riesgo que el benchmark.

Lo que hay que analizar aquí es si con esta estructura de fondos y el consecuente ratio rentabilidad riesgo es posible alcanzar los objetivos propuestos de la familia. Con este nivel de rentabilidad por ejemplo es muy difícil alcanzar los objetivos ya que la inflación lo que hace es erosionar esa rentabilidad y generar pérdidas si tenemos en cuenta la inflación. Generalmente una rentabilidad mínima exigida por cualquier inversor en el largo plazo es del 2-3% mínimo ya que son los objetivos a largo plazo de inflación de los bancos centrales mundiales y por lo tanto sirve de referencia para no perder dinero debido a la inflación.

En esta cartera es muy difícil determinar si los objetivos particulares de inversión se están cumpliendo ya que no hay una separación por objetivos dentro de los diferentes portafolios. Lo que muchos bancos ofrecen y que se debería evitar desde mi punto de vista son productos con estructuras complejas o los llamados retornos absolutos. Las inversiones no son ciencias exactas y por lo tanto hay que estudiar diferentes escenarios que se puedan dar. Son en estos casos donde el sentido común prima sobre lo que nos

están ofreciendo. Si nos están ofreciendo un producto estructurado que nos dicen que puede producir un retorno anualizado del 15% pues hay que tener cuidado porque los tipos están en mínimos históricos y es muy difícil alcanzar ese objetivo. Los productos de retorno absoluto no me gustan nada personalmente por que no hay cosa más difícil que generar un retorno absoluto, las inversiones oscilan y son volátiles, incluso la llamada renta fija que de fija no tiene nada como estamos viendo en estos días.

Por lo tanto es conveniente y más después de la crisis financiera invertir en estructuras complejas, la base del éxito en la inversión es conocer donde se invierte y saber las razones por las que hay que invertir en un producto u otro. Esta mentalidad es fundamental para cualquier familia y en especial para las de grandes patrimonios ya que la incertidumbre es un peligro que nos puede costar mucho dinero.

Una vez que se ha detectado cuales son las carencias de la cartera actual, se prepara una solución que sea acorde con los objetivos marcados en el primer paso de la implantación que es la base de todos los pasos siguientes. La nueva estructura óptima será dividida para cumplir los diferentes objetivos para las diferentes generaciones, por lo que habrá diferencias en cuanto a los activos elegidos y diferente liquidez dependiendo de a que generación no estemos refiriendo. Es lógico que la generación tres tenga un peso más alto que la uno y la dos en activos menos líquidos ya que ese dinero no se necesitará en teoría hasta dentro de unos cuantos años. Un ejemplo de una nueva estructura se presenta en la siguiente figura para que se ilustre mejor lo que acabo de explicar:



Figura 15 Fuente: Elaboración propia

- En esta propuesta, la cartera G1 está pensada para satisfacer las necesidades de liquidez que de forma aleatoria puedan surgir en los G1. Por ello se dota de \$Xmn y se materializa en bonos de compañías de primera calidad. En el momento actual se buscarían bonos en US\$ de distintos vencimientos, manteniendo una parte de vencimientos muy cortos para que exista liquidez y otra en vencimientos más largos que busquen la parte de la curva donde mayor beneficio pudiera encontrarse en proporción al riesgo.

Se espera que los tipos de interés se mantengan bajos durante mucho tiempo por lo que invertir a largo sería lo suyo, pero las rentabilidades actuales son mínimas. Por este motivo sería interesante no invertir a plazos excesivamente largos esperando que en el algún momento futuro se produzcan incrementos de los tipos de interés que permitan construir una cartera de mayor rentabilidad; en Estados Unidos por ejemplo ese momento se aproxima y puede que veamos una subida ligera de tipos en Septiembre o Diciembre, dependiendo de la situación macroeconómica del país norteamericano.

- La cartera G2 buscaría el crecimiento del capital con la vista puesta en la segunda generación. Por ello el horizonte es razonablemente largo y puede aspirarse a una rentabilidad objetivo de entre 3 y 4% por encima de la inflación. Se materializaría en una cartera diversificada buscando gestores especializados y de calidad para cada uno de los distintos activos.

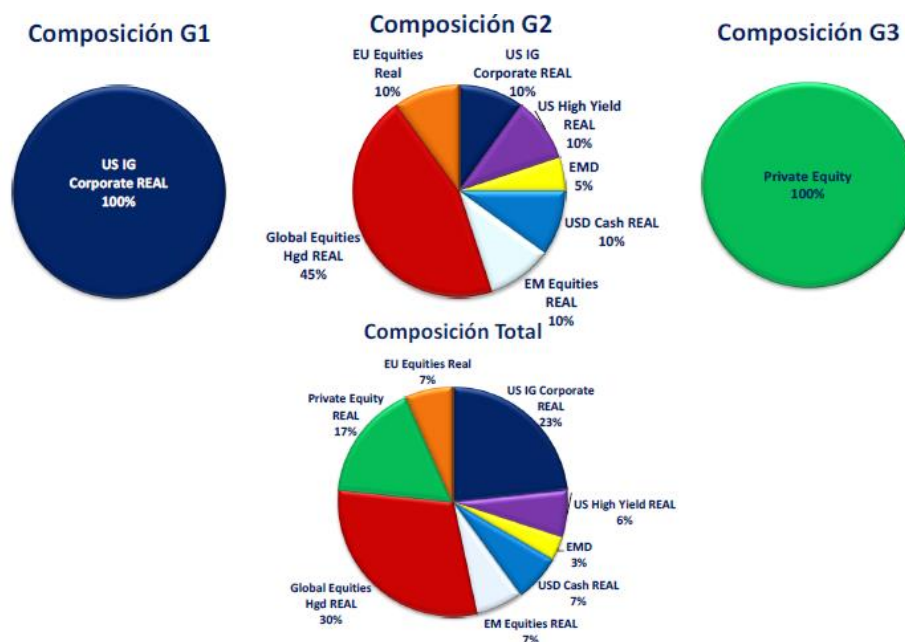
En el caso de fondos de inversión por ejemplo se buscarían gestores que puedan generar una alpha consistentemente a lo largo de los años, gestores que sean capaces de batir a los índices de referencia año tras año siempre con una protección del capital como objetivo primordial. Ejemplo de este tipo de gestores sería Francisco García-Paramés (un caso algo extremo), un gestor que ha sido capaz de generar una rentabilidad anualizada del 15% en los últimos 15 años con el que fue su fondo estrella, Bestinfond.

- Finalmente la cartera G3 está pensada para la tercera generación, y por ello buscaría la máxima apreciación de capital a pesar de que ello pueda suponer iliquidez y riesgo.

Se materializaría en un portfolio de Private Equity que habría que ir construyendo con el tiempo. Una recomendación válida para esta generación sería buscar un buen fondo de fondos que constituyera entre el 30 y el 50% de la cartera y que proporcionara suficiente diversificación (quizá en dos añadas suficientemente distanciadas entre sí) y entre 4 y 6 inversiones de \$1/10Xmn cada una de diferentes gestores, ámbitos geográficos, estilos y fases de inversión.

En la medida en que no se hayan encontrado oportunidades puede invertirse en renta variable para conseguir que durante ese periodo la rentabilidad sea lo más parecido posible a la que se espera de una cartera de private equity. Según se vaya comprometiendo el capital deberá invertirse en liquidez para evitar el riesgo de sobre-apalancamiento.

Gráficamente la nueva estructura propuesta quedaría de la siguiente manera:



**Figura 16** Fuente: Elaboración propia

Una vez se ha creado la nueva estructura lo que se hace es ir construyendo hitos a lo largo del tiempo para que se verifique que se han cumplido los objetivos propuestos y de no haberse cumplido, porque han fallado en cumplirse e intentar que los errores no se vuelvan a producir. Para que sirva de modo orientativo, se establecen un nivel de rentabilidad esperado descontando la inflación, es decir, en términos reales. También se establecen parámetros de volatilidad para que la cartera no sea una montaña rusa y los volúmenes patrimoniales no oscilen violentamente tanto al alza como a la baja.

Lo que se consigue con la nueva propuesta en definitiva es mayor transparencia para observar el cumplimiento de objetivos a lo largo del tiempo. La nueva estructura propuesta permite en primer lugar una diferenciación de objetivos de modo que pueda monitorizarse cada uno de ellos de manera más eficiente y fácil. Para la parte de liquidez se reducen costes, se simplifica la gestión, y se incrementa la diversificación internacional (para disminuir la correlación con los otros activos situados en territorios domésticos y expuestos a la marcha de la economía local). La parte mayor de la cartera se gestionará buscando desde la independencia total los gestores más adecuados para cada clase de activos, ajustando regularmente el riesgo global de la misma y sin que exista ningún interés en promover ningún estilo de gestión ni ningún gestor específico. La parte de private equity se irá construyendo en la medida en que aparezcan oportunidades, con una adecuada diversificación de gestores, añadas, estilos, geografías e industrias.

El siguiente paso en la implementación de un family office, es ir construyendo la cartera, al tratarse de grandes volúmenes de dinero lo que se hace normalmente es ir construyendo la cartera paulatinamente aprovechándose de los movimientos del mercado para comprar cuando el mercado este cayendo. Lo que se hace previamente a la construcción de la cartera es estudiar el mapa de proveedores para que las comisiones a pagar no sean mayores de las estrictamente necesarias, para ello por ejemplo en los fondos de inversión

se acuerda invertir en fondos fiscalmente ventajosos y en clases patrimoniales para que la comisión sea menor. Una estructura típica de mapa de proveedores se puede observar en la siguiente ilustración:



Figura 17 Fuente: Elaboración propia

Una vez se ha establecido el plan de inversión anteriormente descrito, se procede a construir la cartera. Por ejemplo ante la situación actual de mercado (tipos en mínimos y bolsas prácticamente en máximos) se puede perfectamente invertir la totalidad de la cartera en un plazo aproximado de seis meses ya que se suelen dar respiros tanto en renta variable como en renta fija y es ahí donde hay que aprovechar para invertir el patrimonio de una manera paulatina. Se establecen a modo orientativo una cantidad fija a invertir semanalmente que puede variar en función de la situación de mercado y es de este modo como se va construyendo la cartera de los clientes.

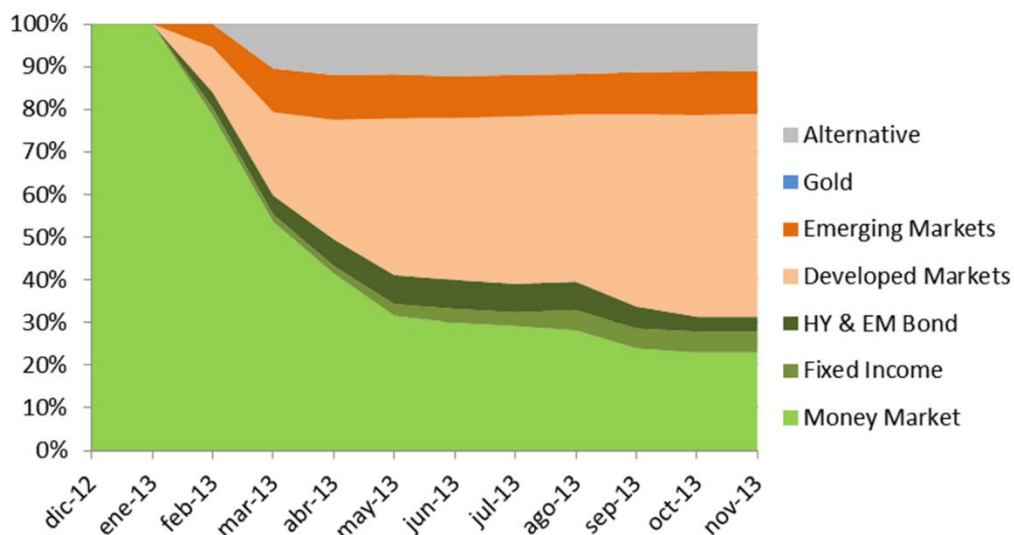
Para que el cliente esté informado de las comisiones que está pagando y de los cambios que está habiendo en el patrimonio, se realizan reporting mensuales que detallan la situación actual de la cartera. En este informe generalmente mensual, se detallan las compras y ventas que se han realizado en el mes junto con sus respectivas comisiones así como la evolución de la cartera, tanto si ha habido plusvalías o por el contrario si ha habido minusvalías en la cartera. En la siguiente ilustración se muestra un ejemplo de cómo sería el desglose de dicha ficha:



<b>Patrimonio a 31-Dic.2012</b>	<b>xx.xxx.xxx</b>
Aportaciones / Reembolsos	x.xxx.xxx
Evolución de la Cartera (Precio+Divisa)	x.xxx.xxx
Ingresos Financieros (Dividendos+Cupones)	xx.xxx
Ventas (Plus/Minus)	xxx.xxx
Comisiones	xxx.xxx
<b>Patrimonio a cierre de mes</b>	<b>xx.xxx.xxx</b>
<b>Desglose comisiones</b>	<b>Cliente</b>
Banco (Comisión de gestión)	xx.xxx
MDF Suisse (Comisión de gestión)	xxx.xxx
Póliza Seguro	xx.xxx
Banco Custodio (Comisión)	xx.xxx
Retrocesión comisiones	x.xxx
<b>Total comisiones</b>	<b>xxx.xxx</b>

**Figura 18** Fuente: MdF Family Partners

Como he comentado la comunicación a la hora de establecer un family office o un multi family office es fundamental, de ahí que de manera general se envía mensualmente a los clientes, una posición de la cartera con los cambios que ha habido y también con las propuestas que se decidan hacer en los siguientes meses para que el cliente tenga controlado que se hace con su dinero. Como he comentado la situación del patrimonio es importante mostrarla mensualmente junto con lo que le cuesta al cliente (desglose de comisiones). También es importante explicar cómo está estructurada la cartera actualmente así como su evolución tanto por tipo de activo como los fondos que se tienen en cartera para que se vea cual está siendo su evolución y si hubiera alguna duda poder preguntar a los gestores sobre algún fondo en particular o cualquier duda que pueda surgir al respecto. En la siguiente figura se detalla lo que acabo de comentar sobre estas líneas, la evolución por tipo de activo de una cartera ficticia:



**Figura 19** Fuente: MdF Family Partners

Como se puede observar en esta ilustración la cartera ha cambiado bastante en apenas un año; esto es debido a la situación de mercado que ha hecho que la cartera vaya invirtiendo en activos con mayor riesgo y rentabilidad. Tras la crisis de la deuda de 2012 la mayoría de la cartera estaba invertida en mercado monetario, el activo más líquido y a medida que el riesgo de ruptura del euro se ha ido disipando, la entrada en la cartera de activos de renta variable, sobre todo de mercados desarrollados, han ganado más peso en este portfolio. Como se puede observar también a medida que el riesgo macroeconómico ha ido disminuyendo se ha podido diversificar la cartera paulatinamente con diferentes activos líquidos. Estos activos líquidos que se representan en esta ilustración son todos fondos de inversión, ya sean de gestión activa (preferibles generalmente) pero también los hay de gestión pasiva que en la mayoría de los casos sirven de transición entre dos inversiones de activos líquidos.

A parte de estos activos en el informe mensual se detallan los activos menos líquidos que un cliente de grande patrimonio pueda tener, como puede ser patrimonio invertido en private equity y patrimonio invertido en real state como se comentó en las funciones típicas de un family office.

A la hora de invertir el patrimonio de la familia, es importante como comenté anteriormente la labor de los selectores de fondos que es donde la inversión es más óptima y eficiente desde un punto de vista fiscal y de costes. La función de los selectores de fondos es encontrar los fondos que sean adecuados para la familia y también para la situación de mercado por lo tanto, es necesario seguir unos pasos a la hora de escoger los fondos. El primer y más importante es realizar un due dilligence del fondo que está en el radar, es decir, que pueda ser una oportunidad de inversión tanto en fondos de inversión como en fondos de private equity. Conocer el fondo donde se va a invertir es fundamental para entender porque es bueno ese fondo o no, como bien dicen en todas las fichas de inversión las rentabilidades pasadas no garantizan las rentabilidades futuras pero desde mi punto de vista el track record del gestor es muy importante ya que un gestor que no haya generado alpha en los últimos cinco años, es muy difícil que la genere en los próximos cinco siguientes. El segundo paso es concertar una reunión con el gestor, ya sea presencial o vía teleconferencia para preguntar sobre el fondo y cuestionar su proceso y su cartera para ver cómo se desenvuelve para averiguar si merece la pena o no invertir en él. El aspecto cualitativo del gestor y por lo tanto del fondo, es un punto crucial a la hora de invertir ya que en los family offices y para cualquier inversor en general no se debería invertir si no se está seguro o se desconfía de ese fondo, ya que a largo plazo si no se está seguro eso va a dar lugar seguramente a malos rendimientos. Por otro lado el aspecto cuantitativo es un aspecto que refuerza al aspecto para mi vital que es el cualitativo, se realizan análisis de riesgo retorno por ejemplo o de como el fondo se comporta en un ciclo económico entero para comprobar que el fondo no cae tanto como su índice de referencia en periodos bajista y que sube más que su índice de referencia en periodos alcista (esto sería lo ideal, en la práctica no es tan fácil encontrar un fondo de estas características, y menos los que los bancos ofrecen). Dentro de este análisis, hay que tener en cuenta también las comisiones y el volumen del fondo ya que, invertir cinco millones

en un fondo de veinte millones puede ser peligroso para el cliente y para el fondo; puede dar lugar a una trampa de liquidez en la que el cliente quede atrapado y no pueda sacar el dinero del fondo por ser una parte representativa del fondo (25% de los activos del fondo). Una vez se haya decidido invertir en el fondo de inversión lo que hay que hacer es llevar a cabo una continua revisión para comprobar que el fondo está generando alpha y por lo tanto está generando rentabilidad para el inversor continuamente. En el momento en el que falla a la hora de generar alpha por lo menos en dos años, lo que se hace es buscar otro fondo de inversión de las mismas características que sirva de sustituto y así remplazarlo sin que suponga un gran coste para intentar generar una rentabilidad superior a la del índice de referencia del fondo.

Como he comentado en este apartado la implantación de un family office requiere tomar decisiones muy importantes en el inicio por parte de la familia, para así construir una hoja de ruta que sirva de guía para llevar a cabo una transmisión generacional sostenible. Las consecuencias esperadas serán que se cumplan los objetivos propuestos; este proceso también requiere importantes decisiones por parte del equipo gestor del patrimonio para que sea capaz de aumentar ese patrimonio y mantenerlo invulnerable a los efectos de la inflación, el peor enemigo de cualquier inversor como comenté previamente. Este proceso de implantación depende de cada familia ya que los objetivos varían según cada familia, por lo tanto, los plazos de implantación no tiene un límite de tiempo preestablecido. La clave para establecer un family office es seguir los pasos indicados y poner los intereses de la familia o familias siempre en primer lugar para alcanzar el éxito ya que, en el momento en el que los intereses de la familia no estén en el primer lugar, lo más seguro es que las cosas no van a ir bien sencillamente porque se generan conflictos de intereses que a buen seguro van a dañar el patrimonio más pronto que tarde.

#### **4.2 Caso práctico: Transición Generacional**

El caso típico de transmisión generacional tiene su punto de partida con una familia teniendo el cien por cien de su patrimonio en un banco privado y que tiene una edad en la que ya empieza a pensar en planificar la transmisión generacional.

A priori este hecho de mantener todo el patrimonio en un banco privado tiene sus ventajas aparentes como puede ser la simplicidad, un contacto para todas las gestiones que la familia necesite y también parece proporcionar una aparente seguridad del patrimonio en cuestión.

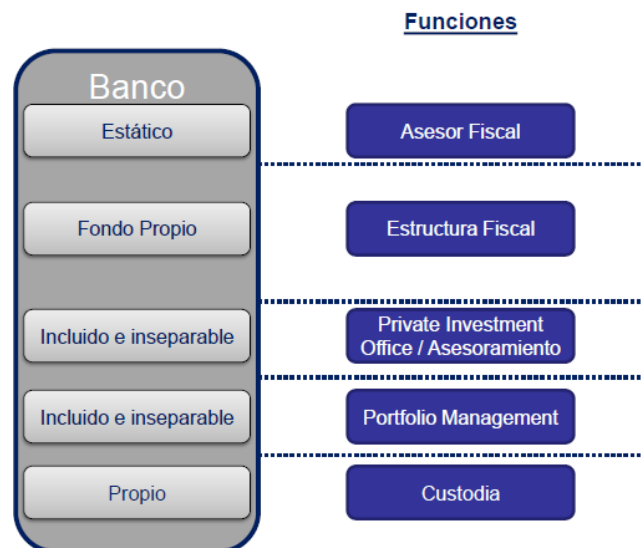
Las desventajas que presenta esta situación son las siguientes:

- **Transparencia:** no sabemos si el banco está haciendo todo lo posible para que los objetivos de la familia se cumplan.
- **Conflictos de interés:** suelen darse muy a menudo en los bancos privados ya que al tener productos propios, tarde o temprano se los intentarán colocar. No creo que ningún patrimonio gestionado por un banco privado no tenga ningún producto

propio del banco. ¿Son estos productos propios del banco los que más convienen a la familia inversora para cumplir sus objetivos? En la mayoría de casos no, ya que generalmente las comisiones de estos productos suelen ser elevadas y no generar una rentabilidad que justifique sus comisiones.

- Falta de especulación, lo que una familia quiere es que no se especule con su dinero, sino que se invierta de acuerdo a su hoja de ruta y a su plan estratégico para que haya una transmisión generacional segura. Los conflictos de interés que antes comente son una traba en un banco privado por que algunos gestores son pagados por su performance y no por cumplir los objetivos de la familia por lo que se da también un problema de agencia que hace prácticamente imposible estar en la misma ruta que la familia inversora, algo muy peligroso.
- Estructura estática que no permite rapidez en situaciones que requieran flexibilidad y decisiones rápidas.
- Rentabilidad, ¿Es la rentabilidad que están generando los gestores del banco privado las mejores comparando con el mercado en general, están generando alpha los gestores?

En esta situación empiezan las preguntas al banquero privado sobre si la situación actual es la más recomendable para la familia. El primer paso que se hace al preguntar al banquero privado es analizar la situación actual por funciones y por tipo de servicios tal y como se muestra en la siguiente ilustración:



**Figura 20** Fuente: Elaboración propia

La estructura con el banco es como se puede observar, bastante estática e inseparable del banco, es decir todo va incluido en el mismo pack, la ventaja que se aprecia es la que he comentado antes de contacto único pero tiene por otro lado unas cuantas desventajas como el de conflictos de intereses o si la rentabilidad es la adecuada en comparación con la de otros mercados.

La alternativa a este banco privado (competidor natural por ejemplo de los multi family offices, por lo menos en España donde hay pocos multi family offices) son las estructuras de family office. Con estas estructuras la situación quedaría de la siguiente manera, cada función es especializada y más eficiente ya que aunque son varios contactos, los servicios son de primera categoría y como veremos tiene ventajas que superan a las de los bancos privados.



**Figura 21** Fuente: Elaboración propia

Las ventajas de esta nueva estructura son claras a simple vista; se tiene unos servicios de primera y nos aseguramos que no se den conflictos de interés, por ejemplo por parte del private investment office (en este caso es independiente lo cual nos asegura que no hay conflictos de interés al no tener productos propios y al cobrar a los clientes solo por los servicios ofrecidos, ni más ni menos). La gestión de activos ya no está incluida e inseparable sino que ahora está especializada con acceso a más de veinte gestores activos a los que un banco tradicional no puede llegar simplemente porque solo buscan productos plain vanilla de gestoras grandes como puede ser Fidelity o Threadneedle. Por último la custodia no la lleva el mismo banco sino que se negocia con bancos institucionales para que las comisiones cobradas no sean ni más ni menos que las mínimas razonablemente posibles; al ser independiente la estructura, lo que se consigue es que haya una completa alineación de intereses para que el cliente siempre esté en primer lugar y reciba un servicio de la más alta calidad sin pagar más de lo necesario.

Las consecuencias de imponer esta nueva estructura tienen como resultado: una mayor transparencia de lo que se está haciendo con el patrimonio familiar, una estructura dinámica que siempre va en busca de lo mejor para el cliente, una especialización de proveedores que genere el más alto ratio de precio/calidad, un menor coste al ser negociado por ejemplo con los bancos custodios y por último lo que se espera es una mejora esperada del rendimiento de las inversiones; estas rentabilidades han de ser medidas en el largo plazo que como comenté es como se debe invertir, en un periodo de un ciclo económico completo. La corta experiencia que tengo, me ha demostrado que la mejora en las inversiones es real al implantar esta estructura.

## Capítulo 5: CONCLUSIONES

### Conclusiones

- En primer lugar hemos visto que la situación actual de mercado es complicada y con los diferentes países adoptando políticas monetarias divergente. En EEUU se espera que los tipos empiecen a subir en Septiembre o Diciembre, es lo que el mercado está descontando y por otro lado veíamos como se están pagando por los bonos emitidos, algo que hace no más de cuatro años era absolutamente impensable y es verdad ya que una situación absurda desde mi punto de vista.
- En segundo lugar he comentado la importancia para cualquier persona de invertir en activos financieros y especialmente para las familias con gran patrimonio. Primero porque hay que diversificar el riesgo con por ejemplo la empresa familiar, segundo porque hay que combatir la inflación para que no erosione el patrimonio ya que la inflación (no ahora porque es prácticamente 0%) en una situación de mercado normal hace que nuestro dinero valga menos y nos cueste más vivir. Tercero porque facilita la transmisión generacional al hacer que el patrimonio pueda más fácilmente dividirse entre varios pedazos para así transmitirlo a futuras generaciones.
- En tercer lugar hemos visto también qué es un family office y como se creó el primer family office en el siglo XIX cuando la familia Rockefeller montó un family office para gestionar el patrimonio familiar. También es interesante como de los grandes patrimonios que empezaron la lista Forbes ya quedan solo un 9% de la primera lista de 400 nombres, de ahí la importancia de gestionar el patrimonio familiar para que no desaparezca a través de los años.
- En cuarto lugar he comentado los diferentes tipos de family offices que existen actualmente y las ventajas y desventajas que presentan cada tipo de estructura ya que dependiendo de la familia y de su patrimonio también elegirá un tipo de family office u otra, el prestigio y la exclusividad es algo que las familias también toman en cuenta a la hora de escoger un tipo de estructura family office. Los costes

como vimos también afectan a la hora de elegir ya que un single family office cuesta más que por ejemplo el multi family office donde existen economías de escala.

- Las funciones que ofrece un family office se extienden desde la función de gobierno familiar, algo que desde mi punto de vista es fundamental para que se dé una transmisión generacional sostenible, hasta las inversiones en los diferentes activos financieros, desde los tradicionales de renta variable y renta fija hasta los activos menos líquidos que permiten diversificar la cartera de la familia como pueden ser inversiones en private equity e inversiones inmobiliaria. Todas estas inversiones siempre enmarcadas en una estructura legal y fiscal óptimas que permitan no dañar demasiado el patrimonio con excesivos costes fiscales.
- Hemos visto también las razones de porqué y también cuando hay que crear un family office ya que la creación de la misma tendrá más sentido en determinados momentos y circunstancias. Las razones de por qué hay que crear un family office son fundamentalmente permitir una transmisión generacional que permita a las futuras generaciones disponer de ese patrimonio en el futuro junto con un nivel de vida aceptable a sus necesidades, también es importante el ahorro de coste a la larga al montar un family office frente al sustituto natural que son los bancos privados. Otra de las razones primordiales desde mi punto de vista es el acceso a activos financieros inalcanzables para los bancos privados, productos que se alineen perfectamente con los intereses de la familia para así conseguir rentabilidades superiores a la media en el largo plazo. También hemos respondido a la pregunta de cuando hay que montar un family office, es básicamente cuando se disponga de patrimonio suficiente, hay un nivel alto de vida o nuevas generaciones están de camino.
- La implantación de un family office es una tarea ardua que requiere tiempo para pensar y reflexionar. En primer lugar para definir los objetivos familiares y para crear un plan estratégico que nos permita conseguir esos objetivos. También es importante definir una hoja de ruta para la cartera patrimonial que nos permita observar y verificar que los hitos definidos en la hoja de ruta se van consiguiendo a través de los años. Para las generaciones de nivel tres (nietos) por ejemplo, será posible invertir en activos menos líquidos ya que no necesitaremos ese dinero en el corto plazo y así poder construir una reserva para financiar por ejemplo sus futuras educaciones. Es importante también realizar un análisis exhaustivo de la cartera actual y darle forma para que se adapte a la hoja de ruta y facilitar la transmisión generacional en un futuro.
- Por último hemos podido ilustrar con un caso práctico porqué es importante crear un family office y las ventajas que se crean respecto a un banco privado. Este caso ha servido para reforzar la idea de la importancia de crear un family office y así poder transmitir el patrimonio a futuras generaciones sin que sea dañado por la inflación, aunque a día de hoy este factor no supone ningún problema. Los conflictos de interés como he comentado a través del análisis es muy importante

ya que en el momento en que se dan, ya se empieza a perder dinero. Tener un equipo gestor detrás que sepas que lo primero sea la familia y su patrimonio es algo que un banco privado en escasas ocasiones te puede proporcionar ya que se dan estos conflictos y por tanto la independencia es nula.

Como conclusión final puedo afirmar que para familias de altos patrimonios, el rol de un family office internacional es muy importante desde un punto de vista tanto económico como de transmisión generacional. Un family office internacional desde un punto de vista económico, hace que el patrimonio sea protegido de los continuos ataques de la inflación o unos excesivos impuestos por ejemplo. En comparación con un banco privado como he comentado, son muchas las ventajas de montar un family office en especial la alineación de intereses. Desde un punto de vista de transmisión generacional, esta se hace más sostenible y se gana en transparencia al tener un equipo de profesionales vigilando el patrimonio familiar y haciendo que este llegue a futuras generaciones apoyado en un gobierno familiar que facilite una transmisión armónica. La confianza que desde mi punto de vista se gana a través de la implantación de un family office es muy superior a la ofrecida por cualquier sustituto de este tipo de estructuras ya que la familia es lo primero.

## **Bibliografía**

- The Intelligent Investor – Benjamin Graham
- Lo importante para invertir con sentido común – Howard Marks
- Gestión de Patrimonio “Wealth” – Stuart E. Lucas
- Revista de empresa familiar: Family office: instrumento de gestión del patrimonio familiar, Elena Rivo López, Beatriz González Vázquez, Nuria Rodríguez López, 2011
- Allen, C. (2007). The Changing Face of the Family Office. Global Investor, 200, 21-22.
- Amit, R. y Liechtenstein, H. (November 2009). Report Highlights for “Benchmarking the Single Family Office: Identifying the Performance Drivers”. Wharton University.
- Amit, R. (2006). Family Offices in the US. Working document.
- Amit, R., Liechtenstein, H., y Prats, M.J. (2009). Single Family Office: Private Wealth Management in the Family Context. Wharton University.



- Avery, H. (2004). Keeping It in the Family. *Euromoney*, 35, 236-246.
- Bensabat, I., Goldstein, D.K., y Mead, M. (1987). The Case Research Strategy in Studies of Information Systems. *Mis Quarterly*, 11, 369-386.
- Bonoma, T.V. (1983). A Case Study in Case Research: Marketing Implementation. Working Paper, 9, 585-142, Harvard University Graduate School of Business Administration, Boston, MA.
- Bowen, J. (2004). In the Family Way. *Financial Planning*, 8, 31-33.
- Casado, F., Martínez, J.L., López, F., Butler, C., Sterba, A., Cazorla, J., y Prado, D. (2008, junio). Family Office en la empresa familiar. Documento 147, Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona.
- Casado, F., Vidal-Rivas, E., Brito, A., Salgado, A., Verdaguer, J., Willette, R., y Pastor, E. (2009, junio). Family Office en la empresa familiar. Documento 152, Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona.
- Curtis, G. (2001). Establishing a Family Office: A Few Basics.. *Greycourt White Paper*, 10.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Eisenhardt, K.M., y Graebner, M.E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25-32.
- Gray, L. (2005). How Family Dynamics Influence the Structure of the Family Office. *Journal of Wealth Management*, 8(2), 9-17.
- Gray, S. (2004). Changing Face of the Family Office. *International Money Marketing*, 23-23.
- Howorth, C., y Ali, Z.A. (2001). Family business succession in Portugal: An examination of case studies in the furniture industry. *Family Business Review*, 14(3), 231-244.
- Martin, H.F., Lansberg, I., y Darst, D. (1999, noviembre). Las oficinas familiares: la experiencia norteamericana. Documento 104, Instituto de la empresa familiar, Barcelona.
- Martiros, S., y Millay, T. (2006). A Framework for Understanding Family Office Trends. White Paper.

- Newton, C. (2002). Adopting the Family Office. Journal of Financial Planning, 15(6), 66-74
- Prince, R.A., y File, K.M. (1998). All in the Family Office. Financial Planning, 28(10), 153.
- Rivo López, E., Rodríguez López, N., González Vázquez B. (2011, septiembre). La family office en España: un estudio de casos, XXI Congreso nacional de ACEDE, Barcelona.
- Wolosky, H. (2002). Family Offices Come Downtown. Practical Accountant, 35(3), 23-27.

## Anexos

### Cost Comparison

50.000.000					
Source	Single Family Office		Multi-Family Office	Assisted Family Office	
	Min	Max			
Family Office Association - White Paper	690.000	1.550.000			
Family Offices Group	1.000.000	1.000.000			
Family Wealth Alliance (Robert Casey)	500.000	500.000			
Worth.com	2.000.000	2.000.000	250.000		
MdF - Fixed Structure	670.000	1.030.000		250.000	(1 CEO + 1 Asstn)
MdF - Costs MdF			250.000	200.000	
<b>Average</b>	<b>972.000</b>	<b>1.216.000</b>	<b>250.000</b>		<b>450.000</b>
<b>% of Wealth</b>	<b>1,94%</b>	<b>2,43%</b>	<b>0,50%</b>		<b>0,90%</b>
<b>Potential savings from providers</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,30%</b>		<b>0,30%</b>
<b>Net Cost</b>	<b>%</b>	<b>1,74%</b>	<b>2,23%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,60%</b>
	<b>\$</b>	<b>872.000</b>	<b>1.116.000</b>	<b>100.000</b>	<b>300.000</b>
100.000.000					
Source	Single Family Office		Multi-Family Office	Assisted Family Office	
	Min	Max			
Family Office Association - White Paper	926.000	1.820.000			
Family Offices Group	1.000.000	1.000.000			
Family Wealth Alliance (Robert Casey)	1.000.000	1.000.000			
Worth.com	2.000.000	2.000.000	250.000		
MdF - Fixed Structure	865.000	1.199.000		250.000	(1 CEO + 1 Asstn)
MdF - Costs MdF			400.000	350.000	
<b>Average</b>	<b>1.158.200</b>	<b>1.403.800</b>	<b>325.000</b>		<b>600.000</b>
<b>% of Wealth</b>	<b>1,16%</b>	<b>1,40%</b>	<b>0,33%</b>		<b>0,60%</b>
<b>Potential savings from providers</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,30%</b>		<b>0,30%</b>
<b>Net Cost</b>	<b>%</b>	<b>0,96%</b>	<b>1,20%</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,30%</b>
	<b>\$</b>	<b>958.200</b>	<b>1.203.800</b>	<b>25.000</b>	<b>300.000</b>

## Cost SFO – The Family Office Association

	50.000.000		300.000.000		1.000.000.000	
	Small		Medium		Large	
	Necessary	Optional	Necessary	Optional	Necessary	Optional
Account Agregation & Reporting	75.000		135.000		200.000	
Risk Metris and Analytics		60.000	60.000	60.000	60.000	140.000
CEO	250.000		400.000		1.200.000	
CIO	250.000		400.000		1.200.000	
Legal Fees	50.000		125.000		200.000	
CFO		200.000	500.000		750.000	
CLO		200.000		500.000	750.000	
Director of Philanthropy		100.000	150.000		200.000	
Director of IT					120.000	
Family Office Manager		75.000		112.500	150.000	
Executive Assistant	65.000		100.000		135.000	
Bookkeeper		50.000		70.000	90.000	
Family Art Director		75.000		137.500		200.000
Family Security Director		100.000		150.000		200.000
<b>Total</b>	<b>690.000</b>	<b>860.000</b>	<b>1.870.000</b>	<b>1.030.000</b>	<b>5.055.000</b>	<b>540.000</b>
	1,38%	1,72%	0,62%	0,34%	0,51%	0,05%
<b>Minimum</b>	<b>690.000</b>		<b>1.870.000</b>		<b>5.055.000</b>	
	1,38%		0,62%		0,51%	
<b>Maximum</b>	<b>1.550.000</b>		<b>2.900.000</b>		<b>5.595.000</b>	
	3,10%		0,97%		0,56%	

## Costs SFO – MdF Estimates

	50.000.000		300.000.000		1.000.000.000	
	Small		Medium		Large	
	Necessary	Optional	Necessary	Optional	Necessary	Optional
Account Agregation & Reporting	75.000		135.000		200.000	
Risk Metris and Analytics		60.000	60.000	60.000	60.000	140.000
CEO	200.000		300.000		750.000	
CIO	100.000		200.000		500.000	
Legal Fees	10.000		50.000		100.000	
CFO		100.000	200.000		500.000	
CLO		100.000	200.000		500.000	
Director of Philanthropy	50.000		75.000		100.000	
Director of IT			0		100.000	
Family Office Manager		50.000		100.000	100.000	
Executive Assistant	30.000		50.000		80.000	
Bookkeeper		50.000		70.000	90.000	
Family Art Director	50.000		75.000			100.000
Family Security Director	50.000		100.000			150.000
Ocupancy	50.000		100.000		300.000	
IT and Communications	25.000		50.000		100.000	
T&E	30.000		50.000		100.000	
<b>Total</b>	<b>670.000</b>	<b>360.000</b>	<b>1.645.000</b>	<b>230.000</b>	<b>3.580.000</b>	<b>390.000</b>
	1,34%	0,72%	0,55%	0,08%	0,36%	0,04%
<b>Minimum</b>	<b>670.000</b>		<b>1.645.000</b>		<b>3.580.000</b>	
	1,34%		0,55%		0,36%	
<b>Maximum</b>	<b>1.030.000</b>		<b>1.875.000</b>		<b>3.970.000</b>	
	2,06%		0,63%		0,40%	

Forbes 400 – the 36 remaining 2012

