

2025 年 3 月 25 日

## Keppel Infrastructure Trust 吉宝基础设施信托 – An Erosion of Trust

明鉴企业分析有限公司 (“Corporate Monitor”) 是一家致力于研究及分析新加坡交易所上市公司的非营利组织，现发布我们对吉宝基础设施信托 (“KIT”) 的研究分析报告。

激励机制驱动行为。设计合理的费用结构对于管理潜在利益冲突至关重要。这一点在新加坡的房地产投资信托 (REIT) 和商业信托领域尤为重要，因为这些领域通常采用外部管理人和信托管理人的模式。

外部管理人模式无可避免地带来了利益冲突。这一点在我们对吉宝基础设施信托 (KIT) 的研究中得到了充分验证。KIT 的信托管理人——吉宝基础设施基金管理有限公司 (KIFM) 由吉宝有限公司 (Keppel Ltd) 全资拥有，而 KIT 仅有 18% 的股份最终由吉宝有限公司持有。

2022 年 4 月，KIT 召开了一次特别股东大会 (EGM)，尽管近 20% 的单位持有人投了反对票，会上还是通过了新的费用结构。在会议上，单位持有人还就这一变更的影响向管理团队提出了质疑。在新加坡，20% 的反对票比例异常之高，通常超过 5% 的反对票已属罕见。

KIT 表示，新的费用结构将通过以下两项关键调整，使 KIFM 与 KIT 单位持有人的利益保持一致：

- 基础费用为“可分配收入” (Distributable Income/DI) 的 10%。
- 绩效费用为“每单位分配” (DPU) 增长部分的 25%。

理论上，KIFM 只有在可分配收入 (DI) 和每单位分配 (DPU) 增加时才能获得更多费用。绩效费用将激励 KIFM 推动分配的大幅增长，从而实现单位持有人和 KIFM 的双赢。

然而，现实情况是，支付给 KIFM 的费用大幅增加，而 KIT 的业务却出现下滑，单位持有人的投资遭受损失。过去 10 年，KIT 的总股东回报率为 -5.5%，但自新费用结构实施以来 (FY22 至 FY24)，这一亏损加速至 -14.5%。费用增长之巨，使得费用结构调整后的 3 年内 (FY22 至 24)，支付给 KIFM 的费用高达 1.59 亿新元，几乎是结构调整前 6 年费用 (8300 万新元) 的两倍！在 FY24，KIT 原有业务的营运资金 (FFO) 出现两位数下滑，但 KIT 通过新收购项目，仍展示了 10.3% 的增长。FY23 的情况也是如此。

通过增值收购实现增长是合理的方式，但现有资产业绩下滑引发了对 KIT 过去由 KIFM 建议的收购项目的质疑。2024 年 12 月 Corporate Monitor 发布的报告中提到的 Marina East Water 交易是近期又一笔非增值收购。

此外，KIFM 还会在 KIT 进行收购时收取费用，该费用基于企业总价值而非投资金额。以 Marina East Water 为例，KIT 的股权投资金额仅为 2 新元 (这不是笔误)，但基于近 3.23 亿新元的企业价值，KIFM 向 KIT 收取了 160 万新元的收购费用。除了费用问题，更多收购可能掩盖 KIT 业务的下滑。

新的费用结构还赋予 KIFM 广泛的分配决定权。2023 年，KIT 宣布了一项 1.31 亿新元（每单位 2.33 分）的特别分配，以“奖励”单位持有人。这一分配源于 KIT 所谓的“资本优化”1.31 亿新元，但 KIT 从未对此进行解释。根据 DBS 在 2023 年 11 月的研究报告及 KIT 的财务数据，这实际上是 KIT 澳大利亚子公司新增的债务。**KIFM 因这笔特别分配获得了 3300 万新元的绩效费用！此外，还从这笔“资本优化”中获得了 1300 万新元的基础费用。换言之，KIT 通过举债 1.31 亿新元，KIFM 却拿走了 4600 万新元的费用。**

通过增加债务来支付分配纯属财务操作，本质上是动用资本支付股息。根据 KIT 的 FY24 财报，其杠杆率已恶化。实际杠杆率甚至更高，因为部分债务因合资/联营结构未被计入。例如，Marina East Water 交易中的 2.88 亿新元债务。尽管 KIT 在 FY24 发行了 4 亿新元的永久证券和新单位，但可能很快需要增发股权以维持合理的负债率。因此，现在获得分配的单位持有人未来可能被迫参与配股或面临股权稀释。这对单位持有人毫无益处，却为 KIFM 带来了巨额费用。值得一提的是，KIT 澳大利亚子公司因利息支出和维护资本支出的增加，FY24 的 FFO 出现下滑。

单位持有人还需注意，KIT 的每股净资产值 (NAV) 已从 FY16 的 32.5 分持续下降至 FY24 的 14.4 分。若剔除商誉，自 FY22 起，每股 NAV 已为负值。因此，单位持有人应质疑所获“分配”究竟是“资本返还”还是“真实投资收益”。

新费用结构对 KIFM 的优势不止于此。绩效费用未设置高水位线条款。简而言之，KIT 的分配在 FY23 暂时达到高点，KIFM 因此获得丰厚回报。没有了这笔特别分配，FY24 的总分配不出所料下降。但如果 FY25 的分配增加，KIFM 将再次获得绩效费用，即使 FY25 的分配仍低于 FY23 的水平！实际上，分配上下的波动将极大有利于 KIFM。全球几乎所有对冲基金都设有高水位线条款，以防止基金管理人在多年业绩停滞的情况下无限获利。但 KIT 却无此限制。在 2022 年 4 月的 EGM 上，高水位线问题曾被提出，但未得到董事会/管理层的充分重视。

KIT 董事会在 2022 年提议费用结构时是否进行了充分审查？我们注意到，KIT 董事会成员精通金融和投资领域。通过杠杆而非营运现金流支付分配、高水位线等概念对他们而言并不陌生。**单位持有人有理由向 KIT 董事会提出质疑。**

董事会的另一项职责是确保 KIT 从赞助方吉宝收购资产时遵循公平原则。然而，在 Marina East Water 案例中，我们发现除两名董事外，其余董事均因同时担任其他淡马锡关联公司董事而回避投票。由于 KIT 由吉宝赞助，从吉宝收购资产的情况预计会频繁发生（这被视为 KIT 的优势）。这是否意味着 KIT 董事会成员需经常回避？KIT 是否应引入真正独立的董事，而非让董事频繁陷入利益冲突？尽管 KIT 董事会承认这一问题，但令人失望的是，最新任命的董事 Eng Chin Chin 女士同样担任其他淡马锡关联公司的董事。

外部信托管理人模式的内在冲突本可通过吉宝平衡其全资拥有的 KIFM 与仅持股 18% 的 KIT 之间的利益来缓解。但我们注意到，吉宝的目标是成为管理 2000 亿新元资产的全球资产管理公

司。KIT 及其他吉宝赞助或控制的信托/REIT 以及私募基金，是其“2030 愿景”的核心。资产管理利润预计将成为吉宝的支柱（甚至是主要支柱），尤其是在其剥离大部分海事业务后。KIT 及其他吉宝关联 REIT 的单位持有人需牢记这一点。（详见 CML 关于吉宝资产管理业务的报告《吉宝：向资产管理者的战略转型（报告 3）》，其中我们强调了此类利益冲突。）

2022 年 EGM 上近 20% 的单位持有人对费用结构投下反对票，绝非偶然。

完整的吉宝基础设施信托报告可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。