

財富管理之私募基金

私募基金為財富管理帶來新的領域，也帶來了新的風險。各方面監管的模式未盡完善，香港也不例外。成功的私募基金只有數大，其他千多種私募基金將成為香港財富管理的陷阱。

私募基金（private equity）近日已成為財富管理熱門話題。中國政府於5月21日宣布投資三十億美元外滙儲備於紐約市運作的私募基金機構Blackstone，而達成中國政府佔有Blackstone即將上市的部分股權，作為國家性財富管理；不過，對於一般投資者，不少仍是私募基金的門外漢，而監管機構對如何保障投資者的利益則大為頭痛。本文將介紹什麼是私募基金，探討其運作、回報及風險，怎樣參與其中而增加或失去財富，使讀者更上一層樓，從一般本地銀行及保險公司推售的基金，進入充滿神秘感、混淆不清的私募基金領域。

對私募基金的認識

私募基金被人廣泛注意源於現任德國副總理Franz Müntefering對私募基金的不滿批評，指責它們為一群到處移動的蝗蟲，先鎖定，後侵佔有機可乘的目標企業。長遠來說，那定必

導致經濟金融體制的大災害。此外，私募基金也被前世銀經濟師Martin Wolf形容為「站在企業門外的粗鄙野蠻人」（Barbarians at the gates）；也被稱為「最富貴的會所」。至於積極建設性的論點，則包括了Dr. Martin Fahy今年在香港、東南亞及澳洲特許會計師（CIMA）循環論壇上指出，「私募基金是把那些效率表現欠佳的企業收購後重整成為效率佳、效益好的企業」。其他分析家的論點也認為，在這競爭的社會，只有這樣，才能保障員工、客戶及投資者，而在過程中，私募基金從中獲利是無可非議的。

私募基金不只是「最富貴的會所」，也是目

- 作者為美國哈佛大學博士後研究院院士及英國曼城城市學院監督（Governor of Manchester City College）。另擔任ACCA香港分會的中小企業委員會顧問及英國特許管理會計師公會（CIMA）香港分會的傳訊委員會顧問。

2006年Blackstone收購了美國Equity Office Properties。圖為位於西雅圖市中心的其中一種物業。（彭博圖片）



前在金融經濟最有勢力的機構。多收購或入股上市或將上市的公司，當評估效率效益表現後，便拆骨修身。細看這兩年來私募基金在亞洲、美洲、歐洲的交易，我們便了解其理財勢力。

2006年亞洲最矚目的交易（equity deals）為首便是Qantas Airways航空公司，由Airline Partners Australia私募基金用了一百零九億五千萬美元交易；也有Goldman Sachs動用三十七億八千萬入股中國工商銀行（ICBC）；其他則包括了Seven Network，由Kohlberg Kravis Roberts（簡稱KKR，世界首屈一指的私募基金）用三十億二千萬美元收購交易；China Network Systems由私募基金MBK Partners用了十五億美元收購。由2007年初截至今天為止，最大的交易為Ind't News & Media私募基金用了美元三十億三千萬收購。以上的交易，並未包括其餘無數小型私募基金的交易。

2006年美洲的交易比亞洲龐大得多。例如Blackstone私募基金用了三百七十七億一千萬美元收購Equity Office Properties，難怪中國政府選擇了Blackstone。其他活躍的則有KKR及Bain Capital私募基金。KKR與Bain Capital一起以三百二十一億五千萬美元收購HCA（經營醫院管理機構）；而Bain Capital亦用了二百六十七億美元收購了Clear Channel Communications。至於2007年最大的交易，可算KKR及Texas Pacific Private Equity Group（簡稱TPG）一起用了四百四十三億七千萬美元收購了德克薩斯州Texas TXU能源公司。交易數目之龐大，讓筆者認為中國政府會繼Blackstone之後，投資加盟其他私募基金作為財富管理。

歐洲私募基金2006年交易規模相對比美洲小，但仍較亞洲龐大。最熟悉的是KKR用了九十四億八千萬美元收購了Philips Semiconductors。而今年KKR則動用一百六十六億二千萬美元收購了Alliance Boots（即我們可以在屈臣氏購買的Boots化妝品）。

雖然目前有千多間營運中的私募基金，但實際上大交易只為少數壟斷。這包括了Blackstone Group、KKR、Bain Capital、CVC Capital Partners。

Blackstone於1987年成立，目前操縱三百二十四億美元私募基金的營運，旗下已投資過百間不同的企業。以2006年12月30日計算，全部企業總值達一千九百一十億美元。KKR則於

1976年成立，進行共超過一百五十單交易，以2007年3月31日計算，全部企業價值達二千七百九十億美元，回報為二點五倍，辦事處分布紐約、倫敦、巴黎及香港等地。私募基金與我們平常作為理財管理的基金究竟有何分別？我們進行財富管理又能否參與其中呢？

私募基金的組合成立與運作

私募基金的運作，初是向投資者融資（fund raising）。基金最多只有十年期限，期限到了，可以延長，但大部分的私募基金在未滿十年期限已再度向投資者融資，再融資時間多為五年。理由是大部分私募基金所融資額小，在收購交易時往往不足。私募基金期限是以「有限合夥人」（limited partnership）方式保障投資者。私募基金經理則稱為General Partners（GPs）；而投資者則稱為Limited Partners（LPs）。成功的私募基金往往不足十年已連本帶利退回給投資者。

由於向投資者融資時間可長可短，在融資額未滿要求數目時，私募基金經理是不可能動用（draw down）任何資金去投資的，私募基金此時被形容為「仍然接受」（still open）投資者。當此私募基金到達了要求的數目時，則被形容為「完成式」（completed）。到了有投資交易，這私募基金才可動用。目前在香港和東南亞，有十種國際私募基金「仍然接受」投資者。

私募基金與現在日常財富管理者所認識的英式unit trust，即單位式投資信託基金或美式信託投資mutual fund不同。信託投資每單位是有買賣價，每天價格可以不同。私募基金的投資理財是投資者對現金的承諾。一旦承諾，便是須承諾至完成私募基金的年期，即普遍的十年期。投資者不能像信託基金般，在中期賣出或買入。

為了保障投資收購，私募基金經理一定要衡量投資者的能力，指出未滿期限要退出的懲罰。因此，私募基金不會如銀行或保險公司公開發售的信託基金一樣，隨時賣出或買入。這也是香港財富管理顧問或投資客戶，沒有機會參與和了解私募基金的原因。

私募基金的收費

一般的投資者，對任何基金的收費，甚為

敏感。所以在香港出售的信託基金，除了以過往一年、三年、五年的基金回報作為賣點，也採用了信託基金的收費比較，吸引投資者作財富管理的興趣。但私募基金的收費則複雜得多，況且是私募，當投資者感興趣，往往不作收費比較。

由於私募基金是以「有限合夥人」來運作。一旦融資完成，大約1-2%的私募基金總額（大約為期五年）立刻派到私募基金經理手中作為管理費及顧問費。其次是交易佣金，大約為交易總額0.5%到1%。至於交易不成功所花費的費用，則由私募基金支付。

由於私募基金的成功回報，取決於所收購企業的重整效率，那麼，私募基金經理及其屬下，對於收購後企業重整效率的跟進，一定不能放鬆。此收費沒有行規規定，不過多是微不足道的。

私募基金最昂貴的收費，就是基金表現回報費(performance fee)，大約為全部賺利的20%。為了鼓勵基金經理回報的表現，行規規定若回報少於8%，表現回報費是0%。當然，私募基金融資額愈大，收費也愈大，收購目標也提升到跨國企業，回報表現要超過8%也愈難。

盡力保障投資者的回報

由於2006年對沖基金及我們所熟悉的基金表現一般，而私募基金在金融市場進行大型收購合併的新聞頻頻，令財富投資者不能不對其有所了解。況且，私募基金活躍地監管所收購的企業也增加投資者的信心。而市場頻密的交易及增加財富的機會，有賴多種因素：

- **經濟環境因素**——企業的營運包括了當地的借貸利率、生產效率、稅制、生產原材料供應等等。私募基金經理一旦找到目標企業，當然有多方面改善企業營運的機會，為投資者帶來財富。

- **政治環境因素**——除了伊拉克戰爭，其餘各地政治平穩，有助投資；市場開放，使收購合併容易，也有助私募基金找尋目標企業。

- **營商環境因素**——大大小小的企業為了競爭，紛紛佔據市場。家族生意及跨國企業都在尋找發展出路，為私募基金帶來了機會。

- **市場環境因素**——企業發展非財不行，銀行借貸，須每月清還；私募基金的投資，以股權為主，減輕了企業日常支出，有助企業發

展，間接替投資者增加財富。

- **法律環境因素**——法律的寬鬆，有助跨國收購合併行動，簡化了私募基金在法律上的阻滯。

除了以上有利的致富環境，私募基金經理與普通基金經理不同，就是須活躍地參與收購合併企業的營運，盡力保障投資者的回報，財富管理範圍的定義因此得以拓寬。

- 私募基金經理成為被收購合併企業董事會成員之一。若有需要，更可安排新的行政總裁。

- 私募基金經理利用法規，保證企業內重要的決策不可削減投資者的利益。

- 如有需要，私募基金經理可重整企業架構、報告模式等。

私募基金的回報策略

重整後，私募基金又用什麼方法給投資者取得回報呢？

私募基金給投資者回報，是私募基金營商典範(business model)最重要的一個環節。在交易前，一切都想得清楚，計劃好一套回報策略，英文稱為exit strategy。常見有以下幾種：

- **上市途徑(IPO)**——最為常用的，就是利用上市融資，作為給投資者的回報。

- **企業出售(Trade Sales)**——效率增強、企業增值，出售給他人，取回賺利給投資者。

- **出售給其他私募基金**——這也是常見的步驟。

不過，私募基金也有投資錯誤，一筆抹煞毫無價值的結果。作為投資者，要有此心理準備。況且，任何國家，一旦涉及重要企業，可作出干預，阻止私募基金任意妄為。例子有：2005年10月，中國政府施壓力，迫使Carlyle Group私募基金不能取得國營的機器廠徐工85%的股權，最後只得45%。2007年3月由CVC私募基金帶領，欲以一百一十四億英鎊收購英國J Sainsbury超市亦以失敗告終。近日美國參議院更討論如何徵收Blackstone合夥人的稅收。

私募基金為財富管理帶來新的領域，也帶來了新的風險。各方面監管的模式未盡完善，香港也不例外。成功的私募基金只有數大，其他千多種私募基金將成為香港財富管理的陷阱。

電郵：agatha@agatha.fsbusiness.co.uk