

试论海外房地产基金在中国的发展 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/472/2021_2022__E8_AF_95_E8_AE_BA_E6_B5_B7_E5_c67_472762.htm 2003年6月13日中国人民银行颁布的《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（121号文），对房地产市场原有的融资模式进行了釜底抽薪般的打击，原来10%~20%的自有资金就能启动的项目，如今要到30%~40%才能启动了，这对房地产企业的资金链形成了巨大的压力。同时，要求土地出让金必须在短时间内缴清，原来付了首期就能随着项目进度逐步还款的模式彻底被打破。而近日，国务院发出通知，将包括房地产在内的四行业固定资产投资项目资本金比例提高到35%及以上，这意味着房贷难度在121文件要求30%自有资金的基础上，又紧了一步。这对于主要依靠项目贷款和期房销售回款来维持项目运作的发展商来说是一个最为严峻的考验，而这些发展商必须寻求其他资金融通方式，房地产投资基金的出现为房地产企业提供了一条全新的融资渠道。 房地产投资基金（Real Estate Investment Trust，简称REIT），在香港译为“房地产基金”，在我国台湾和日本则译为“不动产投资信托”[1]，是产业投资基金的一种，以房地产业为投资对象，实行多元化投资策略，在房地产的开发、经营、销售等价值链的不同环节，及在不同的房地产公司与项目中进行投资，具有筹集资金的灵活性和广泛性，具备专家经营、组合投资、分散风险、流动性高、品种多等优点。

1 海外房地产基金种类 在海外，房地产基金已经是一个发展了数十年、非常成熟的行业。从政策环境、金融环境、市

市场环境等多方面都非常稳定，因此操作运营方式也就形成了一套很有效而稳定的模式。一般来讲，国外房地产基金可以分为私募和上市。上市的房地产基金可以在市场上随时买进卖出，没有期限。而私募的房地产基金一般来讲都是年期比较长，平均在8年左右。在基金期限到的时候就要把基金手上的所有的资产变现，把收益全部派发给投资者，基金解散。国外的房地产基金成立的目的都是比较明确，投资政策与投资的对象都会有清楚的界定，而且范围很窄。比如说有些基金只投资在酒店或者是高档的办公楼或者是只会选择某种类型的购物商场作为投资组合。从投资类型来讲，一般分为：

- 1) 投资在开发项目或者是开发企业追求开发周期所带来的高风险高回报，其中包括了参与土地一级开发和项目开发，从前期开始介入。如新加坡政府投资公司（GIC）、摩根斯坦利（Morgan Stanley）、德意志银行（Deutsche Bank）、荷兰ING、澳大利亚麦格理银行（Macquarie Bank）。
- 2) 投资在经营性的项目或者是投资/控股公司追求相对稳定回报的租金收入。通过购买有稳定租户成熟物业，长期持有物业收租盈利，不介入前期开发。美国国际集团（AIG）、Rodamco Asia、新加坡政府投资公司（GIC）、新加坡腾飞基金（Ascendas）。首选北京、上海，有成功经验后选择广州、深圳，开始进入经济发达二线城市，如苏州、宁波、杭州、天津、大连等。投资物业类型：有稳定租户的成熟商用物业。
- 3) 投资在不良的房地产资产发行ABS（Asset-backed Securitization），追求把不良资产处置、包装转售或打包证券化的收益，加速不

良资产处置速度。通过收购不良资产，将其证券化，打包处置，变现盈利。高盛（Goldman Sachs）、莱曼兄弟（Lehman Brother）、摩根斯坦利（Morgan Stanley）。ABS即以资产支持的证券化。具体来说，它是指以目标项目所拥有的资产为基础，以该项目资产的未来收益为保证，通过在国际资本市场发行高档债券来筹集资金的一种项目证券融资方式。ABS方式的目的在于，通过其特有的提高信用等级方式，使原本信用等级较低的项目照样可以进入国际高档证券市场，利用该市场信用等级高、债券安全性和流动性高、债券利率低的特点，大幅度降低发行债券筹集资金的成本。

4) 投资在房地产项目的抵押贷款资产追求固定的利息收入。以房地债权投资方式来投到中国的房地产贷款方面，现在在国内还没有先例。这可能是由于国内的按揭市场还有一些法律障碍例如处置抵押物的问题还没有成熟。同时按揭证券化市场也没有开始，做成了收购了房地产贷款资产的基金出路有很大的局限。从投资的方式来说，以第1、2种投资在开发项目和经营性项目时，基金会采取直接投资的方式，直接投在企业或者项目上。但在股权比例方面，一般来讲，基金都会依赖开发项目原来的经营者来操盘，因此基金一般只占少数股权。而经营性项目的股权结构会比较有弹性。

[2] 2 海外房地产基金在中国现状分析 海外投资者普遍看好中国的房地产产品，但是又认为市场不够透明规范，相比而言，北京和上海的房地产市场发展较快，市场较成熟。因此，北京、上海房地产市场上活跃着很多海外房地产基金，如摩根士丹利、荷兰的ING集团等。此外，Rodamco Asia于2003年8月31日成功收

购了上海盛捷服务式公寓（S G S）100%股份，共334套，收购价为2300美元/m²，估计收购总价在5000万美元以上；新加坡发展商凯德置地通过其新加坡母公司设立房地产投资基金Capitaland投资中国房地产，总共筹集金额达到1亿~2亿美元投入上海的房地产项目；新加坡政府投资公司（GIC Real Estate）成为首创置业第二大股东；2004年初，全国工商联住宅产业商会支持设立的第一只外资房地产基金精瑞基金正式运作，启动资金预计2亿美元；美国洛克菲勒在亚洲的投资基金代表正在洽谈上海南京西路某地块的投资开发，并被邀请参与属于浦江两岸改造的外滩源开发；麦利联行、基强联行与香港私募资金合作成立的麦利联行投资基金（Millennium）也开始投资上海房地产项目，总投资金额估计在5000万美元左右。可以看出，目前在中国市场上的海外基金投资中国市场的模式多数为：海外的投资载体进入中国带来一定的资金，合作伙伴（当地公司）以各种方式出资一定比例的资金，共同成立项目公司，然后一起开发地块。进入中国的外资地产基金，其与中资企业的合作并非欧美通行的地产基金运作方式。在欧美，地产基金通常是以投资者身份参股地产项目，股份一般也不超过30%，参股后再委托相关专业公司经营管理，因此独立性和专业性是基金运作的主要特点和要求。进入中国后，外资基金一改不参与被投资企业的经营管理，只在被投资企业的董事会层面上控制的游戏规则，由投资者身份变成投资者兼任开发商，由参股变控股。

3 海外房地产基金的投资模式选择

在目前中国的房地产基金法律不健全、房地产金融市场不发达、会计制度严重不透明和信息披露严重不对称、缺乏专

业管理队伍的情况下，很多海外基金无法通过一个完整的政策框架与国内房地产市场进行有效的对接，这也会给海外基金带来不确定性，海外房地产基金采用何种运作模式进入中国，是其必须重点考虑的问题。在实际操作上应当着重注意以下几个方面的问题：1) 投资地点。可以看出，目前海外基金主要选择在上海、北京投资，有成功经验后选择广州、深圳，接着开始进入经济发达的二线城市，如苏州、宁波、杭州、天津、大连等。2) 合作者的选择。目前很多海外基金组织在中国的房地产开发市场上进行投资时，选择和国内房地产企业合作开发的模式来运作，由于房地产投资基金运作涉及金融和房地产两个主要领域，基金收益主要来自于投资后的长期分红，故其发起人必须同时具备房地产实业经验和资本运营经验。而海外基金组织的优势在于资本运营经验和先进的管理模式，但他们毕竟是全球性的投资机构，这些在海外做惯了不动产投资的基金，基本没有在房地产开发方面的经验，房地产开发不是其专长，而且对本土市场不是很了解。因此，在选择合适的合作伙伴时，要注重考察合作伙伴的管理团队、土地储备、政府关系和发展前景等，一般选择和当地最有实力和发展潜力的公司合作。3) 项目的选择。成功的房地产投资基金的核心问题是项目的选择，投资项目的选择是基金成败的关键。把投资回报作为首要因素是产业投资基金的特色和优势。目前，海外基金的投资方向主要以高档住宅项目、酒店和写字楼，以及商业项目、烂尾项目改造及一些有重大影响力的项目为主。但随着其对中国市场的了解，逐步由商用物业转向住宅，由高档物业转向中档、中高档及中低档。4) 投资结构的选择。目前，很多海外基

金选择以房地产基金管理公司的名义进入中国，采用国际惯用的手法，即由母公司在境外募资，以项目公司操作内地开发的方式进行。投资结构主要分为三层：母公司，下设针对具体项目的控股公司，旗下有项目公司。这样的结构在于引进其他的基金或者开发商作为投资者，是让他们在控股公司这个层面参股，而不是参股母公司。这样，新的投资者不可能进入到母公司，是一种很好的回避风险的方法。如果母公司下属的一个项目乱掉了，也只需把这一个项目卖掉套现，而不涉及到其他的项目。

4 海外房地产基金投资中国房地产市场的风险

据统计数字显示，国内一些城市中高档住宅的回报率高达30%-40%，而在欧美等国，房地产盈利率仅在5%左右，蓬勃发展的现状和高回报率都令海外投资者为之心动，国际投资基金也纷纷加速进军中国房地产的步伐。

4.1 法律体系还未完善

目前我国规范产业投资基金的法律法规还未正式出台，所以在当前情况下，房地产投资基金能够参照的法律法规只有《公司法》、《房地产管理法》、《证券投资基金管理暂行办法》等，并没有一部专门规范产业投资基金的法律，这些法律法规尚不能对海外房地产基金提供较有力的保障，很多海外基金无法通过一个完整的政策框架与国内房地产市场进行有效的对接，这也会给海外基金带来不确定性。为保证房地产基金的设立、募集、使用、收益分配等环节能够规范运作，建立和健全相应法律法规已刻不容缓。2002年底中国华融资产管理公司与摩根斯坦利（M o r g a n S t a n l e y）的不良资产交易已得到批准，2003年对四大商业银行不良资产的证券化处理将迈开中国房地产证券化的第一步。随着交易的进行，相关的法律也将逐步出台，为中国

房地产证券化市场的形成奠定法律基础。4.2 房地产金融市场不发达 长期以来，房地产开发商的融资渠道单一，主要依靠银行贷款。直到“121号文件”颁布，房地产商才积极寻求新的融资渠道。基金成立的前提是具有非常高的变现性。在我国，外汇管理、税收等制度目前还没有给基金一个合理的资金进出通道；另外，还有类似股权变更、企业清算等程序也都不具备。因此，无论就房地产金融市场主体资金供给方（投资者）和资金需求方（房地产开发商），还是就房地产金融市场本身来说，中国的房地产金融市场也并未发展到海外房地产基金迅速发展的成熟阶段。4.3 市场透明度程度不高 房地产基金要求信息定时披露、财务高度透明，以便最大限度地保障投资人的利益。但中国房地产行业多年存在的不规范操作，造成会计制度严重不透明和信息披露严重不对称。对投资者来说最重要的信息、数据必须是真实的、成交量方面的。市场信息的透明度，将影响投资者对其投资对象市场价值的评估。目前我们很难得到在市场上进行交易的信息，有一些本该共享的信息外国投资者得不到，也影响了投资的进入。4.4 缺乏专业管理队伍 没有专业化的房地产基金管理队伍，就不可能有房地产基金的规范发展和壮大。在中国，同时懂得基金管理和房地产管理的人才极度缺乏。对监管机构和潜在投资者来说，根本无从考察其专业能力、实际操作能力和职业操守。5 结论 在中国房地产市场与国际接轨的过程中，海外房地产基金的进入是不可避免的。在目前中国的金融环境、政策体系下，海外房地产基金投资中国房地产，除了要面对普遍的市场风险即开发风险外，还有许多必须考虑的因素，比如资金的变现、退出、出境等基金风险，而不

同背景的国外投资者在运作过程当中也会遇到不同的问题。对他们来说，在中国投资房地产，很大程度上是一场机会与风险的较量。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com