

Companies

“限外令”之黑色幽默:海外基金加码内地楼市

2006年7月份,建设部等六部委联合发布了对于中国房地产业和外来资本同样具有历史意义的171号文件。这个被称为“限外令”的文件,业内一度视之为阻碍外资盲目进入中国房地产市场的屏障。但是,事实证明,外资投资中国房地产市场的步伐并未因此有所停滞。2006年下半年,中国房地产市场投资市场颇不平静,2007年1月,美国华平投资又以增资扩股形式入股上海中凯房产,从而拉开了2007年房地产市场外资收购的序幕。高力国际提供的数据显示,2006年仅上海房地产市场便完成了将近20亿美元的投资交易。“预计2007年的房地产外来投资市场将继续保持这种活跃态势,核心海外基金终于开始持续进入。”高力国际华东区常务董事翁琳表示。

关键词 大举进入

在国家外汇管理局国际收支分析小组提供的《2006年上半年中国国际收支报告》中,2006年上半年,新设外商投资企业1180家,同比增长25.04%;合同外资金额12852亿美元,同比增长55.04%;实际使用外资金额32.2亿美元,同比增长27.89%。与之相对应的,去年上半年外资房地产行业新增外债为17.35亿美元,同比增长203.32%。截至2006年6月末,外资房地产外债占全部房地产外债比例为92.13%,外资房地产行业外债总量呈现逐年递增趋势。此外,《报告》还强调,在部分地区,境外机构、个人非自用和非自住目的的购房,对当地房地产价格上涨有一定的推动作用。

在此背景之下,171号文件对外资从房地产市场准入审批、交易、外资个人购房面积,以及结汇方式等方面,均提出了严格的管理要求。其中,规定了“购买非自用房地产,必须先申请设立外商投资企业”。而对于外商设立投资企业的自有资金要求也进行了严格规定:“投资总额超过1000万美元的,注册资本不得低于投资总额

的50%。”同时,对于外商房地产投资企业的经营,注册资本和项目开发资金未达要求的,外汇管理部门不予外汇借款结汇。无疑,该文件的发布大幅提高了外资进入中国房地产市场的门槛。

在文件发布之后的三个月内,一向表现活跃的外商房地产市场静了下来。“但这只是暂时现象,外资只是需要时间根据限外政策进行策略调整。”仲量联行全球董事邓文杰当时表示。事实证明,外资进入的步伐确实并未受到多大阻碍。

今年伊始,美国知名私募基金公司黑石集团(Blackstone Group)宣布,已经聘请中国香港特区政府财政司前司长梁锦松,作为其高级执行董事及中国区主席,主要负责开拓亚洲市场。外界将这一举动称之为“黑石积极撬动中国内地市场的回路举措”。一周之后,美国橡树资本管理有限公司(Oaktree Capital Management)对外公布,任命白瑞甫担任橡树资本(中国香港)有限公司主席。此前,白瑞甫的头衔是摩根大通亚太区主席兼行政总

裁。美国橡树资本管理有限公司,这个在全球管理资产高达330亿美元的投资企业,2005年设立了中国香港办事处,今年则以设立北京办事处作为正式进入中国内地市场的标志。

这两个国际资本大鳄的涉水之举,只是众多海外资本争相抢中国内地市场的一个缩影而已。一位美国房地产投资公司负责人告诉记者,他所属的企业在2006年低调“潜入”中国内地市场,目前正在全国各地寻找投资项目。而另一家美国最大的私募基金公司则在今年悄悄设立了上海办事处。“许多海外基金或投资银行都对中国市场产生了浓厚兴趣,在长期观察之后决定进入。”一位外资银行首席代表表示,这家澳大利亚数一数二的投资银行同样决定近期在中国展开业务。

“有许多基金是之前从来没有接触过,如今都出现在中国投资市场上。”拥有丰富投资经验的邓文杰,曾经担任过仲量联行新加坡董事总经理一职,对于过江之鲫出现在中国内地市场的海外资本,他用了“精彩纷呈”来形容。

关键词 操作手法

据介绍,目前海外资本的惯用操作模式主要有提供融资、自行开发、收购物业、合作发展等几种方式。提供融资方式除了涉及场外汇操作上的不便利之外,风险性也是显而易见的,直接针对项目发放的过桥贷款非常鲜见。目前只有一些小型基金,抱着赚取高利的心态予以采用,而大型基金为了规避风险,基本上不会使用这种方式。但也有房地产投资银行以曲线合作的方式,与国内房地产企业进行合作。如德国国际房地产投资银行(Hypo Real Estate Bank International)向万科提供融资,以附带有赎回条款的3500万美元股权的方式合作。

一些较早进入中国房地产投资市场的海外基金,往往会选择自行开发建设的途径。但在中国房地产投资环境日趋成熟之后,这种模式的使用率开始明显减少。“在中国拿地进行开发是风险性极大的。”美国华平投资内部人士告诉记者。“美国投资方不会触碰需要动迁的项目。”

然而也有例外,自1994年便已进入中国的新加坡凯德置地便是主要代表。这家外资开发企业与众不同的一点是,尤其擅长发挥资本操作、私募基金等金融工具的优势。继规模为6100万美元、拥有中国5个发展项目股权的“凯德中国住宅基金”投资完毕之后,又联手花旗集团在2005年建立了第二只投资于中国内地的专项私募基金——4亿美元规模的“凯德中国发展基金”。

凯德置地中国控股集团总裁林明彦介绍,自2005年起,凯德置地开始“渗入”二、三线城市。但拿地策略开始实行多元化操作,“除了参与传统的土地招拍挂之外,收购股权、公司层面的合作都会有。”他说。凯德置地通过认购丽丰控股(1125.HK)20%股权,与成都置信实业集团合作成立合资企业、收购河南建业住宅集团30%股权等一系列运作,相继进入珠三角、成都市及河南省市场。据林明彦介绍,中国市场在凯德集团的投资中所占比例,已从成立之初的5%上升到了近30%。

“但并不是所有的投资机构都会采用这种方式。不同投资者会有不同的擅长之处,同时根据投资回报要求来选择具体方式。”仲量联行上海区董事石澄表示。以有良好发展前景的项目为切入点,与当地开发企业进行联合开

发,是目前开发投资中使用较多的方式。“在项目上的合作回报速度会更快一些。”石澄解释。

持有项目股权的合作方式,维系时间不需太长,一般3至5年内就可以安全退出,这颇为符合基金快速进出的“胃口”。2004年,荷兰ING与上海复地集团(2337.HK)合作成立项目公司,共同开发松江项目。一年之后,复地出价3081万元人民币,向前者收购所持的30%项目公司权益,

使得荷兰ING净赚1814.11万元,投资回报率高达140%。

此外,风险性更小的收购现成物业方式已渐成风潮。这种方式对于海外资本来说,投资利润相对稳定且有所保证。以新茂大厦为例,业内人士估算SEB基金接手之后可获取每年6.1%的投资回报。“核心基金对于风险要求不同,因此会采用收购成熟物业长期收租的形式。”高力国际翁琳如是分析。

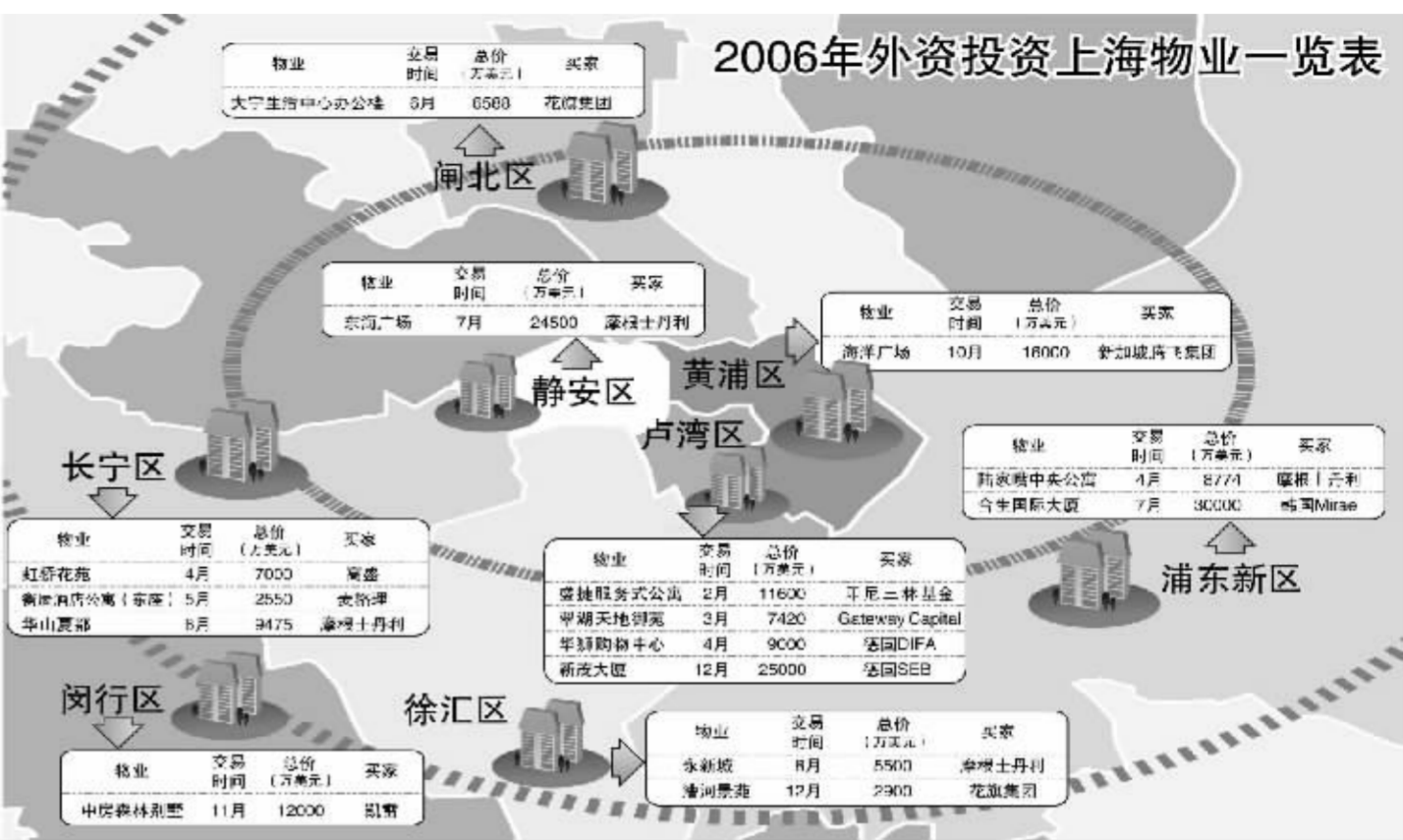
时间	投资方	合作方	投资金额	占有比例	投资方式
2004年6月	摩根士丹利	金地	按各自股权比例出资	55%股权	金地持有合资企业15%股权,其他由上海盛融投资持有30%股权,进行不良资产收购。
2005年7月	新加坡政府产业投资有限公司	万科	1亿美元	50%股份	共同创立一家合资企业,在中国境内进行房地产项目投资。
2005年	嘉德商用产业	深国投			持有合资商场管理权,为嘉德商用产业与深国投合作开发的商场提供管理、管理服务。
2006年5月	凯德置地	成都置信实业			持有四川置信凯德实业50%股权
2007年1月	美国华平投资	中凯集团	3000万美元	中凯开发25%股权	

时间	投资方	合作方	投资金额	项目	回报方式
2003年	摩根士丹利	上海永业集团	总投资额9000万美元	锦麟天地雅苑10%股份	
2004年	荷兰ING	复地集团		上海松江汇景苑	一年后以3081万元人民币出售,回报率达140%
2004年11月	新加坡产业投资有限公司	万科	400万元人民币	万科持有成都万科置业95%股权中的40%比例	
2005年12月	新加坡产业投资有限公司	万科	9923万元	沈阳万科永达51%股份	
2005年12月	新加坡产业投资有限公司	万科	19260万元	无锡万科40%股权	
2006年5月	美国华平投资	阳光100	4500万美元	成都阳光100国际新城	
2006年8月	荷兰ING	金地集团	1.88亿元人民币	天津格林世界开发完成之后拥有金地天津48%的利润分配权	
	荷兰ING	复地集团	双方共计投资6亿元人民币	曲阳项目	
2006年11月	摩根士丹利	安信置地	参股投资15亿元人民币		预计投资回报率高于8%
2007年2月	美国高登基金	沿海绿色家园	5142万美元	大连一综合性项目50%股权	

时间	投资方	合作方	价格	方式
2003年6月	新加坡政府产业投资	首创置业		持有9.8%股份,一年后增持至22.84%,成为第二大股东
2005年8月	美国淡马锡、美国老基金	合生创展	配股融资10亿元	一年之后分别通过配售套现离场
2005年11月	美国华平投资	融科智地	2.5亿元人民币	参与现有项目的开发建设,同时双方在二线城市寻找新项目
2005年12月	高盛集团	21世纪中国不动产	2200万美元	成为第二大股东
2006年6月	渣打银行	世茂房地产	5000万美元	成为股东
2006年7月	美国华平投资、老基金、新加坡淡马锡、渣打银行亚洲基金	绿城中国		成为股东
2006年8月	花旗集团	上海徐房集团	2000万美元	共同开发参与徐汇区“建里里”改造工程
2007年1月	渣打集团、摩根士丹利、美林	中远地产		成为股东
2007年1月	美林、德意志银行、新加坡淡马锡	广州恒大地产	4亿美元	成为股东

时间	投资方	合作方	投资金额	占股比例
2004年12月	嘉德商用产业	深国投	9.84亿元人民币	6家商场51%股份
2005年7月	嘉德商用产业	深国投	33.73亿元人民币	15家商场65%股份
2006年3月	凯德置地	丽丰控股	6.44亿元人民币	认购20%股份
2006年10月	凯德置地	河南建业集团	6.01亿元人民币	认购29.75%股份

部分数据由仲量联行提供



张大伟 制图

典型案例

新茂转手案

单从表面上来看,发生在2006年底的“新茂大厦转手案”与一般的海外资金收购案并无二致,但对于业界而言,这件收购案的深层意义却是颇为耐人寻味的。

“新茂大厦从一家投机型的基金被转卖给了第一家核心基金,这在上海房地产市场是首次发生。”高力国际华东区董事总经理翁琳说道。她口中所称的海外“核心基金”,实际上是指养老金、保险公司基金等稳健型投资机构,这类机构投资者的资金来源较具“限制性”,因此必须非常注意规避风险,以获取长期稳定收益为主。虽然在中国房地产市场“淘金”的海外投资机构早已多如牛毛,但此类核心基金却长期处于“驻足观望”状态。“核心基金的首次进入,预示着上海房地产市场已经开始步入成熟期。”翁琳分析说。

已经更名为铂金大厦的新茂大厦,在两年时间内两次转手、三易其主,这足以作为研究海外投资机构操作过程的范本:2004年12月,尚处于在建“胚胎”状态的新茂大厦,被新加坡凯德置地作价9800万美元,将持有的95%股权转让给澳大利亚麦格理旗下房地产基金MGPA。2006年12月,完成了建造、招商、出租过程的新茂大厦,被MGPA以2.5亿美元,转手出让给了德国基金SEB Immobilien。一进一出之间,仅账面交易价格已赚得约1.5亿美元。

一手操办新茂大厦交易的是中介代理机构,便是由翁琳率领的高力国际。有趣的是,新茂大厦前后两次交易的买卖双方,皆为海外投资者;同时还创下了两个“第一”:第一例上海成熟物业被外资整体收购的项目;第一个引入海外核心基金的交易案例。因此,对于外资而言,无论是进入方式还是退出渠道,新茂大厦提供了具有非常典型意义的参考依据。

“投机性基金在接手成熟物业之后,会通过装修、招商等包装手段,来达到物业升值的目的。”翁琳说道。据她介绍,此类基金通常在进入投资之前便会考虑好“退路”问题。而事实上,MGPA的收购并不盲目,从委托高力国际完成的租赁策划等工作来看,其初衷倒是更倾向于以REIT方式上市,但最后以引入核心基金来完成“功成身退”。“他们进入时便非常明确自己的最终目标是什么。”翁琳解释。

关键词 投资策略

“实际上,目前出手频繁、表现活跃的外资投资者如高盛、花旗、摩根士丹利、美林等,大部分为投资银行,与私募基金的操作理念还是有区别的。”仲量联行石澄告诉记者。据了解,投资银行经营的业务主要包括证券承销、收购兼并、资产证券化、基金管理、咨询服务等方面。“从某些角度来看,投行倒是更有些投机基金的性质。”石澄表示。

业务范围广泛、快进快出的特点,决定了这些投行的投资策略通常以组合投资、跨市套利及资产重组为主,这也是在推动企业上市、收购包装物业等项目频频发现投行身影的原因。与之相对,专业基金则更趋于细分化,投资方向也更更为专注。“投行在财务层面上表现专业,而基金只做专门物业,且由专业人士负责基金管理,实行程序化投资决策。”高力国际翁琳解释。

自2004年开始的宏观调控政策,使得缺钱的房地产企业越来越多。一位不愿意透露姓

名的海外私募基金负责人曾坦率表示,在银行提高门槛之前,基金要求的投资回报是10%;待到银根一收紧,回报率就提高到了20%至30%。一开始,他们把投资焦点集中在缺乏后继资金支持的项目上,“由于地拿得早,价格通常会较为便宜,开发商的投资回报率普遍可在50%至100%,这对于基金的高额回报也有保障。”但在实际操作中却发现,符合这种要求的“好项目”根本不可遇不可求,因此,他开始将策略调整为购买成熟物业。

“成熟物业已经基本上把风险过滤到最低,因此这是比较安全的进入方式。”美国凯雷相关负责人告诉记者。一方面,成熟物业的市场价格可以提供升值空间的衡量依据,另一方面,投资方更容易测算好退出方式的可行性。

按照凯雷相关负责人的说法,在2004年上海住宅物业涨至高峰时期,获利空间已经极其有限,外资投资机构开始转向其他城市或投资商办物业;等到住

宅价格下落到一定程度时,基金再重新逢低进入。这种投资策略的变更,很好地诠释了自2004年以来外资在上海收购现成物业的投资路线变化。

而美国华平投资又是另一种投资策略,虽然在进入之初也对于项目融资、收购物业等方式表示过兴趣,但最终还是选择了企业合作的方式。“从我们的投资角度来看,项目公司层面的合作并不合胃口。对我们来说,入股母公司实行长期战略合作,更符合其回报要求。在成为富力地产、绿城中国的战略合作者之后,今年又以参股形式与中凯集团、中凯开发团队实行三方合作,并为其投资企业中凯开发提供每年不少于3000万美元的资金支持。

美国华平投资集团董事总经理Philip Mintz表示,在项目层面的投资,虽然周期明确,且回收利润时间短,但风险很大。而在企业层面的合作,则属于长期性投资方式,能够有效分散风险和加强管理。

关键词 选择标准

对于中国内地开发商来说,房地产游戏规则正在变得越来越严苛。在这种形势之下,拥有雄厚资金的海外投资机构被视为“救命稻草”。但实际上,海外资本对于合作伙伴、投资项目的选择标准非常严格。

“海外基金虽然对中国市场有兴趣,但大部分‘初来乍到者’仍然属于探索阶段。在国内不会立刻组建大规模团队,只会通过极少数专业人士操作成功与否的情况,来衡量是否要正式进入。”一位基金负责人告诉记者。而为了节约管理成本、提高效率,只对其投入资金数额下限的项目才会表现出兴趣。“我们公司对于下限的界定一般是3000万

美元。”此外,在具体项目的选择上,“没有动迁、价格便宜、产权清晰”是最基本的衡量标准。除此之外,合作企业的管理团队也在被考虑范畴之内。“如果有好团队但没有好项目,可以利用资金去收购,但缺乏好团队的话,在人力培养上更花费时间与精力。因此我们宁愿选择管理团队优秀的企业。”该负责人表示。

在中凯开发的投资上,华平投资对于该公司管理团队的期望显而易见。据悉,中凯管理团队的核心成员大部分毕业于美国麻省理工学院,且皆具备了丰富的业内经验。华平投资Philip Mintz认为,好的合作伙伴有助于投资者迅速进入当地

市场,并取得成功。

去年11月16日,摩根士丹利参股投资15亿元的首个商业开发项目——上海安信商业广场开始入市,其合作伙伴安信置地之前已与摩根士丹利有过多次合作经验。“安信与摩根士丹利的合作开始比较偶然,但双方通过那次合作,建立起彼此信任的关系,加上理念、方式比较贴近,以后的合作机会就逐渐增多起来。”安信置地副总经理郑铭向记者介绍说。他坦率表示,中国房地产市场存在着许多不确定因素,因此摩根士丹利需要寻找一家信得过的合作伙伴。“拥有优质资源、很强管理能力的企业更容易获得青睐。”

关键词 市场展望

有意思的是,虽然海外资本争先恐后地进入中国市场希冀获利,但相关研究资料显示,截至2006年底,上海房地产市场的投资回报率呈现明显收缩态势,平均收益率跌入7%至8%的范围。从这个表象来看,明显不符合一些机构投资者的趋利本性。“我们在实际操作中发现,难度最大的是要找到完全契合的买卖双方。”翁琳说道。

一位投资银行人士也向记者抱怨,如今开发商的心理预期较之前几年有明显提升,真要找价格合理、回报率高的项目,还真是不容易。“现在的

情况,好项目非常稀少,而且竞争厉害。”他认为,虽然中国房地产市场受到广泛关注,但整体环境尚未完全成熟。“最大的风险性来自于政策变动,这是外资真正需要担心的因素。”

安信置地副总经理郑铭表示,企业应该充分利用政策的引导作用,做符合政策要求的事,才能为企业带来发展空间,而不会形成束缚。“‘限外令’的发布,对于不规范操作的企业来说,的确会有限制作用,但旨在稳健发展的企业,反而更易适应政策所带来的变化。”

“我们在进入中国市场之初便已成立了合资企业,是真正有长期发展考虑的。因此,不会像那些存有投机性心态的投资者那样受到政策影响。”凯德置地林明彦说道。

高力国际翁琳认为,规范外资房地产投资行为,能够使得中国内地市场产生平稳增长的长期趋势。而对于海外投资机构的相应限制,能够带来更为国际化的管理方式及理念构想。“这对于国内发展商的软硬件改善,有较好的促进作用,中国房地产市场也会发展得更先进、快速。”