铁狮门地产基金模式成与败

（提要）奉行纵向一体化的 Tishaman 利用地产基金模式，以不到 5%的资本投入，通过提取地产开发链条各个环节的相关管理费和参与旗下地产基金超额收益的分配（即业绩提成），分享了地产项目 40%以上的收益。

然而，由于在地产高峰期收购物业的价格过高，2008 年以来，铁狮门旗下多个基金出现严重亏损，甚至陷入债务危机。本质上讲，地产基金是放大地产企业经营能力的杠杆，解除管理者的资本约束。但在流动性泛滥的市场环境中，财务杠杆收益远远大于经营杠杆收益，因此地产与金融的结合“变味”了，金融投资人成为合作的主导，他们利用地产管理团队来获取资产和管理资产，目的是赚取财务杠杆撬动的资产升值收益，结果，在流动性泛滥的 2006-2007 年，美国地产基金参与收购的项目，负债率通常都达到 90%以上。这是铁狮门旗下基金以及其他地产基金陷入危机的根本原因。

而这一案例的一个重要教训是，地产企业如何在与金融机构的合作中抵御诱惑，攫取主导地位、控制财务杠杆，成为其能否长期存在的关键。

一、多基金运作 分成模式享高收益

作为一家非上市地产企业，铁狮门公司（铁狮门 Speyer Properties，以下简称铁狮门）奉行纵向一体化模式，经过百多年的发展形成了包括物业开发、设计、建筑、物业管理、投资管理、租务、税务和风险管理能力于一体的综合化地产企业（图 1）。其最核心的除了物业开发和管理能力外，就是金融能力。

1997 年，铁狮门将它的金融能力进一步制度化，发起设立了第一只私募基金，此后共发起 14 只私募基金，另有 1 只在澳大利亚上市的 REITs，私募基金累计直接股权融资额 90 亿美元，吸引了 150 位长期投资人。迄今，在集团分布于全球的 830 位全职员工中，40%从事金融财务工作，60%从事物业的开发管理工作。

在地产基金的支持下，铁狮门自上世纪 90 年代以来快速发展。1997 年，其联合旅行者集团以 2.2 亿美元买下克莱斯勒中心，并共同成立一只 8 亿美元的基金（后又对外募集资金 7.5 亿美元），由其负责运营，1999 年该基金买下高露洁总部大厦；2000 年，又联合德国投资机构买下 1958 年由铁狮门建筑公司（铁狮门前身）设计的第五大道 666 号；2004 年，与纽约雇员养老基金和教师养老基金共同成立地产基金，以 1.75 亿美元收购了纽约时报大厦，2005 年该基金以 17.2 亿美元买下大都会人寿大厦（原泛美大厦）；2008 年，其旗下另一基金投资 3.16 亿美元在长岛兴建写字楼，计划通过市政府的迁移把长岛变为为纽约的第二个曼哈顿区，该基金的投资人除一家生产运动品的家族企业外，还包括市政养老基金等（表 1）。

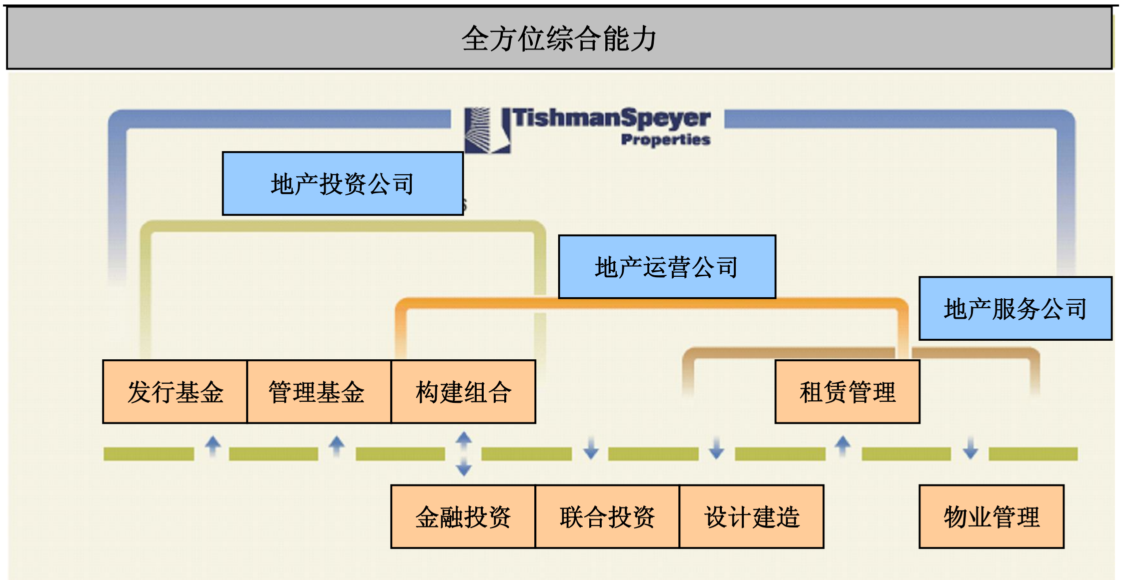


图 1：铁狮门的综合能力与一体化运营模式

表 1：铁狮门旗下运营基金

	成立时间	股权资本额（亿美元）	投资区域	投资类型	运营策略
FUND I	1997 年 10 月	8.5	全球	写字楼	增值
FUND III	1999 年 3 月	2	全球	写字楼	增值
FUND IV	2000 年 5 月	3.5	全球	写字楼	增值
US FUND V	2001 年 11 月	3	美国	写字楼	增值
International FUND V	2001 年 11 月	3	全球	写字楼	增值
ESOF	2003 年 8 月	EUR 6.02	欧洲	写字楼	收购
FUND VI	2004 年 12 月	11	美国	写字楼\商业	开发和再开发
India FUND	2007 年 2 月	INR 157	印度	城市综合体	机会性投资
TSEV	2007 年 5 月	EUR 10	欧洲	写字楼\住宅\综合	增值
Brazil FUND	2007 年 10 月	6	巴西	写字楼\住宅\综合	机会性投资
TSOF	2004 年 12 月	AUD 5.265	美国	写字楼	上市基金

基金模式不仅加速了铁狮门的扩张，也为它贡献了丰厚的收益。其总裁曾坦言，通过合资基金模式，他以不到 5%的资本投入，分享了项目 40%以上的收益。我们以其旗下上市基金、澳大利亚交易所上市 REITS 铁狮门 Speyer Office Fund（TSOF）的管理合约为例，分析铁狮门的收益分成模式。

TSOF 于 2004 年 12 月在澳大利亚交易所上市，募集资金 4.05 亿美元。上市之初，TSOF 通过发起另一只私募基金铁狮门 Speyer Properties（TSP），间接收购新加坡国家投资公司旗下 Prime Plus 基金在美国持有的 12 处物业 45.9%的股权（当时总估值约 18.87 亿美元，总收购价 18.52 亿美元），后又借助 TSP 参与收购了另外 6 处物业（根据协议，TSOF 有权利在 TSP 新收购的位于美国核心地区的物业资产中占有至少 25%权益，但如果 TSOF 连续拒绝两次 TSP 提供的投资机会，或在 24 个月内拒绝了 3 次投资机会（无论连续与否），或 TSOF 的控制权改变，则上述参与投资协议终止）。

而作为 TSOF 的管理者，TSP 和旗下管理公司 TS Manager 每年将提取相当于 TSOF 总资产 0.5%的基础管理费；在所有运营成本、开发和再开发成本实报实销的基础上，TSP 还将提取相当于年收入 2.5-4.0%的物业管理费，并在改善性投资中提取相当于施工成本 2.0-4.0%的监理费，在新开发项目投资中提取相当于施工成本 3.5%的开发管理费，在收购事件中提取相当于收购总价 1%的收购管理费，在资产出售事件中提取不超过转让总价 1%的资产转让费，租户支付的租金保证金也由 TSP 代管。上述由 TSP 和 TSP Manager 提取的运营费收益约占到 TSOF 基金年净收入的 13-14%。

而这些还只是铁狮门日常的管理费收入，它还参与基金超额收益的分享，即业绩提成。根据协议，自成立之日起，TSOF 每 5 年进行 1 次业绩分享（第一次是在 2009 年 12 月 1 日），只要 5 年的年均总回报率（包括租金收益和资产升值收益）超过 10.5%，超过部分 TS Manager 将提成 30%。

鉴于 2007 年高峰时铁狮门旗下许多物业在不到三年的时间里已升值了两倍，以此计算其分成收入确实能达到 30-40%水平。以不到 5%的资本投入（通常只有 1%）分享 30-40%的收益，铁狮门管理团队享受着令人侧目的收益分成。

二、多个产业基金陷入债务危机凸现模式缺陷

但是铁狮门的高收益模式并非无忧。2008 年在中国以底价 67.5 亿元高调拿下上海新江湾项目土地后，2009 年铁狮门开始为这一项目寻找转手机会，25 亿美元（约合 170 亿元人民币）的总投资让身处金融危机下的铁狮门退缩了，它决定收缩海外项目，退守美国本土。而在美国本土，其与金融投资人合作的地产基金也遭遇重创——在金融投资人的支持下，地产基金虽然突破了管理团队的资本约束，但在流动性泛滥的市场环境中也更容易推升泡沫。

在美国，次贷危机前的地产牛市中，几乎所有金融机构都参与到商业地产投资中，从投资银行，到对冲基金、私募股权投资基金、商业银行，都在为商业地产市场注入流动性。举个例子，2007 年 7 月铁狮门与大都会人寿关于“口红大厦”的交易就涉及了多家金融机构：首先大厦原来的所有者是铁狮门和 Prudential 保险公司的地产投资部门，而买家除了大都会人寿旗下的地产投资公司外，还有以色列的金融投资人，原来的融资计划是大都会人寿和以色列投资人合计出 10%的股权资金，其余 90%都来自美联银行贷款，但次贷危机的爆发使美联银行减少了贷款额，最终大都会人寿和它的合伙人自筹了 6000 万美元的资本金，高盛投资 6000 万美元，加拿大皇家银行贷款 2.1 亿美元，总收购价 6.485 亿美元——即使在次贷危机初期，商业地产市场的流动性依然充裕，以此收购价计算，该物业第一年的租金收益率只有 3.6%，无法覆盖融资成本，投资人完全是基于升值预期的考量。

在充沛的流动性下，2004-2007 年，曼哈顿地区写字楼的平均售价从 300 美元/平方英尺升至 834 美元/平方英尺，3 年时间涨了 178%，年均涨幅超过 40%；不过，进入 2009 年后，曼哈顿地区写字楼的平均售价已跌去了 1/3 以上，随着泡沫的破灭，许多地产基金面临严峻的债务危机，地产公司和金融投资人都面临不同程度的损失，双赢的结合变为双输的结局。

2．1 与雷曼的双输合作

2007 年 5 月，铁狮门联合雷曼公司成立地产基金，以 135 亿美元现金及 87 亿美元承债，总价 222 亿美元收购美国第二大公寓类 REITs 公司 Archstone，并将其私有化。2007 年 10 月交易正式完成，这是仅次于黑石以 390 亿美元私有化 EOP 的第二大 REITs 私有化交易，除了雷曼，美洲银行的风险投资部门、巴克莱资本也都参与其中。

在这宗交易中，铁狮门和雷曼各投入 2.5 亿美元股本金，雷曼又安排了 46 亿美元的过桥资本金和上百亿美元的贷款。交易完成后，铁狮门占有 1%股权，并通过管理费提取每年经营收益的 13%和参与超额收益的分享。而雷曼则期望通过证券化转让抵押贷款、获取价差收益，并通过股权投资和保留的部分高息贷款获取投资收益。

表面看，这是一场双赢的合作，但过高的收购价格和收购杠杆却埋下了隐患。到 2008 年 9 月雷曼破产前夕，交易中收购的 359 处公寓大楼、88000 套公寓已贬值了 25%，进入 2009 年，这些物业的贬值幅度进一步扩大，尽管在交易完成后不久，铁狮门就以 14 亿美元的价格出售了其中 16 处物业，此后又陆续出售了 13 处物业，但回流的现金仍不足以维持运营和偿付利息。到 2009 年中期，双方合资的地产基金被迫进行债务重组，贷款银行又注入了 5 亿美元作为流动资金，以便给其留出更多时间来出售物业和降低负债，不过从目前市场环境看，5 亿美元的追加投入远远不够，Archstone 已成为一个烫手的热山芋。

讽刺的是，在 2007 年 5 月这笔交易刚公布的时候，很多分析师还在置疑 Archstone 的售价太低，认为这一价格只包含了现有物业的价值，而没包含在建物业的价值和 Archstone 管理能力的溢价，甚至有消息称出售方的管理团队可能因为某种私人利益而推动项目完成，但事实证明，这笔交易不是太“便宜”了，而是太“贵”了，目前物业价格已跌去了近 50%。

2．2 与 Blackrock 合作的地产基金

除与雷曼合作收购 Archstone 外，2006 年铁狮门还与其长期投资人 Blackrock 一起完（Stuyvesant Town and Peter Cooper Village），涉及纽约城东河区 110 座建筑的 11232 套公寓，收购完成后，铁狮门成为公寓出租领域的主导公司（此前该公司一直以商业地产运营为主）。

54 亿美元的收购总价中，铁狮门和 Blackrock 每家只出 1.25 亿美元，其余均来自美林证券和美联银行的贷款。此外，铁狮门和 Blackrock 还成立了四个总额 8.9 亿美元的基金，用以拨备收购完成后重新装修、偿付利息和日常运营的支出，美国加州养老基金等金融机构又成为这些基金的投资人。而在偿还了过桥贷款后，63 亿美元的总投入中，铁狮门、Blackrock 和其他投资人总计投入股权资本 19 亿美元（铁狮门的投入减少为 5600 万美元），另有 30 亿美元的优先级抵押贷款和 CMBS（商业抵押贷款证券），以及由土地所有方 SLG 提供的 14 亿美元的次级抵押贷款——这笔庞大的交易惊动了众多金融机构，并成为铁狮门的又一标志性建筑群。

但是，2009 年 9 月时这笔交易也出现了问题。由于收购价过高，即使以高峰期的租金水平计算，租金回报也仅相当于利息和运营支出的 2/3，在金融危机背景下，失业率的上升和出租率的下降更导致租金收入较高峰期下降了 25%，当前的租金收入仅能覆盖债务和利息支出的一半。铁狮门和 Blackrock 原来寄希望于通过重新规划社区和解除政府租金管制来提高收益水平（根据政府的免税协议，在 11227 套公寓中有 6875 套享受免税待遇，并受到租金管制），但租金的提升招致了租户的联名诉讼，并引起了市政当局的关注，一旦败诉，铁狮门不仅不能提高租金，还要返还 2 亿美元的租金。

漫长的诉讼过程中，铁狮门和 Blackrock 的合资基金只能靠消耗资本金来维持社区运营，但是根据分析师的测算，8.9 亿美元的运营基金将在 2009 年年底用完，届时 44 亿美元贷款将出现违约，债务重组势在必行。但问题是当前上述公寓的市场价值仅为 21.3 亿美元，还不到贷款额的 50%，仅相当于收购总价的 40%，因此，无论债务重组能否成功，股权和债权投资人都将面临巨额损失。

其实，此前铁狮门发起的另一个有限合伙型地产基金已经贷款违约，该基金以 28 亿美元收购了 Carr America 在华盛顿地区的 28 处写字楼。另有多家基金面临财务困境。

2．3 TSOF 的债务危机

除了私募基金，铁狮门旗下唯一一家公募基金 TSOF 也面临债务危机。2008 年 7 月 1 日-2009 年 6 月 30 日的财年中，TSOF 巨亏 6.3 亿澳元，旗下 18 处物业在重新评估后总价值较 2008 年 6 月底下降 33.5%，至 12.5 亿澳元，净资产值则较上年同期下降 79%至 1.9 亿澳元，物业价值的下降导致 TSOF 的负债率上升至 75.4%，突破了贷款协议规定的负债率上限（65%）、利息覆盖率下限（1.2 倍）和最低净资产值下限（7.47 亿澳元），触发了立即清偿条件，面临破产风险，股价从最高时的 3.1 澳元跌至 0.05 澳元（图 2）。

图 2：TSOF 的股价表现

为了维持经营，铁狮门与债权人展开了艰难的债务重组谈判，希望得到 51%债权人的同意。但经过几个月的努力，目前支持率仅为 47%，如果不能在年底前达成协议，TSOF 很可能被私人股权投资基金 Madison 以 0.3 澳元/股敌意收购。即使能够达成重组协议，基金未来的收益空间也十分有限，因为债权人要求公司通过项目层面抵押融资或资产出售方式再产生至少 5500 万美元现金，并在偿清债务前不得进行新的收购活动，此外，除了必要的为保持 REITS 地位所进行的分红外不再分红，而铁狮门及其关联公司也不再提取基金管理的业绩分成，贷款利率则从现在的 LIBOR+200 基点上升至 LIBOR+600 基点（负债率小于 50%时降至 LIBOR+400 基点）。

总之，无论重组是否成功，TSOF 都不可能再有发展。其失败也给铁狮门的 REITS 之路蒙上了不光彩的阴影。

2．4 小结：雷曼损失了金钱 铁狮门损失了声誉

地产基金纷纷“落马”给合作的双方——地产企业与金融机构都带来了沉重的打击。

一方面，地产基金的债务危机给参与投资的金融机构带来了致命打击。以雷曼为例，在与铁狮门合作的 Archstone 收购案中，它的股权投资全部损失，贷款部分在 2008 年 9 月已贬值 25%，迄今这些贷款的贬值幅度更大。而这只是雷曼众多商业地产投资的一部分，实际上，雷曼素以在商业地产领域的激进著称，在繁荣期，它甚至被一家地产投资经纪公司称为“地产企业的 ATM（自动提款机）”。

2007 年 5 月，雷曼与 Monday Properties 合作以 13 亿美元买下阿灵顿地区的 10 座写字楼，到 2008 年 9 月，这些物业贬值 12%，雷曼卖掉了债权部分。2008 年 6 月，它与 Thomas Partners、加州教师养老基金合作以 11.5 亿美元从黑石手中买下 EOP 在德州奥斯汀地区的 10 座写字楼，而到 2008 年 7 月底时，雷曼仍有 10 亿美元的头寸暴露在这笔交易中；7 月，雷曼与上市物流公司 Porlogis 合作，从 Dermody Properties 和加州教师养老基金那里以 18.5

亿美元买下了一个全国性的仓库物业组合，雷曼支持了全部的债务融资和80%的股权资本，但是交易完成后，他发现很难把这一物业组合的抵押贷款和其他抵押贷款一起打包卖给投资人，股权投资部分更不可能卖出去，随着次贷危机对零售业的冲击加大，到2008年9月，上述仓储物业组合已经贬值了15%，如果雷曼没有破产，以今天价格计算的贬值幅度更大。

截至2008年二季度末，雷曼手中的商业地产组合高达398亿美元，其中57%位于美国，26%位于欧洲，17%位于亚洲，58%是债权，26%是股权，16%是证券。正是上述风险资产最终将雷曼推向了破产。

在铁狮门与雷曼的合作中，雷曼损失了钱，并由于多项交易的资产贬值而导致了最终的破产结局；而铁狮门虽然通过多层次的投资主体设计将财务损失控制在资本投入范围内，但声誉的损失对公司长期发展的潜在影响却是难以估量的。

从TSOF的股权结构设计中不难看出，铁狮门也并非没有意识到高杠杆收购的风险，作为有限合伙型基金（LLP）的一般合伙人，理论上讲，铁狮门虽然只投入了1%的资本，却要承担无限的责任。为了将旗下基金的风险暴露控制在资本投入范围内，铁狮门设计了多层次的权益结构：铁狮门是上市REITS TSOF的管理者，TSOF全资持有US REIT，US REIT又伙同其旗下另一地产基金共同成立有限合伙企业Empire Hawkeye（US REIT是有限合伙人），然后Empire Hawkeye再通过控股新加坡基金Prime Plus间接持有在美国本土的12处物业（图3）。

上述复杂的权益结构设计，虽然在一定程度上降低了铁狮门在地产基金债务危机中的财务损失，但潜在的声誉损失却难以度量——铁狮门之所以能够以1%的资本投入分享30-40%的收益，稳定的业绩表现和良好的口碑是重要因素。但2008年以来，铁狮门旗下多个基金出现严重亏损，甚至陷入债务危机，这在很大程度上损害了公司在商业地产界的声誉，增加了公司未来融资的难度。

2008年3月，铁狮门参与了纽约西区地铁上盖项目哈德逊广场的投标，该项目被称为曼哈顿区最后一块上规模的空地（26英亩），它吸引了包括其在内的纽约地区5大商业地产商参与投标。对于素以善于开发和运营大项目闻名的铁狮门来说，这是一次难得的提升品牌和积累经验的机遇。最终，铁狮门凭借它在洛克菲勒中心和克莱斯勒中心的成功运作，以10亿美元的总租金报价夺标，在公布投标结果时，纽约市交通局和纽约市长布伦伯格都对铁狮门寄予厚望。

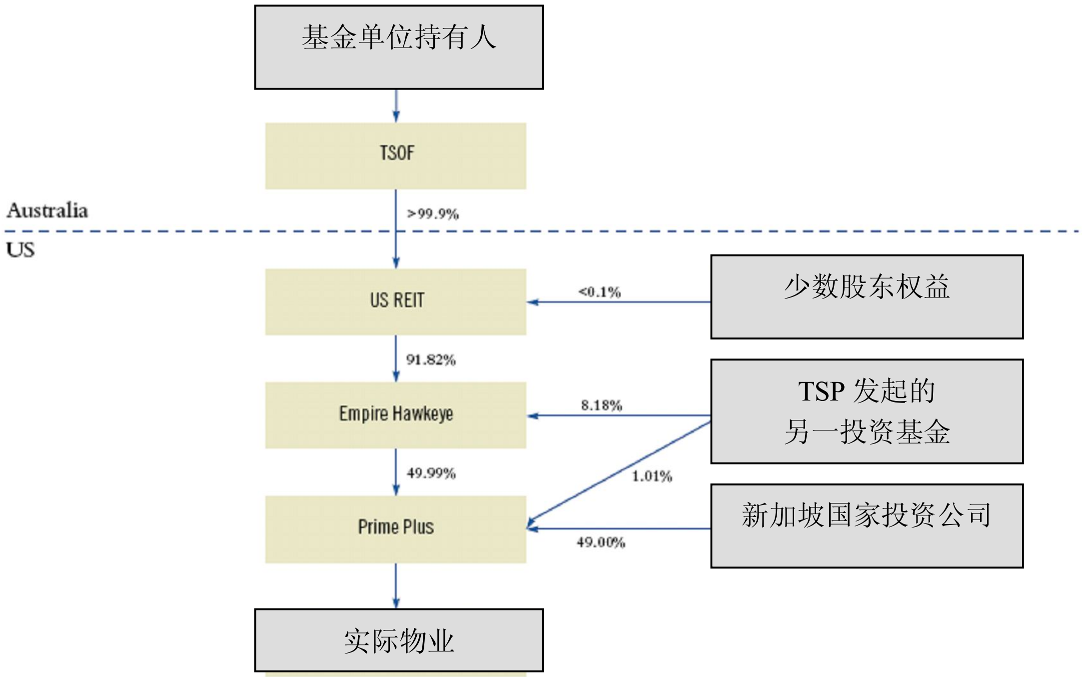


图 3：TSOF 复杂的所有权结构

不过中标后的铁狮门并不兴奋，因为要完成这一项目，除了需要丰富的地产开发运营经验外，更需要庞大的金融资本支持。西区地铁项目的总投资额高达 150 亿美元，仅站台一项投资就达 20 亿美元，而且在完成站台建设前开发商无法修建任何商业项目，这也就意味着该项目的投资回收期很长。不幸的是，在招标开始后不久，铁狮门就失去其金融投资人和最大租户摩根士丹利（此前摩根士丹利曾计划在该地区定制一个 300 万平方英尺的金融综合体作为自己的新总部，并为整个 26 英亩项目提供融资支持，但次贷危机的爆发让摩根士丹利最终选择了退出），此后，铁狮门虽然多方努力，也没能找到新的主力租户和金融投资人。

但西区地铁项目实在是一个难得的机遇，所以铁狮门仍坚持投标，寄希望于中标后通过和政府谈判来修改基础开发条件，包括将交易暂时冻结起来直至市政府完成地铁西区线路的重新铺设——这将为铁狮门争取 18 个月的时间，而交通局将损失 18 个月的租金（按原计划，在公布中标名单后，中标公司需先交付 2000 万美元的定金，然后在细节谈判结束后，再交付 1 亿美元的首付款，在 18 个月的工程筹备期内，中标公司也需分两次支付总额约 4000 万美元的租金）。且如果 18 个月后经济形势依然没有复苏迹象，铁狮门可以选择放弃该项目，而官方则要被迫回到原点重新招标，接受更低的招标价格。这一提案被交通局称为“将该交易在仓库里免费贮存 18 个月”，这是财政赤字背景下的交通局所不能接受的。

尽管纽约市长布伦伯格为了能够尽快启动西区地铁项目进行了积极斡旋，但最终谈判还是破裂了，交通局于是启动与其他四家投标公司的对话，不到两周时间就与 Related Company 达成协议。几个月前，Related 也失去了它的主力租户——新闻集团（News Corporation），但在金融合伙人高盛的支持下，Related 显得更加“财大气粗”，它接受了铁狮门报出的 99 年 10.54 亿美元总租金的投标价和其他协议条款，而交通局也做出了让步，允许 Related 在经济不景气、招商不理想的情况下，可以最多延迟 2 年支付交通局租金，但必须支付相应罚金，并保证项目运营。对于能够把握第二次机会拿下西区地铁上盖这样的地标性项目，Related 公司总裁 Ross 显得格外兴奋，在交通局宣布与铁狮门谈判破裂后的第 10 天就与政府达成了协议。

“你并不经常有第二次机会来把握一个一生中的梦想。”

（“It’s not often than you get a second chance at a dream of lifetime.”）

——Related Company 的 CEO Stephen M. Ross

但对铁狮门来说，这显然不是一个好结局，不仅被迫放弃了到手的机会，还把这个值得炫耀的标志性项目拱手让给了竞争对手。

今天，尽管铁狮门总裁罗伯*斯派亚（Rob Speyer）仍坚称公司为投资人创造的累计回报率仍维持在 20%以上，并称他的公司在 2007 年的高峰期也并非单纯的高价“买单者”，他们也卖出了价值 100 亿美元的物业。但随着铁狮门旗下更多基金陷入财务危机，它“白璧无瑕”的口碑开始受到置疑，融资能力在弱化，竞争优势在缩小——如果说地产基金的合作中，雷曼损失了钱，那么铁狮门则损失了声誉。

三、双输的原因：从经营杠杆到财务杠杆

铁狮门拥有百余年地产开发和运营经验，而雷曼则拥有百余年的金融运作经验，为什么最优秀地产公司与最优秀金融机构的合作从双赢变为了双输？

在流动性泛滥的市场环境中，地产与金融的合作常常会背离原来的初衷。地产基金本质上是放大经营能力的杠杆，解除管理者的资本约束；但金融投资人，尤其是对冲基金、投资银行等金融投资人，他们不仅希望分享经营杠杆的收益，更希望分享财务杠杆撬动的资产升值收益。

由于牛市中的财务杠杆收益远远大于经营杠杆收益，因此地产与金融的结合常常会“变味”，金融投资人成为合作的主导，他们利用地产管理团队来获取资产和管理资产，目的是赚取财务杠杆撬动的资产升值收益，结果，在流动性泛滥的 2006-2007 年，美国地产基金参与收购的项目，负债率通常都达到 90%以上——商业银行和投资银行为地产基金的杠杆收购提供过桥贷款，然后再通过证券化等手段（CMBS）将巨额贷款分销给对冲基金、两房（原房利美、房地美集团）等机构，从而为市场注入源源不断的流动性。

而地产管理团队在金融投资人的带动下也自愿或非自愿的变得更加激进起来，他们不仅分享到了更多的经营杠杆收益，也开始参与财务杠杆收益的分享——作为普通合伙人（GP），地产管理团队一般只投入 1-2%的自有资金，但除了正常的管理费用补偿外，还从超额收益中提成 30%，在牛市中这意味着一个十几倍、甚至几十倍的杠杆收益（根据铁狮门的基金管理协议，当基金年化总收益率（租金收益+资产升值收益）超过 10.5%时，超过部分管理团队提成 30%。牛市时，即使不考虑租金收益，仅以资产升值收益计算的业绩提成都是相当可观的：从 2004-2007 年，美国曼哈顿地区写字楼的平均价格上涨了 178%，而三年的门槛收益率仅为 34.92%（=（1+10.5%）^{3}-1），超额收益部分相当于总资产的 143%，铁狮门的分成部分相当于总资产的 43%，以铁狮门 1%的资本投入计算，那意味着三年赚取了 40 倍的收益）。

不过财务杠杆的收益是虚幻的，随着资产泡沫的破灭，铁狮门基金提供给投资人的收益率从最高时的 40%以上降至 20%水平，未来随着更多项目的贷款违约，实际收益率可能降至更低，而铁狮门自己的收益率也在降低。实际上，美国 REITS 公司的长期收益率就在 10-12%水平，铁狮门管理团队更丰富的经验将收益率提高到 20%左右（在泡沫前，1978-2004 年，铁狮门的非基金收益率为 22.7%，1997-2004 年，铁狮门的基金收益率为 18.4%）——这个收益已经相当不错，而这个收益就是经营杠杆所能撬动的最大收益，超过的部分都是财务杠杆所创造的投机性收益。

理性的管理团队只分享管理能力控制范围内的经营杠杆收益，而摈弃过度财务杠杆所创

造的超额收益，只有这样才能保持管理品牌的长期可持续性。但牛市中资本升值的光环掩盖了经营收益的光环，金融投资人成为基金决策主导，如何在与金融机构的合作中抵御诱惑，攫取主导地位、控制财务杠杆，这成为地产基金能否长期存在的关键。

背景资料：

铁狮门 Speyer Properties（铁狮门地产公司）的历史可以追溯到 18 世纪，成立之初以地产开发为主，1976 年由于家族内部的利益冲突，从一家上市公司分拆为 3 家私人公司，包括一家专业建筑公司、一家出租管理公司和一家集开发、投资、运营于一体的综合性商业地产公司——铁狮门 Speyer Properties，即我们常说的铁狮门公司。今天的铁狮门仍是一家非上市家族企业，但它已发展为美国最大的商业地产公司之一，自 1978 年以来铁狮门收购、开发、管理的物业总值达到 542 亿美元，目前在全球各大都市管理着 325 个项目、总面积 1.16 亿平方英尺的商业物业组合以及 9200 万平方英尺的住宅单元，旗下标志性建筑包括纽约的洛克菲勒中心、克莱斯勒中心、芝加哥富兰克林中心、柏林的索尼中心，以及大都会保险大厦、赫斯特大厦、巴西的圣保罗北方大厦、里约热内卢温图拉双塔、彼得库柏社区等。

早在 1988 年，铁狮门就在花旗的资助下在德国建造当时欧洲最高的标志性建筑，1996 年又与巴西养老基金合作开发当地标志性建筑，1996 年当高盛决定买下洛克菲勒中心时，在多方协同和征询洛克菲勒家族意见后，铁狮门被选定为运营商并持有 5%权益。

REITS 背景下的地产基金启示录

REITS 的酝酿推出给商业地产的私募基金市场带来了机会。我国的 REITS 将仿效香港采用外部管理模式，监管层也明确提出 REITS 市场开放初期将仅局限于成熟物业，这也就意味着商业物业的孵化工作需要更多私人资本的投入。在日本和新加坡，REITS 的发展过程中私募地产基金也确实发挥了重要作用。实际上，REITS 的推出为私募地产基金提供了良好的退出渠道，而 REITS 市场对成熟物除了分析失业的大量需求又需要私募地产基金的大量供给。

私募地产基金的诞生帮助管理团队解除了资本约束，使商业物业开发和管理这类特殊的知识资本能够与更长期化的金融资本相结合，在更大的资产平台上充分发挥管理能力的经营杠杆。新加坡的嘉德置地和美国的 Tishman 等公司都借助私募和公募地产基金实现了规模化扩张，在繁荣期，Tishman 以 1%的资本投入获取了 30%以上的收益分成，高收益吸引着国内众多地产企业和地产管理团队效仿。

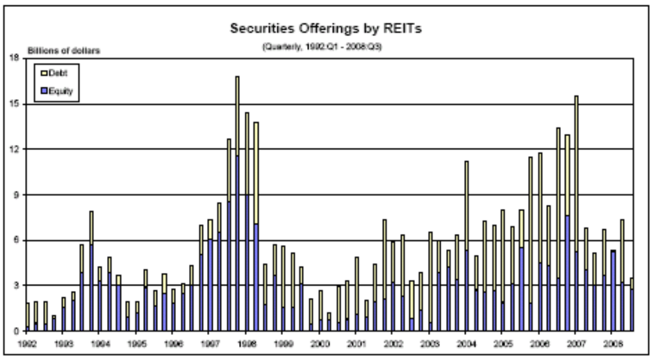
不过私募地产基金也同样蕴藏着。然而商业地产的收益释放是个长期过程，任何短期的暴利都是泡沫的，只有长期生存才能分享长期收益。所以理性的管理团队应主动分离经营杠杆收益与财务杠杆收益，筛选投资人，实现基金品牌的可持续发展。

一、 REITS 的推出要求私募地产基金市场的跟进

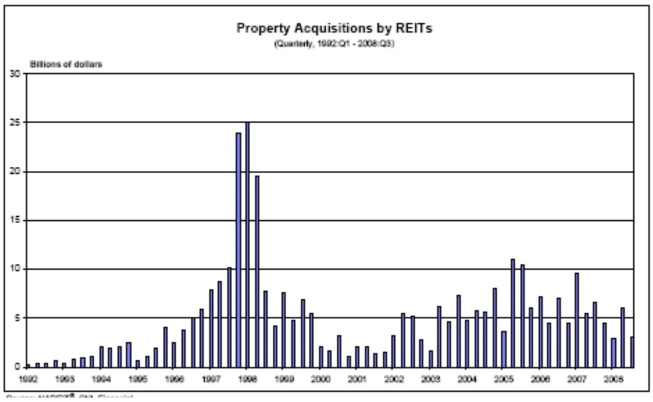
房地产信托基金（REITS）起源于上世纪 70 年代的美国，后在澳大利亚、荷兰等国得到广泛推广，近年来在亚洲取得了快速发展，日本在 2001 年推出了 REITs，并迅速成为亚洲最大最成熟的市场，2002 年新加坡推出第一只 REITs，2005 年，中国香港和中国台湾也推出 REITs……2009 年内地 REITS 在积极筹备中。REITS 的推出是商业地产公司的一大机遇，但 REITS 的背后，更大的市场来自于私募地产基金市场的发展。

REITs 的管理模式分为外部管理模式和内部管理模式两种。在内部管理模式下，REITS 通常以公司形式而非信托形式设立，并实现发起公司的整体上市，这种模式在美国较为普遍。而亚洲国家往往采用外部管理模式，即 REITS 上市后以信托形式由专业的 REITs 管理机构负责运营，以保证更为专业和独立的管理服务。我国的监管机构已明确表示内地在交易所上市的 REITS 将仿照香港模式，这就意味着内地的 REITS 将采用外部管理模式。

内外部管理模式除了公司治理上的差异外，还有一个很重要的区别：在内部管理模式下，商业地产公司通常是整体上市的，即，除了资产管理部门外，孵化新项目的开发和再开发部门也包含在上市主体内，如美国的 REITS 公司一般都有一个庞大的“Pipe line”，里面是土地储备、开发中和再开发中的物业项目，也因此美国 REITS 的融资更为频繁，发展初期几乎每年都进行数次股权融资，2009 年上半年，在金融危机背景下，美国的 REITS 公司仍在资本市场融资 189 亿美元，其中 157 亿美元是股票或优先股增发融资，26 亿美元是债权融资，仅有 7 亿美元是首发融资。在高峰期 2006 年，REITS 在资本市场的总融资额达到 490 亿美元，其中股票和优先股的增发融资 200 亿元，债权融资 268 亿元，首发融资仅 23 亿元。



图（1）美国每季度房地产投资基金的外部融资总额



图（2）美国每季度房地产投资基金的收购资产总额

但在外部管理模式下，上市部分以成熟物业为主，由专业的物业管理公司负责运营，而物业的开发孵化工作则置于上市主体之外，即，上市只是提供了一个退出渠道，开发和孵化资金仍主要依赖于非公开市场，这就为私募地产基金的发展创造了环境。

与住宅开发不同，商业物业的开发周期更长，除了建设周期长外，从初始招商到形成稳定租金和 80%以上的出租率，至少需要 3-5 年时间，这就是通常所说的，商业地产需要“养”，而这个“养”的过程仅靠地产公司自有资金是难以满足 REITS 市场庞大需求的。于是，在整个亚洲市场，REITS 的推出推动了私募地产基金的发展。实际上，除了香港有少数以恒基等大型地产公司支持的 REITS 外，在日本和新加坡，私募地产基金都在 REITS 的发展中起到了重要作用。

近几年在国内快速崛起的凯德置地的母公司嘉德置地就是亚洲 REITS 模式下私募+公募基金的典型代表。嘉德置地本身是一家新加坡上市地产公司，旗下除了 5 家上市 REITS 外，还有 17 家私募地产基金，它借助私募基金通道开发新项目或收购待改善项目，待项目成熟后再转售给上市 REITS，实现私募基金的退出。平均来看，嘉德在旗下上市地产基金中占有 30%的股东权益，在非上市基金中持有 50%权益，借助外部资本，嘉德以 500 亿资本金管理着 2200 多亿总资产，并享受着每年 20 多亿的管理费收入，集团层面过去 5 年平均的总资产回报率为 9%，净资产回报率为 15%。

在中国内地，监管机构已明确表示 REITS 试点将限定在国有成熟商业物业上，未来即使放开所有权性质的限制，对成熟物业的限定也在短期内难有松动，这就意味着，随着 REITS 市场的发展，更大的机会可能来自于私募地产基金的崛起。

二、 私募地产基金的价值创造

2．1 地产基金的繁荣

私募地产基金并非亚洲特色，它最早崛起于美国市场，并伴随上世纪 90 年代以来替代投资的兴起和 90 年代中期以来的地产繁荣蓬勃发展。近年来，私募地产基金的投资人也更加多样化，除了保险公司、养老基金等长期投资人外，投资银行、对冲基金也参与其中，2007 年黑石将美国最大写字楼 REITS EOP 私有化后，私募地产基金更达到了顶峰，几乎每个大型商业地产交易的背后都有它们的身影。

如在 2008 年纽约西区地铁上盖项目的投标中，5 家入围公司的背后都有金融资本的身影，结果 Tishman 中标，而它的金融合伙人是摩根士丹利，在摩根士丹利由于次贷危机退出后，Tishman 也最终放弃了该项目，接手该项目的是在次贷危机中受冲击较小的高盛与另一商业地产巨头 Related 组建的有限合伙企业。此外，继黑石私有化美国最大写字楼 REITS EOP 公司后，由 Tishman 和雷曼发起、联合了美洲银行风险投资部、巴克莱资本等几家金融投资人的地产基金将美国第二大公寓 REITS Archstone 私有化收购。此前，Tishman 还曾联合高盛收购了洛克菲勒中心，联合旅行者集团（今天花旗集团的重要组成部分）收购了克莱斯勒中心……总之，地产公司与金融投资人组建的私募地产基金已成为商业地产市场的交易主体。

除了私人公司外，一些上市的 REITS 公司也开始成立私募地产基金，如美国零售物业上市 REITS Kimco 就与 14 家机构投资人分别组建基金，合作收购了 350 处物业，而另一零售地产 REITS Regency Centers 则成立了 19 家合资基金，累计募集资金 90 亿美元。

总之，在商业地产领域，随着 REITS 的发展，私募地产基金也在蓬勃兴起，与 REITS 共同构成市场主流。

2．2 地产基金存在的意义与价值创造

私募地产基金为什么能够蓬勃发展？除了有外部管理模式下 REITS 的孵化需求外，它的另一个重要意义在于解除管理团队的资本约束。一方面，商业地产的主要收益来自于出租或持续运营，对管理能力的要求很高，另一方面，商业地产的慢周转特性又决定了它对资本的高度依赖，受制于资金约束，优秀管理团队的能力往往得不到充分发挥，仅局限于少数物业。而地产基金的成立则打破了管理团队的资本约束，使管理能力在更大的资产平台上发挥，通过经营能力的杠杆创造增值收益。

从某种意义上讲，地产基金的管理团队和风险投资基金、证券投资基金的管理团队一样，是一类特殊的知识资本，这类知识资本的特性是有更高的经营杠杆，能够撬动更大规模的资本，但也面临更高的短期波动风险，当这种知识资本在公开市场上无法得到充分认同时，就会诞生以机构投资人为主导的私募市场，通过承受短期风险来换取长期收益。在这个过程中，知识资本与金融资本的结合就创造了溢价收益。

也因此，地产基金的诞生和发展是有现实意义和价值支撑的，但就像其他的替代投资基金（风险投资基金、对冲基金等）一样，地产基金在发展过程中也面临着风险的考验，地产+金融的模式，有着双赢的希望，但也面临着双输的威胁。

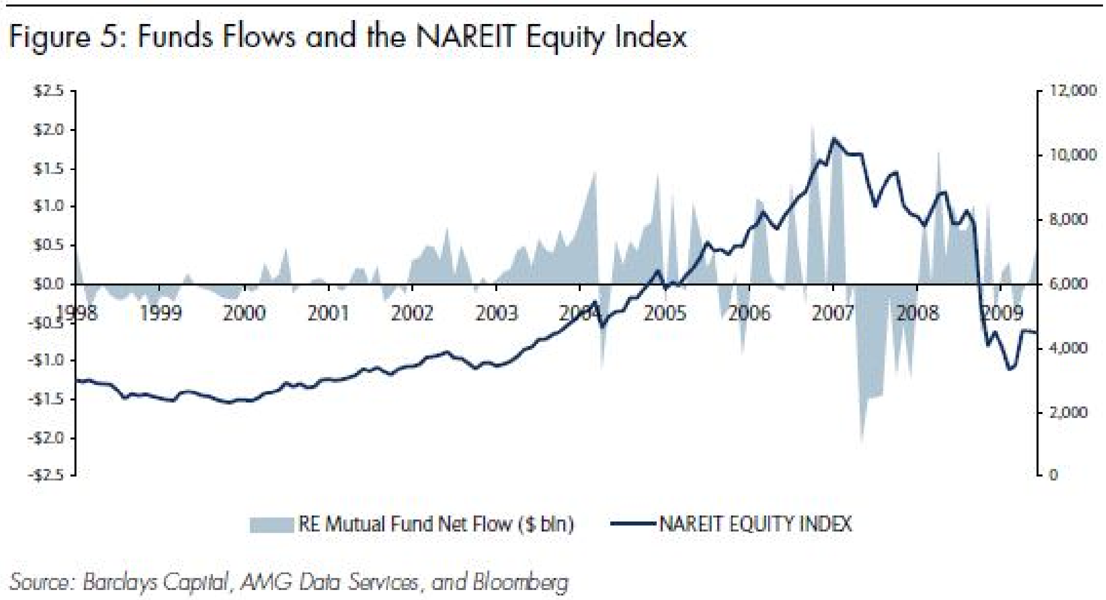
三、 私募地产基金的隐忧

在 REITS 酝酿推出的背景下，商业地产的管理智慧将在金融资本的支持下得到更充分的发挥，而私募地产基金的发展也将成为推动公募 REITS 市场壮大的重要基础——没有私募地产基金的发展，REITS 市场即使开放，也将面临优质项目供应不足的“断顿”威胁。但地产基金作为一种创新型态，它的发展并非无忧。

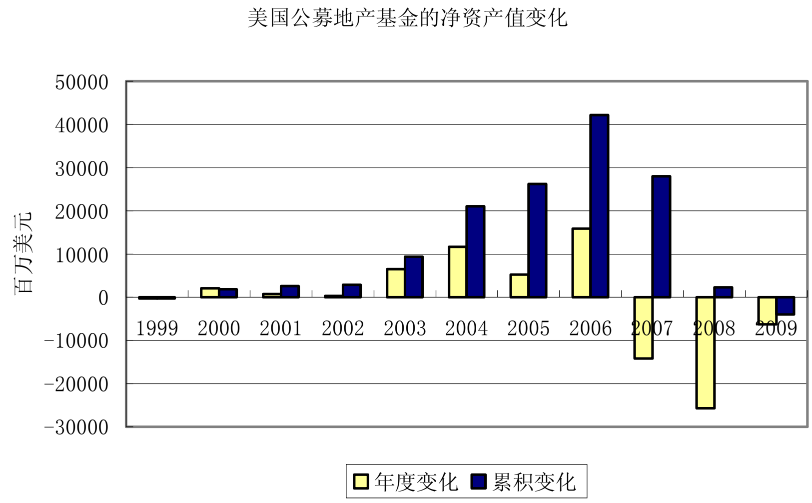
Tishman 作为一家有着百年历史的地产公司，它曾在美国 80 年代的地产泡沫中成功逃顶。在 1997 年成立了第一只地产基金后，Tishman 的成长速度更进一步提升，从众多地产公司中脱颖而出，甚至超越了许多 REITS 上市公司。但随着证券化创新工具的推出和流动性的泛滥，Tishman 开始陷入收益的幻觉，认为 40 倍的杠杆和 40%以上的投资收益是正常的、可持续的。其实不仅 Tishman，许多有着悠久历史的商业地产公司，在上一轮的地产泡沫中都产生了幻觉，他们中的许多人认为“替代投资基金（私人股权投资基金、地产基金、对冲基金等）的繁荣已经改变了商业地产市场的估值规律，黑石等公司通过将大型商业地产公司私有化后分拆出售，发现了商业地产的隐藏价值，所以每平方英尺 1000 美元以上的写字楼售价很正常”。

然而事实证明替代投资基金的出现并没有改变商业地产的估值规律，他们之所以肯付更高的收购价格，只是因为在“格林斯潘”泡沫下，他们可以借到更低成本的资金，图（3）显示在 2008 年以前大量资金持续涌入商业地产行业，在流动性推动下，地产基金的净值快速膨胀，到 2006 年高峰时地产公募基金的总资产已达到 750 亿美元，是 1999 年的 10 倍，其中 240 亿美元来自于 IPO、增发、配股等股权融资，424 亿美元来自于资产的升值。

然而随着泡沫的破灭，2007 年公募地产基金的净资产值减少了 142 亿美元，2008 年进一步下降了 257 亿美元，2009 年上半年又减少了 63 亿美元，至此，公募地产基金的净资产值已较高峰时期下降了六成（图（4）），实际上，自 1998 年以来，公募地产基金的净资产值非但没有增加，还累计减少了 40 亿美元。在私募市场上，由于杠杆率更高，所以不少基金的净值已下降为零。至于黑石对 EOP 的私有化，事后证明也并不是价值的发现，而是泡沫的利用，黑石的聪明之处就在于它以最快的速度在别人醒悟前就已将 EOP 分拆出售了。



图（3）公募地产基金的净资金流入和 NAREITS 权益类指数变化



图（4）美国公募地产基金的净资产值变化

总之，在流动性泛滥的背景下，地产基金通过为投资人大量购置资产来提升业绩，分享增值收益，然而超常的价格增长从来都是虚幻的，在楼价攀升到每平方英尺 800 美元、甚至 1000 美元以上后，它还要回归到正常的增长轨迹上来。

在我国，商业地产的泡沫威胁也很大，尽管我们的替代投资基金市场还不发达，但可以预见的是在 REITS 登陆 A 股市场之初，估值水平一定显著高于美国、香港和新加坡市场，而 REITS 的高估值会推动私募产业基金以更高的经营成本财务杠杆来开发运营，但 REITS 市场不会永远高估值，一旦遭遇波折或流动性紧缩，内地的地产基金将面临 Tishman 基金一样的债务危机。所以，中国地产基金的健康发展，必须建立在投资人和基金管理人都有一个理性的收益预期，设定严格的财务原则，并努力树立长期基金品牌的基础上。

四、 私募地产基金的激励合约设计与风险控制

——美国模式与新加坡模式的比较

如何控制私募地产基金发展过程中的泡沫化风险？我们认为根源在激励模式的设计上。实际上，尽管各国都有私募地产基金，但它们在发起与收益分享上有较大区别，如美国基金更偏好高杠杆下的高资产收益，Tishman 以 1%的资本投入分享 30-40%的资产收益就是这一模式的集中体现，而这种模式对于多数国内地产管理团队来说是一个太理想的经营模式了；但新加坡基金则不同，它更强调租金收益的分享和管理费的提成。表（1）是 Tishman 旗下 REITS TSOF 与嘉德置地旗下 REITS CRCT 的激励机制比较（虽然 REITS 与私募地产基金在发展目标和激励机制上存在差异，但在基金发展的初期阶段，更透明的 REITS 合约具有更好的参考意义，而 REITS 的合约也会影响私募基金的理念）。

由表可见，Tishman 更强调规模扩张和总收益率（包括租金收益和资产升值收益）：根据合约，Tishman 每完成一次收购，可提取相当于收购资产总价 1%的管理费，每卖出一项资产可提取不超过卖出资产价值 1%的管理费，其他的基础管理费和运营费也都与资产规模挂钩；此外，每 5 年 Tishman 可提取一次绩效提成，即，5 年总收益超过门槛收益部分的 30%——在资产连续三年以年均 40%以上的速度升值时，业绩提成就变得相当可观。

结果，在上述合约下管理团队更有动力进行激进扩张，从而为日后的债务危机埋下了种

子。不仅如此，作为私募基金最重要的退出渠道之一，REITS 激励合约中对资产收益的强调，也直接导致了它在向私募基金收购资产时，对租金收益的忽视和对资产升值潜力的重视，而这种思想在传导给私募基金后，使其陷入更高杠杆下对资产升值收益更加狂热的追求中。

与之相对，新加坡 REITS CRCT 的管理协议中关于业绩提成的约定是"每年净物业收入（经营收入-运营支出）的 4%"，而非总收益的提成，从而剔除了短期物业升值对管理团队的激励影响——实际上只有当物业升值真实表现为租金的提升时，管理团队的收入才会上升。不仅在业绩提成方面如此，在物业管理费提取方面 CRCT 也是与物业收入挂钩，而不象 TSOF 与投资成本挂钩。

上述合约规定都在一定程度上抑制了管理团队的扩张冲动，使其更关注于真实的收益增长。而 CRCT 对租金收益的强调也影响着为其输送资产的私募地产基金的发展理念——既然作为退出渠道的 REITS 只根据租金回报来选择收购对象并给出估值，那么为其输送资产的私募地产基金也必然把重心放在孵化过程中租金回报的提升上，从而减少了整个资产链上的泡沫化程度。

表（1）CRCT 与 TSOF 的激励机制比较

	CRCT	TSOF
基础管理费	信托资产总值的 0.25%	信托资产总值的 0.50%
投资管理费	非地产投资资产的 0.5%	
物业管理费	毛收入的 2%+净物业收入的 2%+出租合同项下净物业收入的 0.5%	年收入的 2.5~4.0%+改善性投资施工成本的 2.0~4.0%+新开发项目施工成本的 3.5%
收购管理费	收购总价的 1%（收购物业价值>2 亿新元时，提取 1.5%）	收购总价的 1%
资产转让费	转让资产价值的 0.5%	不超过转让资产价值的 1%
业绩提成	每年净物业收入的 4%	5 年年均总回报率大于 10.5%时，超额收益部分的 30%

其实，除了收益指标的选取外，收益标的额的设定也会影响管理团队的行为模式。Tishman 管理合约中简单的设定门槛之上的总收益率均为超额收益率其实并不科学，当曼哈顿地区写字楼的平均售价从 2004 年的 300 美元/平方英尺涨至 834 美元/平方英尺时，如果 Tishman 旗下的物业售价从 300 美元/平方英尺涨至 1000 美元/平方英尺，那么，升值的 700 美元/平方英尺中，超过平均值的 166 美元/平方英尺才是管理团队的经营杠杆收益，其余的 534 美元/平方英尺是市场平均的资产升值，与经营努力无关，是财务杠杆的发挥空间，将这两部分收益混合在一起进行绩效提成势必会诱使管理团队在牛市中过度追逐财务杠杆收益。

总之，从 REITS 到私募地产基金，激励合约的设计中是偏向经营性收益（租金收益）还是资产性收益，将决定着整个商业地产市场的评价标准和泡沫化程度，而作为单只基金来说，激励合约中对经营性收益的强调将推动管理团队更加专注于物业本身的租金提升、而非泡沫化的资产升值，从而降低基金整体的财务风险。

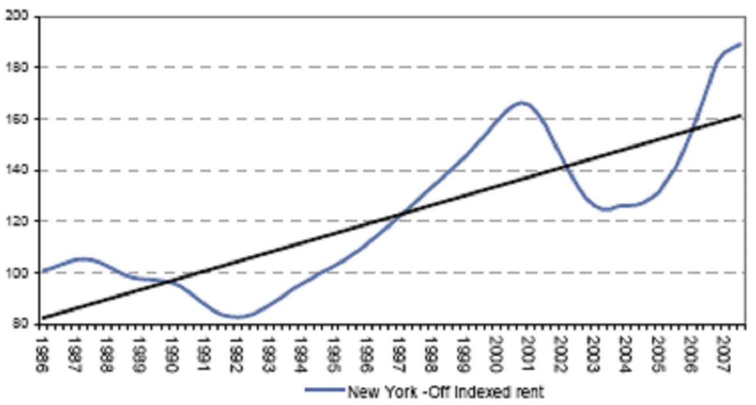
五、 长期生存是长期收益的基础

低谷是树立基金品牌的关键

最后，无论是 REITS 还是私募地产基金，长期生存是衡量成功与否的最重要指标。而长期生存要求基金有对周期波动的充分理解。

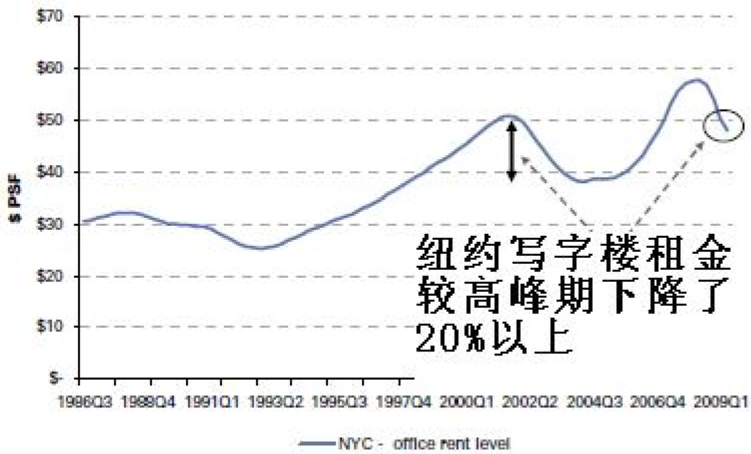
人们常有一种错觉，认为土地是稀缺的，尤其是核心区高品质的物业更具有长期升值潜力，所以在任何时候投资物业都不会亏损。图（5）是纽约写字楼的长期租金变化，总体看，核心城市的租金水平在长期中确实呈上涨趋势，租金收益+楼价涨幅，年均收益率可以达到10%以上。但上涨的过程是波动的，高峰期高杠杆的收购会导致低谷期租金收益不足以应对利息和运营支出的状况，企业被迫低价抛售资产，有些甚至会由于债务危机而破产，结果在价值真正释放前被“清理出局”。

Exhibit 5: NYC Office historical rent growth
As of 2Q 2008



Source: PPR

Exhibit 8: NYC – Historical trend in office rent level
as of 2Q2009



Source: PPR.

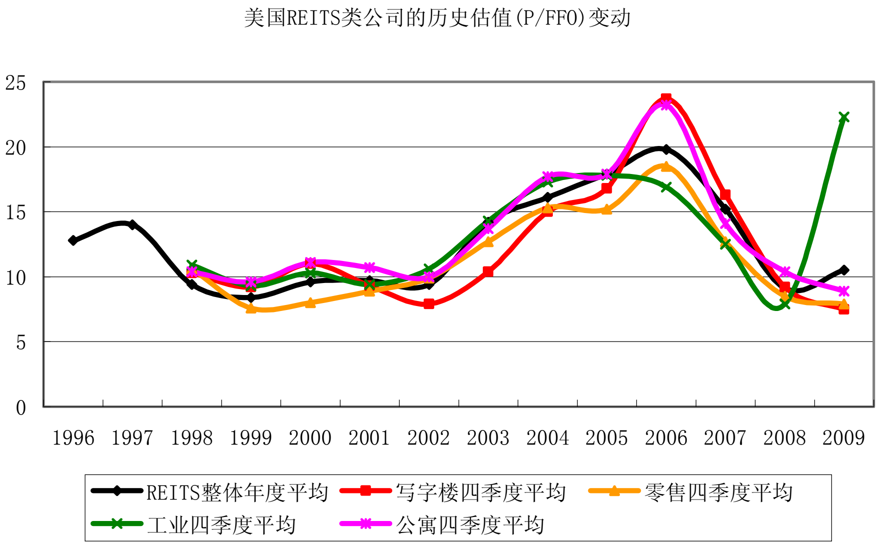
图（5）纽约写字楼租金的变动趋势

如在 2004-2007 年的商业地产繁荣期，欧美私募地产基金为了放大升值收益，收购负债率都在 90%以上，沉重的利息包袱使基金运营变得异常脆弱。为了降低财务风险，一些公

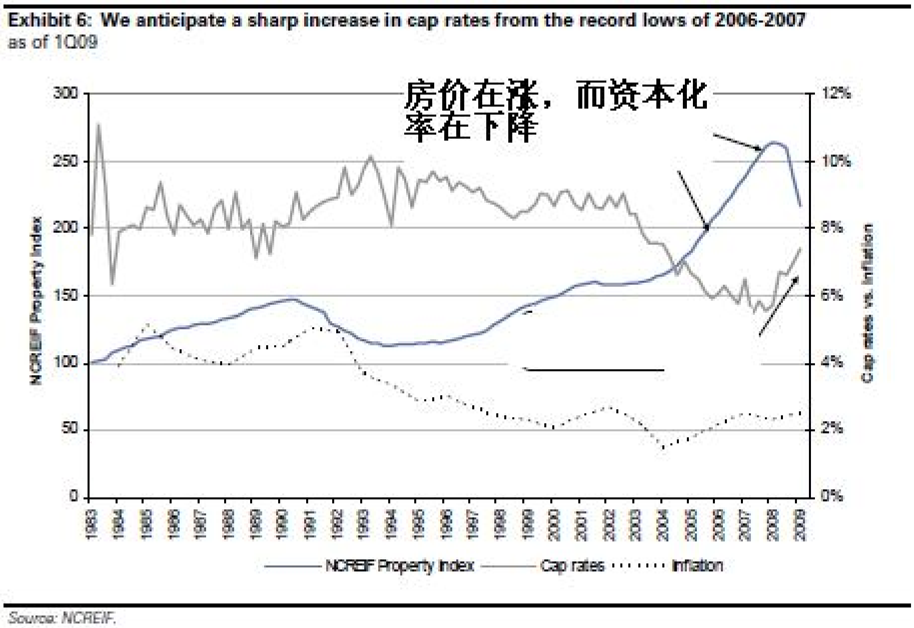
开上市的基金会被要求设定负债率上限，如 Tishman 公开发行的 TSOF 基金就规定目标负债率在 50-55%之间，最高不超过 60%。但在资产价格高度泡沫化的背景下，负债率的上限并不足以控制风险——由于净资产部分是以市值计算的，随着租金的下降和空置率的上升，从 2008 年 6 月到 2009 年 6 月，TSOF 的资产价格缩水了 1/3，净资产价值下降了 80%，结果负债率大幅上升至 75%，并触发了几乎所有债务清偿条款。

与负债率相比，租金收益率显然更能反映真实的风险。传统上，在美国物业收购或开发的资本化率（净租金收益与投资成本之比）应在 8%以上，但在泡沫化的高峰期，美国写字楼、公寓等 REITS 的价格与净营运资金之比达到 22-23 倍水平（图（6）），市场平均的资本化率降至 6%以下（图（7）），而 TSOF 在 2007、2008 年收购资产的资本化率更低，有些甚至不到 4%，这已显著低于当时的资金成本，结果出现了租金收益不足以偿付利息和维持运营的现象。如 TSOF 收购彼得库柏社区的案例中，收购完成时的租金收入仅能覆盖利息和运营支出的三分之二，基金寄希望于通过提高租金和资产升值来实现盈亏平衡，但在金融危机中租金收入下降了 25%，资产贬值了 50%以上，结果资本金被迅速消耗并导致债务危机。

资产收购中最基本的要求是当前的租金收益必须足以覆盖当前的资金成本，在牛市中还应留出空间，以备租金收益的下降和空置率的上升，如果租金收益实在无法覆盖当前的利息和运营成本，那就需要拨备更多的权益性资本，为低谷中的长期消耗做好准备。只有这样，地产基金才能够长期生存，而长期生存是分享长期收益的基础。



图（6）美国 REITS 类公司的历史估值变动



图（7）美国商业地产的价格指数与资本化率变化趋势

当然，在整个市场都高估的背景下，稳健并不容易，也因此基金管理团队（无论是证券投资基金、风险投资基金还是地产基金），常把基金风格的激进归咎于基金投资人的非理性，但实际上，这里面有一个管理智慧与金融资本结合中，如何确立品牌形象和主导地位的问题。

在资产快速升值、“傻子”也能赚钱的时代，理论上讲，投资人只需要一个团队帮它看着资产、维持运营就可以了，当然，为了在获取资产的投标中胜出、并从债权人那里获得更多的信用额度，投资人会偏好有品牌的管理团队，但并无特定的偏好，这从 2006-2008 年纽约商业地产管理团队与金融机构之间的交叉组合就可以看出。如在彼得库柏社区收购中，Tishman 的合作伙伴是 Blackrock，而竞争对手 Apollo 的合作伙伴是摩根士丹利，Tishman 与摩根士丹利是竞争关系，但在西区地铁上盖项目的竞标中，Tishman 的合作伙伴是摩根士丹利，而竞争对手 Related 的合作伙伴是高盛，但在几年前洛克菲勒中心的标购中，Tishman 与高盛曾是亲密的合作伙伴，总之，尽管 Tishman 有着丰富的大项目开发管理经验，但对于多数金融投资人来说，他和另外几大商业地产公司并无本质区别，于是在这种无特定偏好的组合中，金融投资人取得了合作的主导地位，并把地产基金推向高杠杆。

但在地产熊市中则不同，当资产面临贬值威胁、流动性紧缩的时期，“裸泳者”暴露，而在低谷中仍能提供稳定收益的基金团队脱颖而出，并将在下一轮上升周期中，成为投资人竞相追逐的对象——就象证券投资领域的巴非特，在牛市中他的收益率一定比不上那些利用了高杠杆的对冲基金，但他之所以能够成为全球投资的风向标是因为他在熊市中仍给人们以安全感和长期收益。所以，低谷中稳定收益的能力才是管理团队树立品牌的关键。