

人民币房地产私募基金 —— 发展报告 ——



二零一一年十二月

人民币房地产私募基金发展报告

住房和城乡建设部政策研究中心课题组

研究主持:

住房和城乡建设部政策研究中心

课题组组长:

秦虹 住房和城乡建设部政策研究中心主任、研究员

课题组主要成员:

周江、浦湛、钟庭军、梁爽

研究单位介绍:

住房和城乡建设部政策研究中心是住房和城乡建设部直属的软科学研究机构；其主要职能是为住房和城乡建设部领导提供决策咨询和政策建议；接受地方政府和企业委托，提供政策咨询及市场调研服务；承担研究生培养和建设领域人才培训工作的。

支持单位:

天津高和股权投资基金管理有限公司
盛世神州房地产投资基金管理（北京）有限公司
北京鼎峰地产投资顾问有限公司
北京河山博涛管理咨询有限公司
全国房地产投资基金联盟

致谢:

感谢接受访谈和问卷调查的有关房地产基金公司和相关机构对本课题研究的大力支持！在此一并致谢。

人民币房地产基金的方向

苏鑫 高和资本董事长

盘点2011年房地产关键词，限购和基金是两大热点。前者理所当然，房价是全中国人民长期关注的焦点。而在临近年终之际，限购终于令住宅市场进入拐点，房价进入下行通道，而且，仍未探底。

后者则有点冷门，因为，人民币基金直至2007年，才在中国出现。而在房地产调控前，房地产基金形同鸡肋，鲜有开发商以此途径融资。

房地产基金成为这一两年的行业热门，自然与限购、限价、限贷的调控背景下，房地产企业资金链变得异常紧张，而传统的融资通道也被一一堵死有关。但另一方面，也可体现出，在持续的调控下，房地产行业那种传统的以间接融资为主的开发模式，正逐渐发生改变，依靠自有资金和直接融资开发的比重在逐渐增加。

也许，基金在中国要像在美国一样，获得主流地位尚有漫长而艰险的道路，但却不能否定，基金必将在近年间，保持快速发展态势，就仿同电子商务或新媒体。

当然，任何新鲜事物，难免受到质疑，其发展方向亦显得扑朔迷离。总结人民币房地产基金出现至今，呈百花争鸣之势，运营模式各有不同，行业发展之初，泥沙俱下，也难免鱼龙混杂。就人民币房地产基金模式的争议，则主要集中于以下五个问题：

一、基金的融资渠道，应该是来自机构还是来自民间资本？

若以国外经验论，基金的主要来源当为机构投资者，如规模庞大的社保基金、保险基金、高校基金等，但以机构作为主要融资渠道的条件是完善的社会信用体系和金融体系。在中国当今，金融体系尚不十分完善的情况下，通过机构融资的难度很大。有很多仿效国外经验，以机构融资为目标的基金，都半路夭折，即是例证。

在机构融资渠道尚不通畅的背景下，民间资本便成为基金主要的融资渠道。中国民间资本的发展与基金具有天然共生

性。这主要是因为中国金融体系的垄断性造成市场投资渠道比较狭窄，可供民间资本投资的产品很少。而在高通胀背景下，基金为民间资本提供了投资通道和投资出口。

二、基金的投资模式是债权还是股权？

目前，市场上大量人民币私募股权基金，其投资模式各不相同，这也是目前基金之间的主要差异。一类是以可转债形式投资房地产项目，以开发商赎回可转债作为主要退出途径。还有一类则是通过股权收购的形式，收购房地产项目，再以销售退出。无论是债权型基金，还是股权型基金，都已有完整的融资、收购退出案例，并都取得过成功，因此很难说，哪种类型的投资模式，是基金的主流。

股权型基金可以依靠较高的投资杠杆，获得较高的收益，而债权型基金，则更稳定，安全，风险较低，自然其投资收益亦较低。

债权和股权只是基金投资的差异，并不是基金发展的矛盾，这两种形态会长期共存。但债权的高额收益是“从开发商兜里掏钱”，不能长期持续，只有股权投资与合作者共担风险，“一道从市场赚钱”，凭借专业能力获取高收益才可持续。

三、信托和基金哪个更有发展？

信托和基金是此轮房地产调控的受益者，均借机获得了快速发展。但信托带有比较强烈的垄断色彩，基金则比较民间、市场化。信托是纯粹的债，基金则是股权收购，或在债与股之间。

有一种观点认为，房地产基金在未来，基本被信托所取代，理由是信托比基金更便宜，且具有国家垄断特性。而带有特许经营色彩的金融行业，不会对民间的基金，开辟出通道。暂不论中国金融改革的方向是更市场还是更国有垄断。信托和基金其实是金融投资的两种生态，投资模式大相径庭。信托是低风险偏好的，而基金则往往是高风险偏好的。两者之间不存在明显冲突和矛盾，却能形成互补。因此，信托不会取代基金。

四、基金需不需要加强监管？

人民币房地产基金的出现，为监管者提出了新的课题。针对一个方兴未艾，规模尚小的行业专门出台监管措施，似乎为时尚早，但不出台措施，任其发展，恐怕难以避免问题。在中国，往往是出了问题，甚至是大问题，才会监管。人民币基金行业需要监管，因为，代人理财，是高风险、高信誉的行业，一旦监管缺失，势必造成系列乱象，最终可能危害整个行业的健康发展。

在没有明确的监管措施之前，很多正规的房地产基金已经意识到这一点，并发起了全国房地产基金联盟，发表行业自律宣言，率先自行规范。意义正在于此。

五、基金能否长远发展？

有一些人认为，人民币房地产基金只是在调控下迎得了—个特殊而短暂的发展空间，一旦调控没那么严厉，信贷没那么紧张，开发商拥有其他融资渠道，就会摒弃基金，基金在中国很难有大的作为和长远发展。

但是银行为平抑房地产投资过热所形成的风险，势必长期控制房地产信贷规模。像过去那样，单纯依靠银行信贷这种间接融资渠道进行房地产投资模式显然会发生改变，基金这种直接融资的模式，也会受到鼓励。

要知道，在美国，房地产开发以基金为主的直接融资所占比重超过80%，而在中国则恰好相反，常年来，银行贷款和预售款占房地产开发比重超过70%，而基金一类的直接融资只占5%。

调控只是阶段性的，但融资模式的变革却是大势所趋，无论环境如何改变，基金在中国都会有长远发展。

当然，相对有利的生存环境和宽松的监管，令人民币房地产基金蓬勃发展，仅天津注册的合伙制基金便有数千家之多，但最近媒体报道已披露，其中，已有上百家出现各种问题。可以预见，不久之后，政府即会对此展开严格监管，提高准入门槛，完善合格投资人制度及加强信息透明监管，则是基金监管的一种惯常手法。



活跃、混乱与机遇是每个新生行业都会展现出来的特点，人民币房地产基金也不例外，而在行业规范前，一家正规的基金公司所要坚守的，则是严格的职业操守和为投资人尽职尽责的态度。这才是基金成败的关键。



目 录

一、总体现状和发展趋势	6
(一) 现状: 处于刚刚起步的雏形阶段.....	6
(二) 发展趋势: 空间大、前景好, 规范运作尤为重要.....	7
二、资金募集的基本状况	9
(一) 募集对象分散.....	10
(二) 渠道成本较高.....	10
(三) 投资人不成熟.....	10
(四) GP认缴的比例高.....	10
(五) 以定向募集为主.....	11
(六) 基金目标收益率在20-25%左右, 且基本有信心达到.....	11
三、投资管理的基本状况	11
(一) 投资以项目为主.....	11
(二) GP背景和属性决定投资合作方.....	12
(三) 投资领域涵盖各种物业类型, 多数以审慎态度投资住宅.....	12
(四) 商业模式决定基金进入的时间.....	12
(五) 比较重视运营风险控制.....	13
(六) 以债的风险获取股权回报.....	13
(七) 投委会构成与国际惯例略有差异.....	13
四、项目投后管理的基本状况	14
(一) 部分基金利用专业优势提供更多的增值服务.....	14
(二) 基本建立了信息披露制度.....	14
五、收益分配和退出的基本状况	14
(一) 基金收益分配主要采取两种方式.....	15
(二) 基金存续期相对较短.....	15
(三) 退出形式以物业出售和股权转让为主.....	15
六、亟需加强的薄弱环节	16
(一) 特别需要行业自律的提升.....	16
(二) 急需推进中间服务的完善.....	17
附件: 人民币房地产投资基金管理企业自律宣言	18



人民币房地产私募基金发展报告

住房和城乡建设部政策研究中心课题组

2011.12.02

针对近年开始兴起的人民币房地产私募基金发展的新趋势，我们进行了《人民币房地产私募基金规范运作实证研究》课题，以访谈和问卷两种形式，分别对当前部分基金的基本情况进行了研究，比较了人民币房地产私募基金和外资基金在运作上的差异与共性，提出了引导其规范运作的建议。现就课题组调研的基金状况，择要报告如下。

一、总体现状和发展趋势

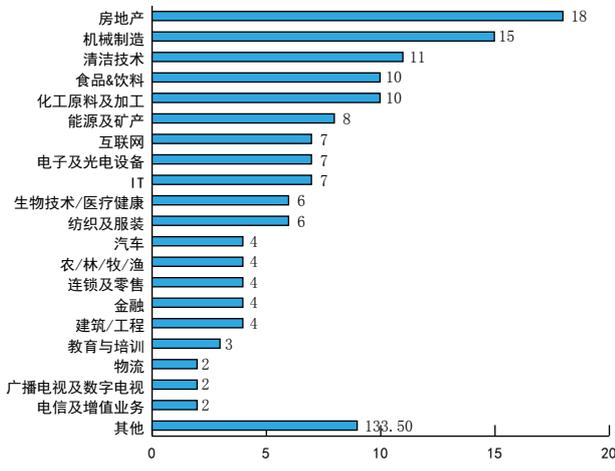
1、现状：处于刚刚起步的雏形阶段

人民币房地产私募基金是房地产开发直接融资的一个重要方式，在国外有很成熟的运作经验，但在我国仍属于新型金融业态，处于发展的雏形阶段。

(1) 总体规模相对较小，但增长速度较快。据不完全统计，2010年国内人民币房地产私募基金资金规模达到了500多亿元。从总量看，仅占2010年房地产开发投资额的1%左右。如果扣除目前规模较大、具有房地产开发企业背景且作为企业多元化融资延伸的那部分基金，实际规模更小。随着房地产调控政策的延续，在资本市场直接融资（IPO和再融资）以及银行信贷被限制的情况下，特别是房地产信托资金从严审查后，房地产股权投资基金得到快速发展。据有关资料显示，2011年第三季度完成的私募股权投资交易分布于22个一级行业，其中房地产行业后来居上，以18起投资案例和12.69亿美元的交易规模跃居各行业案例数量和投资金额榜首¹。截至三季度末，已有新募私募房地产投资基金22只，募集到位32.25亿美元。其中，由本土机构募集基金数量及金额占比分别超过了80.0%和70.0%。根据各方信息汇总，估计目前人民币房地金融资总规模近千亿元，如此，也仅是房地产开发资金来源的很小部分。

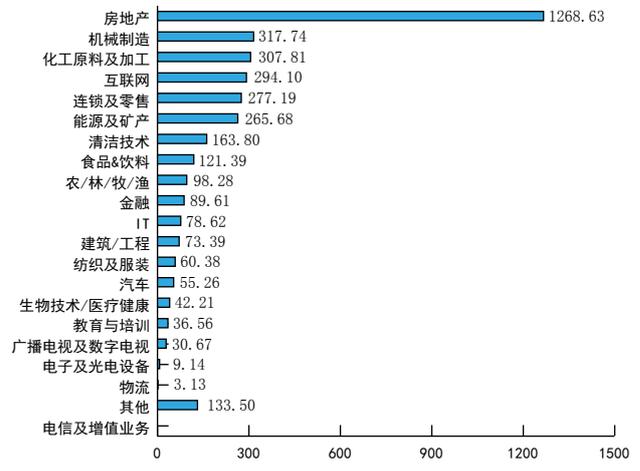
¹ 资料来源：清科研究中心《2011年第三季度中国私募股权投资研究报告》。

2011年第三季度中国私募股权投资市场一级行业投资分布
(按案例数, 起)



来源: 清科研究中心 2011.10

2011年第三季度中国私募股权投资市场一级行业投资分布
(按投资金额, US\$M)



来源: 清科研究中心 2011.10

图1 2011年第三季度中国私募股权投资情况

(2) 基金背景类型多样, 机会众多而投资审慎。目前我国人民币房地产私募基金的类型主要包括: 独立的专业运作型、开发企业主导型、投行及金融机构附属型等。根据各自募集资金的属性和基金管理团队的优势与特长不同, 有的采取财务投资为主, 有的采取项目投资为主。各类基金的管理团队均以房地产和金融背景的人才为主。相对而言, 开发企业主导型和投行及金融机构附属型的基金规模较大, 融资和项目的优势明显, 而独立的专业运作型的基金人才优势明显, 管理精锐, 部分基金的收益相当可观。但面临着不成熟的投资人群体和繁多复杂的投资机会, 多数基金公司审慎前行, 全力搭建系统, 投资探索试水, 经验和能力制约着其规模的进一步扩张。

(3) 目前多数基金尚未完成一个完整的基金周期, 行业整体业绩尚未显现。由于大部分人民币房地产私募基金发展始于2010年(2010年也被称为人民币房地产基金元年), 目前除少数基金外, 多数尚未完成“募集——投资——管理——退出”的完整经营周期。各基金公司的投资能力、盈利能力和管理水平尚不明确。

2、发展趋势: 空间大、前景好, 规范运作尤为重要

(1) 民间资本充裕是人民币房地产私募基金发展的前提。伴随国民经济快速增长和民间财富不断积累, 现阶段民间

资金十分充裕，大量社会资金寻找投资机会。截至2010年底，全国城乡居民储蓄存款余额已超过30万亿元，加上手持现金、股票、债券、保险以及金融机构理财产品等，金融资产总规模超过48万亿元，被称为全球私人财富增速最快的国家²。

(2) 投资渠道匮乏是人民币房地产私募基金发展的必然。目前我国国内投资渠道狭窄，除了证券市场就是房地产市场。黄金、收藏品投资等没有太大的容量来容纳中国庞大的民间资本。而房地产基金的出现，在购买商品房和购买房地产上市公司的股票或债券之外，为投资房地产开拓出第三条渠道。

(3) 行业收益相对较高是人民币房地产私募基金发展的基础。与其他行业相比，我国房地产业平均收益率仍处于较高水平，2010年主要上市房地产企业资本利润率在12-15%左右，远高于社会平均利润率。相比之下，房地产基金收益率更高，目前国内房地产私募基金的目标收益率一般在20-25%。

根据国外经验，房地产基金作为另类投资基金，时间周期拉得越长，其回报收益越明显，高过共同基金和对冲基金，是收益相对较高的投资渠道。

(4) 行业调控引发的重组需求是人民币房地产私募基金发展的机遇。短期内，房地产企业资金紧张为房地产基金发展提供良好机会。据公开数据统计，截至2011年上半年末，上市房地产企业的平均资产负债率已达到71.28%³。其中上市房企总负债为1.24万亿元，总资产为1.73万亿元，总负债较去年年底增加1514亿元，资产负债率已达近十年的数值高峰。在房地产信贷政策的收紧、房地产信托步入寒冬、房地产企业再融资无望、境外发债基本关闭的情形下，房地产企业资金困难为房地产私募基金提供了进入机会。同时，房地产私募基金的进入可以防止一些房地产企业因资金链断裂而破产或产生烂尾楼，避免造成较大的不良社会影响，客观上有平滑宏观调控影响的作用。长期看，我国银行信贷环境将从宽松趋于正常化，利率市场化是大势所趋，直接融资是房地产行业发展的必然需求，也为人民币房地产私募基金发展带来市场空间。

(5) 引导房地产投资需求是人民币房地产私募基金发展的契机。过去10年，房地产的投资性需求主要集中在市场末端，对房价控制产生极大压力。根据有关研究，国内房地产实

² 资料来源：中国人民银行《中国金融稳定2011》。

³ 资料来源：《中国经济周刊》11月8日。

物投资作为一项重要资产在投资人的市场组合中占据15%的份额⁴。人民币房地产私募投资基金的出现将对房地产市场投资形成有效分流，能够减少房地产实物投资需求，将投资从需求端引向供给端，即有利于调节供求关系，也有利于推动开发企业的产品定位和品质的提升。

但我们也应注意到，机遇与风险并存，人民币房地产私募基金正处于起步阶段。一方面，自身运作管理水平参差不齐，信用制度不成熟，退出机制不完善；另一方面，行业的监管和引导也不充分，如果不能规范运作，盲目发展，有可能放大风险，反而阻碍行业正常发展。这些问题值得我们高度注意和警惕。

二、资金募集的基本状况

1、募集对象分散

目前国内人民币房地产私募基金的资金募集对象，主要是富裕的个人投资者或民营企业，少量的也会寻求和信托公司、保险公司、银行的私人理财部等合作。这与外资房地产基金有很大不同，外资房地产基金主要面向成熟的机构投资者，如养老基金、退休基金、捐赠基金、大学教育基金以及投资银行、保险公司、大型公司等。即使募集对象是富裕个人，多数也是通过家族基金、家族信托等形式实现。

这种差异有其客观原因：一是由于我国特殊的国情，我国的银行、证券公司、保险公司、养老机构等机构投资者投资私募基金还存在诸多政策性限制。新《保险法》第105条规定“保险公司的资金可以投资于不动产”，但同时《保险资金投资股权暂行办法》第12条规定：“不得投资创业、风险投资基金。不得投资设立或者参股投资机构。”这些都限制了金融资本进入私募股权投资领域。二是专业房地产基金刚刚起步，保险、社保等机构还没有看到其业绩，因而对基金的选择要求非常严格，甚至倾向于独自投资，难以成为募集对象。如，对于基金规模设有50亿或30亿的门槛，对于管理团队及风险管理控制系统都有严格的要求，刚刚处于起步阶段的基金很难满足这些条件。因此，募集对象面向富裕个人及企业成了人民币房地产私募基金最现实的选择，其发展方向是与掌握着中国最富有人群资料的私人银行和信托机构合作。

⁴ 资料来源：《REITs与地产价格理性回归：模型分析与实证》。

表1 基金募集对象

人民币基金	外资基金
富裕个人（主体） 民营企业（主体） 信托公司 保险公司 国有企业	养老基金 退休基金 捐赠基金 大学教育基金 银行 保险公司 大型企业 家族基金、家族信托

2、渠道成本较高

对于开发企业主导型和金融机构附属型的基金来说，寻找LP相对容易。但对于大多数独立的专业基金来讲，主要通过自有渠道寻找LP，耗费的人力、资金等交易成本很高，而且规模难以扩大。除了自有渠道外，基金募集渠道还有商业银行的私人理财部、理财机构、信托公司等渠道，目前，这些渠道的成本也非常高。比如，银行掌握着大量高净值人士的详细信息，即使是信托公司也需要通过银行寻找客户。在银行存贷利差日益缩小的今天，中间业务成为银行盈利的关键。因而银行收取的渠道费用较高，且还在不断增加，如有的银行除收5%的中间费用外，现在发展到每年都要再提1个百分点。

3、投资人不成熟

在国内，房地产私募基金是新事物，大多数投资者对其不了解，多以理财的观念对待私募基金。由于一段时间以来房地产投资的高回报，投资者仍沉浸其中，希望投入基金后，能在较短时间内获得较高回报，对于期限较长的投资仍心怀芥蒂。同时，投资人的风险意识仍准备不足，这对基金管理人带来极大的挑战，投资人的不成熟也直接影响到基金的投资运作模式。

4、GP认缴的比例高

对于GP认缴的基金比例，国际惯例为1%，国内人民币基金却能达到5%-10%。一是为了吸引投资者，给LP更多的信心。二是GP对投入的项目有信心，自己投入可以更多获利。正因为

此，许多基金公司股东也会作为LP进行较大比例的跟投。

5、以定向募集为主

从募集方式看，国内大多数基金一般是先找到项目，再募集相应规模的资金，基金都是定向使用。而外资基金一般依照国际通行做法，先募集资金形成资金池（Blind Pool），基金使用不定向。

从出资方式看，国内基金大多采取一次到位的方式，外资基金一般采取承诺出资方式（Commitment and Capital Call）。

因此，国内房地产私募基金在募集方式还未遵循国际通行做法。这和国内的客观环境有关。一是目前国内需要投资的房地产项目不难寻找，因此先有项目。二是当前LP主要是个人和民营企业，而不是成熟机构投资者，考虑出资人诚信问题，一次资金到位的方式也是国内募集资金的现实选择。

6、基金目标收益率在20-25%左右，且基本有信心达到

从调研的情况看，目前人民币房地产私募基金的年化目标收益率基本确定在20-25%，由于基金对投资项目的风险与收益的匹配要求，表现在越是投向中小开发企业的项目，目标收益越高。如：投入特大型开发企业的项目年收益率在10-15%，一般较大开发企业的项目年收益率在15-20%；中小开发企业的项目收益率在20-25%，甚至达到50%。从目前调研的基金公司的项目选择来看，基本有信心达到目标收益率。

三、投资管理的基本状况

1. 投资以项目为主

房地产私募基金的投向包括公司层面和项目与资产层面两个方面。从调研的情况看，多数基金公司以资产和项目层面投资为主。公司层面主要是投资Pre-IP0阶段；也有投已上市房地产公司的，但不是在公开市场交易，而是私下谈判，独家或两三家进行投资。

就单个房地产私募基金而言，投公司还是投项目，与GP的背景有较为密切的关系：如房地产背景为主的基金，倾向于投

资项目层面；如投行或金融背景为主的基金，则既投公司也对项目进行投资。

2. GP背景和属性决定投资合作方

房地产私募基金投资房地产项目对合作开发企业选择的考虑，主要与如下三方面因素相关：

一是由资金来源和规模决定。LP为比较大的企业或机构，且资金规模较大的基金，一般选择具有良好的信用与丰富的开发经验的百强房企、品牌企业、区域龙头企业合作。LP为个人投资者或资金规模较小的基金，一般选择中小房地产开发企业合作，主要是看中项目本身的价值，土地成本低等优势。

二是由基金本身的定位决定。以财务投资为主的基金一般选择大型房地产开发企业合作，平衡收益和风险；而以专业投资为主的基金一般选择中小型房地产开发企业合作，自行操盘，专业化操作，实现项目较大幅度的价值增值。

三是由基金追求回报的高低决定。追求较稳回报的基金，一般选择大型房地产开发企业合作，风险相对较低；追求高回报的基金，一般选择中小房地产开发企业合作，风险相对较高，追求和风险匹配的收益。此外，整体上看，基金普遍看重合作房地产开发企业的治理结构和诚信状况。

3. 投资领域涵盖各种物业类型，多数以审慎态度投资住宅

目前房地产私募基金的投资涵盖了各种物业类型，包括住宅、购物中心、商铺、办公楼、城市综合体、养老地产、旅游地产、工业地产、保障性住房等。其中，有专注于某个特定领域或某几种物业类型的，也有多领域同时介入的综合型投资基金。多数基金对住宅投资采取审慎的态度，认为住宅的去投资品化趋势明显，过去十年纯住宅开发的模式不可持续，住宅地产仅作为机会投资的选择。

4. 商业模式决定基金进入的时间

房地产私募基金投资房地产项目的进入时间一般分为三个阶段：开发阶段、销售阶段和现楼收购阶段。不同的基金进入阶段不一，主要与基金本身的商业模式密切相关。其中，在开

发阶段介入，又可细分为从拿地阶段介入和完成审批手续之后介入。多数基金都回避审批阶段的不可控因素和拆迁审批等风险，因此倾向于选择完成审批手续之后的开发项目。

5. 比较重视运营风险控制

房地产私募基金投资的风险主要包括运营风险、市场风险、政策风险以及合作方的道德风险。其中市场风险和政策风险属于系统性风险，主要靠投资者的投资眼光规避，合作方的道德风险相对来说最难防范。

总体上看，目前GP一般比较重视运营风险的控制，全权控制从锁定项目到出售资产的全过程，并对项目各环节的风险予以把控。同时，风险控制手段比较完备，主要包括：一是项目投资前的尽职调查。一般委托独立的第三方专业机构执行。主要包括法律调查、财务调查、市场调查和工程技术调查，全部尽职调查的时间一般为1-3个月。二是投资期绝对控制目标公司股份及董事会。三是派驻财务总监管理房地产公司账目，有销售回款时开始控制资金。四是严格共管公司印章、证照等。

6. 以债的风险获取股权回报

目前房地产行业资金普遍偏紧给予了房地产私募基金发展的重大机遇。多数基金对房地产企业或项目进行股权形式的投资，获取股权收益，但实质上仅承担了债权的风险。整体上看，多数基金认为目前的货币环境和政策环境适合做债权投资，风险相对较小、回报率较高，但长期看，房地产私募基金最终将回归到股权投资的本位。

7. 投委会构成与国际惯例略有差异

总体上看，目前人民币房地产私募基金投委会的构成和参与决策的程度与国际惯例略有不同。有的完全由GP组成，有的投委会成员除GP合伙人外还有管理团队成员和LP参与，还有少数基金的投委会有GP之外的人员参与，如外部顾问等。在投委会决策过程中，部分基金设有辅助决策机构，如投资顾问委员会和风险控制委员会。而外资基金的投资委员会一般没有LP参与，主要由GP的合伙人或高管组成，投委会成员有投资决策的否决权，但通常情况下主要从完善投资方案和把控风险的角度提出专业性建议。

四、项目投后管理的基本状况

1. 部分基金利用专业优势提供更多的增值服务

目前房地产私募基金对房地产企业或项目的投资，除提供资金外，还通过提供专业化服务帮助企业或项目实现价值增值。投行或金融背景的基金一般只做财务投资，主要通过日常的监管、建议和顾问等方式提供增值服务。房地产专业背景的基金利用自身整合资源的优势，能够在项目运作上提供更多的增值服务。

2. 基本建立了信息披露制度

一般来说，多数基金都建立了信息披露制度，包括定期和不定期的信息披露，披露的内容主要包括宏观市场环境、项目进展、项目未来收益预测、审计报告、公司结构和资产结构、所聘审计师和律师事务所联系方式等。但总体上看，信息披露的规范化程度还有待进一步提升。

五、收益分配和退出的基本状况

1. 基金收益分配主要采取两种方式

从房地产私募基金收益分配方式看，一般是设定一个开始分成的门槛收益率（大多设在10%左右）。收益率未达到门槛收益率时，GP不参加分配；收益率达到或超过门槛收益率时，GP和LP按照一定比例关系进行分配。具体来说，又分为两种收益分配方式（见图2）。两种分配方式在具体细节及实际操作上有一定差异。

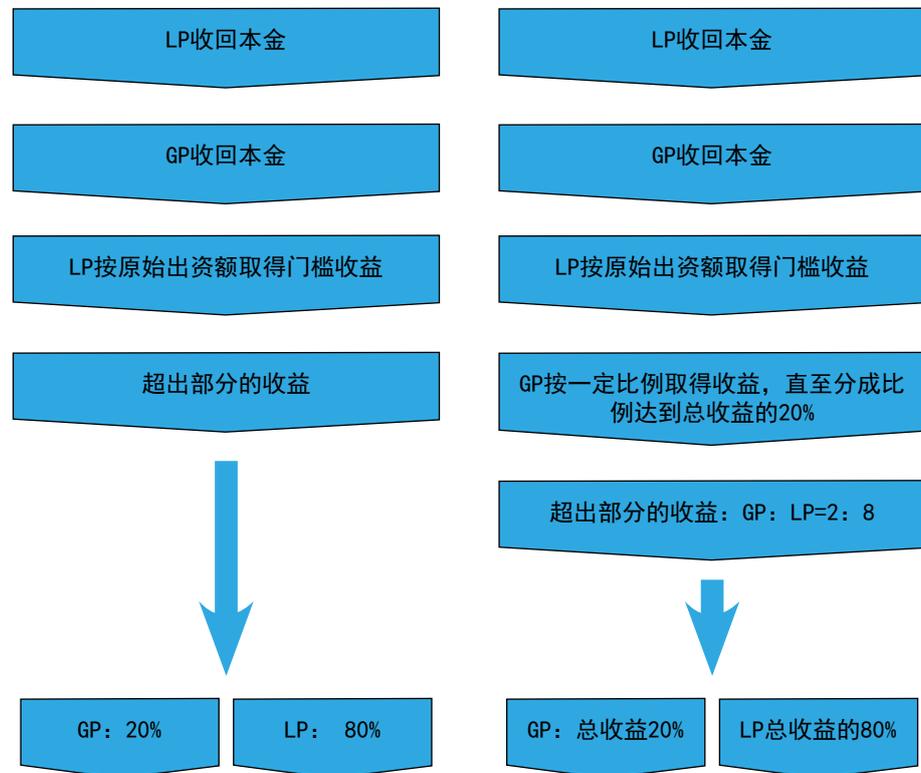


图2 基金收益分配的两种方式

2、基金存续期相对较短

由于人民币房地产私募基金大多以投项目为主，并且只介入项目运作周期的部分环节，比如，仅在拿地环节、仅在开发环节，或者仅在销售环节，所以基金存续期相对较短。一般1-3年左右。同时，这也与所募资金属性相关，符合投资者快进快出的要求。相对而言，外资基金周期较长。

3、退出形式以物业出售和股权转让为主

从国际经验看，房地产基金的退出形式多样，主要与其投资模式相关联。有物业出售、股权转让、资本市场退出、发行REITs退出、收回本息（针对债权投资）、红利分配、项目公司清算、设定强制赎回条款等方式。

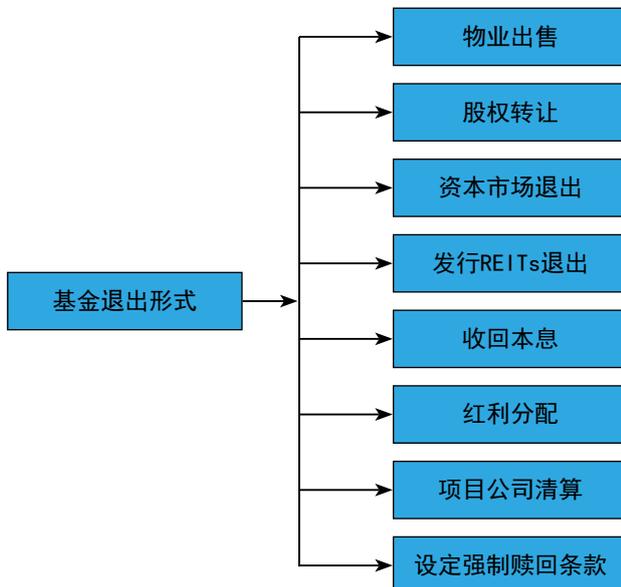


图3 基金退出形式

目前，由于国内基金主要是投资于项目，退出形式主要是物业出售和股权转让。具体来说，有直接买地、通过自己的开发队伍或找其他开发商合作开发，建成后出售退出的；有以较低价格收购物业，通过对其进行重新包装，再以较高价格出售获利的；也有以股权或债权形式提供过桥融资，帮助资金短缺的房地产企业完成土地收购和提供建设资金，达到一定条件以合作方股权回购或向第三方转让股权的方式退出。

另一方面，投资于公司层面的基金，一般通过资本市场退出，包括以公开上市方式退出，或者通过在二级市场出售已上市公司股票退出。在国外，商业地产可以采取发行REITs退出，但目前国内相关环境尚不成熟，仍不能采用。

六、亟需加强的薄弱环节

随着人民币房地产私募基金的发展和规模的扩大，政府的监管也需逐步提到日程，通过制定有关风险管理的规章制度和规则，进行合理指导与适度监管。当前行业正处于起步期，自身的完善尤为重要。

1、特别需要行业自律的提升

私募基金本质是建立在信用基础上的金融制度。除利用市

场的力量，发挥市场的自然淘汰机制外，还需要进一步提升基金行业自律和自我规范水平，强化道德约束和信用建设。应建立行业发展的基本规则和运作指引。如引导和要求GP遵守筹资承诺，既要防范披露的风险与实际风险不一致，也要防止GP瞒报利润，使LP不能按出资比例享有应得的权益；一旦出现类似的问题，应设立LP的索偿权等。又如，也应有针对LP的行业规范，建立合格投资人制度，使参与房地产私募基金的投资人有一定的资金实力、有基本的风险识别能力和相应的风险承受能力等。

据了解，国外房地产私募基金一般有行业协会制定规制，通过行业导则（guideline）来指导和规范基金运作。目前，国内已成立的全国房地产投资基金联盟，是在全国工商联房地产商会领导下的非营利性的行业会员组织，联盟已经主动与政府相关部门联系，请示相关法律法规的适用以及进一步的政策规范。但在符合我国国情下，制定遵循国际基本通则，奉行成熟的基金行业规范的导则或指引方面，仍需加强。今年8月，6家人民币房地产私募基金联合发起了《自律宣言》，可以看做是行业自律的起点（见附件）。

2、急需推进中间服务的完善

GP替LP管钱，除了依赖GP的信用外，关键还需有第三方中间机构实施监督的机制，以切实保护LP的利益。

一是发挥好监管银行的作用。监管银行是重要的第三方监管者之一。在基金运作中，资金使用监管需相对严格，应由银行托管，不允许违规挪用。但托管银行不能仅起到资金进出管理的作用，而应对GP投资项目的资金流向进行监管，并向LP定期提供资金流动的总结和分析等服务。

二是建立独立基金管理人（Fund Administrator）制度。也可称为基金秘书、基金行政管理人或独立基金管理人。作为独立的第三方管理人，Fund Administrator的作用是，向LP提供包括基金筹建（如缴款通知）、日常管理（与LP接洽联系）和财务报告（如财务账目、年度报告等）在内的服务，发挥重要的第三方监管特别是财务监管的作用，有利于保护投资者利益。独立的基金管理人的优势在于：一是从独立第三方的角度对投资者的利益进行保护；二是提供基金经理人之外的独立性判断；三是提供专业性的服务。

附件：人民币房地产投资基金管理企业自律宣言

在国际上比较成熟的金融市场中，房地产私募基金一直是房地产投融资领域重要的直接融资渠道之一，也是全球私募基金行业中的一个重要分支。

我国房地产基金的发展历史比较短，2007年《合伙企业法》正式颁布前，中国的房地产私募基金投资领域被大型国际地产基金所垄断，如摩根士丹利、华平、高盛、美林等。

随着中国经济的发展，多方面金融创新的需求和动力同时涌现。房地产私募基金在促进中国房地产发展模式优化，拓展房地产融资渠道，分解房地产金融风险，开辟社会资金分享，推动城市化进程等方面，发挥着不可替代的历史性作用。近两年来房地产行业宏观调控加深、信贷紧缩，房地产传统融资渠道受阻，为房地产私募基金这种新颖的投融资方式的兴起创造了重要的外部条件，中国房地产私募基金迎来了快速发展的春天。

我们作为房地产私募基金的先行者，深感肩负着投资者的信任和行业发展的责任。我们愿意以自律宣言的形式向社会和业界公告，主动征求社会及业界的监督和帮助。愿意以规范和提高行业水平为己任，促进房地产私募基金行业健康、有序、持续地发展。现联合多家房地产私募基金共同发布自律宣言如下：

一、促进行业的健康发展

作为中国房地产金融领域的开拓者，支持国家“十二五规划”、坚持房地产市场的健康发展方向，坚持落实宏观经济调控及房地产行业调控。地产基金的成功实践，将起到调节房地产市场供求关系，分散银行信贷风险，疏导民间资本的合理流动的作用，有助于降低行业的系统性金融风险，促进行业的健康、平稳、可持续发展。

二、依法设立，合法经营

房地产私募基金和基金管理公司严格遵循相关法律法规，合法注册、合法经营、依法纳税。遵守我国法律法规，遵循国际成熟的基金管理规范，与投资者签署详尽的投资协议，严格遵守投资协议。

三、提高专业素养，加强风险控制意识

房地产私募基金具有房地产和金融的双重属性，房地产私募基金管理人员必须加强房地产和金融领域的专业素养。在当前全球经济形势仍不明朗、国内经济面临宏观调控的背景下，房地产私募基金从业者当具有较强风险控制意识和风险化解能力。

四、促进房地产行业模式优化

房地产私募基金以房地产物业、开发项目、开发公司的投资为对象。它改变房地产商过于偏重的债权融资模式，形成债权、股权等多种融资模式；改变房地产企业“投资全出、开发全管、利润全得、风险全担”的“香港模式”，形成投资、开发、销售、管理实行行业细分的“美国模式”，促进房地产行业模式优化。房地产私募基金在投资过程中，除了向投资项目输出资金外，还应当输出管理、输出品牌、输出渠道、输出创意，促进被投资项目和企业的增收增值，实现房地产基金投资者、管理者和被投资者的三赢。

五、投资者服务：风险在先，回报在后

鉴于私募基金内在的风险属性，我们目前仅面向具有投资经验和一定资金实力的成熟投资者。我们倡导基金管理人应无保留的向投资者披露任何可能引发潜在利益冲突的情况，揭示风险并设置防范机制。我们坚持基金管理过程比投资者承担更高的风险，而在收益回报时投资者优先的原则。

六、尊重契约精神和公平交易原则

契约是保护投资者利益的手段，而公平是投资成功、实现双赢的保障。房地产私募基金与被投资公司应对合作项目合理估值，秉持长期共赢的理念，严格遵循双方的约定，与投资顾问机构、律师事务所、会计师事务所等第三方合作机构共同创造健康共赢的发展环境。

七、倡导房地产基金行业团结协作，共同发展

房地产私募基金虽然迎来了较好的发展环境，但其规模仍然很小，行业有待成熟。各基金公司之间应提倡广泛交流、合作、共赢，只有房地产私募基金行业不断发展，壮大、形成规



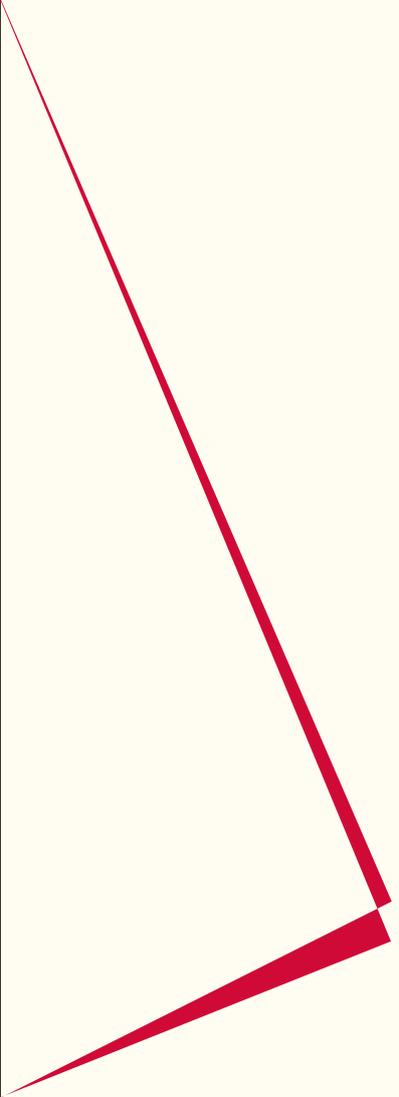
模，各基金公司才有可能获得更好的生存和发展。

我们坚信，只要房地产私募基金行业遵守国家相关法律，与国家房地产发展政策方向保持一致，并结合中国房地产市场现状，遵循国际奉行的、成熟的基金行业规范，不断完善自己，严格执行行业自律，中国的房地产私募基金行业，必将蓬勃发展，并在不久的将来，成为持续推动中国房地产资本市场创新、发展、壮大的一支重要力量。

**发起人：天津高和股权投资基金管理有限公司
天津安泰盘实股权投资管理有限公司
盛世神州房地产投资基金管理（北京）有限公司
北京鼎峰地产投资顾问有限公司
北京河山博涛管理咨询有限公司
全国房地产投资基金联盟**



C'PRC
建设部政策研究中心



发布机构：

住房和城乡建设部政策研究中心课题组

支持单位：

天津高和股权投资基金管理有限公司
盛世神州房地产投资基金管理（北京）有限公司
北京鼎峰地产投资顾问有限公司
北京河山博涛管理咨询有限公司
全国房地产投资基金联盟

协作单位：

北京庄凌顾问有限公司