

[德] Nico B. Rottke 编
李启明 李德智 邓小鹏 袁竞峰 译
Eddie C.M.Hui 审

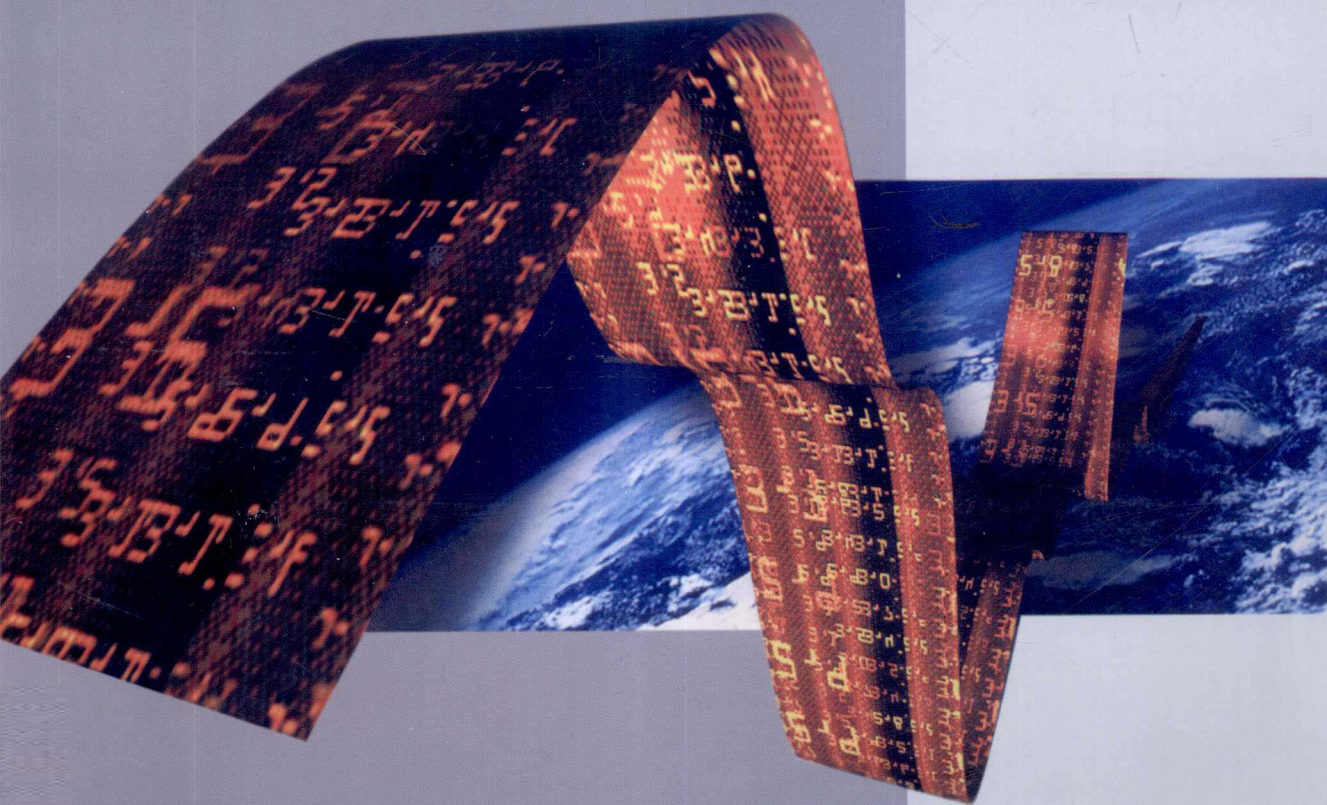
im
immobilien
managerverlag
entscheidend für entscheidende

房地产资本市场

—— 市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视

Real Estate Capital Markets

An International Perspective on Functionality,
Subprime Crisis and Future Developments



中国建筑工业出版社

房地产资本市场

——市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视

Real Estate Capital Markets
—An International Perspective on Functionality, Subprime
Crisis and Future Developments

[德] Nico B. Rottke 编
李启明 李德智 邓小鹏 袁竞峰 译
Eddie C. M. Hui 审

中国建筑工业出版社

著作权合同登记图字：01-2009-5619 号

图书在版编目(CIP)数据

房地产资本市场——市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视/(德)Rottke 编;李启明等译.

北京:中国建筑工业出版社,2012.2

ISBN 978-7-112-14066-4

I. ①房… II. ①R…②李… III. ①房地产-资本市场-研究 IV. ①F293.35②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 026903 号

Copyright © 2008 Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, Stolberger Straße 84, 50933 Cologne, Germany

Chinese Translation Copyright © 2012 China Architecture & Building Press
All rights reserved.

本书由 Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG 授权翻译出版。

责任编辑:张 晶 孙 炼/责任设计:赵明霞/责任校对:张 颖 刘 钰

房地产资本市场

——市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视

Real Estate Capital Markets

—An International Perspective on Functionality, Subprime
Crisis and Future Developments

[德] Nico B. Rottke 编

李启明 李德智 邓小鹏 袁竞峰 译

Eddie C. M. Hui 审

*

中国建筑工业出版社出版、发行(北京西郊百万庄)

各地新华书店、建筑书店经销

北京天成排版公司制版

北京市燕鑫印刷有限公司印刷

*

开本:787×1092 毫米 1/16 印张:32 字数:720 千字

2013 年 1 月第一版 2013 年 1 月第一次印刷

定价:96.00 元

ISBN 978-7-112-14066-4

(22098)

版权所有 翻印必究

如有印装质量问题,可寄本社退换

(邮政编码 100037)

译者的话

房地产业是资金密集型产业，与金融业发展紧密相连。房地产资产集中了一个国家和居民个人家庭的大部分财产，关系到国家和个人家庭财富的稳定和增长。改革开放以来，我国的住宅和房地产业取得了快速发展，但也存在许多问题和不足，房地产市场处在不断的宏观调控和完善过程中。我国的房地产市场尤其是房地产金融资本市场还不完善，在房地产资本市场方面的理论研究和实践运作还处于发展初期。随着全球市场一体化、经济全球化、信息化进程加快，以及美国次贷危机引起的全球金融危机带来的影响，在金融自由化、国际化、证券化的背景下，全面了解国际房地产资本市场的起源、发展和影响效应，借鉴国际房地产资本市场发展的成功经验，汲取像美国次贷危机引起的全球金融危机的深刻教训，对于探索建立适合我国国情的健康的房地产资本市场将有着重要的参考价值，也是学术界和产业界面临的重大课题。本书为读者提供一个房地产资本市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视，帮助读者准确理解国际房地产资本市场的内涵、基本内容和实践操作，为我国房地产市场健康发展提供借鉴和经验。

本书可为房地产经济、房地产管理、房地产金融相关专业的学生、研究人员和实际工作者提供房地产资本市场、房地产金融产品等方面的理论和实践指导。本书共分五个主要部分，全面介绍了国际环境下实物和资本市场之间的关系，股票资本市场(涵盖房地产投资信托和其他房地产衍生产品)，债务资本市场(包括商业房地产抵押贷款担保证券、住房与商业抵押证券、债务抵押债券、抵押债券和混合型产品)，利率及货币衍生工具(包括商业和住宅房地产指数等衍生工具以及产品)，以及应用房地产资本市场基本理论和方法的13个真实案例和实证研究。帮助读者全面准确地理解国际房地产资本市场的理论、方法和实际运作。本书可作为全国房地产经济管理、工程管理、项目管理等相关专业学生的教材或参考书，也可供政府、房地产公司、金融机构等房地产领域相关管理人员参考使用。

本书的作者 Nico B. Rottke 是国际知名的房地产教授，获得美国佐治亚州立大学房地产方向科学硕士、欧洲商学院工商管理硕士和博士学位。他是欧洲商学院房地产管理研究所的创立者和执行主任，负责本科生和研究生与房地产投资与金融有关的专业教育。担任美国房地产和城市经济学会、美国房地产学会、欧洲房地产学会、德国商业研究学术学会、德国房地产研究者学会、英国皇家特许测量师学会等学术机构的会员，2010年担任美国 University of Central Florida 全球房地产资本市场领域的兼职教授。担任可持续房地产学报副主编、房地产证券管理学报编委和评阅人、金融市场和证券管理学报等评阅人，并在从事教学和科研之前，在美国、

英国和德国的投资银行和房地产业界从事房地产投资、商业零售房地产投资等实践工作。出版《房地产周期》、《房地产私募基金》、《房地产资本市场》、《金融危机管理》及《房地产业的可持续性——经济与生态》、《房地产原理——管理/经济/法律》等著作以及许多国际学术论文。2004年和2010年分别获得德国房地产研究者学会、太平洋房地产学会的科研奖励。Nico B. Rottke教授为本书组织了55名来自欧美房地产资本市场领域的学术界、企业界和金融界的专家学者，对房地产资本市场进行了全面系统的阐述和分析，对于我们准确理解欧美房地产金融产品、特征及其影响具有很好的理论和实践价值。

本书的顺利出版，首先要特别感谢欧洲商学院的朱冰博士，她曾在东南大学建设与房地产研究所完成了硕士学位，正是她向译者推荐了她的博士生导师的最新著作，并在其中起到了良好的联系和沟通工作。同时要感谢中国建筑工业出版社，通过协调获得了翻译出版授权，感谢为本书出版付出辛勤努力的编辑张晶先生。此外，本书的出版，获得了江苏高校优势学科建设工程资助项目的专项资助(A Project Funded by the Priority Academic Program Development of Jiangsu Higher Education Institutions(PAPD))。

本书主要由东南大学建设与房地产研究所李启明、李德智、邓小鹏、袁竞峰翻译，由李启明统稿，由香港理工大学建筑与房地产学系Eddie C. M. Hui教授主审。此外东南大学建设与房地产研究所的吴伟巍、陆莹、李先光、杨松、杨嫒、陈江红、孙剑等博士，以及滕铁岚、王志如、王盼盼、莫智、华建革、周志鹏、朱磊、付蓉、葛振波、郑彦璐、吴红梅、蔡园、孙雍容、严丹红、季侃、宋亮亮等研究生，参与了部分翻译、文字校对和绘图工作。由于本书的内容涉及房地产资本市场和房地产金融等交叉领域，限于译者水平，译文中可能存在诸多不妥，甚至错误，欢迎读者批评指正。

李启明

2011年12月于东南大学

作者前言

(1) 关于本书

在2006年秋季完成“房地产私募基金”一书之后，我意识到自己已涉及现代房地产的“私人的一面”，但仍然缺少公共房地产市场可能更具挑战性的方面及其与“房地产游戏”的相互联系。写一本关于房地产资本市场的想法就进入了我的脑海。

我第一次的概念和想法可以追溯到2006年10月，那时没有任何事来干扰我的构想。但我很快发现，房地产资本市场领域的德国专家要么难以识别英文，要么不愿用英文书写。因此我诞生了一个想法：即设立一个由业界和学术界的国际作家编写真正的“全球”手册。

在这个过程中，美国次贷危机爆发至全球房地产市场。应对这个问题时，在何种程度上将这样的临时现象(但愿如此)集成到一个综合性的基础书本中？我记得一位国际银行的董事会成员清楚地向我表示：“因为次贷危机，你不必重写资本市场的故事”。因此，目前的市场失真虽然被提及，但并不是本书的关键兴趣点。

还有一个要克服的障碍是每个作者有自己的母语和不同的写作风格，因此语言需要统一为美式英语。为了保持文字阅读的简单，选择不特指男性和女性的性别，不能作为对女性读者的歧视误解。

(2) 本书组织结构

当接触出版商时，他们首先问我：这是否是一本关于金融或者房地产的书？由于确实是两者皆有，本书连接着两个领域。全书分成六个部分，着眼于房地产资本市场的重要领域：

A 章节主要讨论国际环境下实物和资本市场之间的关系。

B 章节主要是关于股票资本市场：涵盖房地产投资信托和其他房地产衍生产品。

C 章节主要是分析债务资本市场：详细讨论商业房地产抵押贷款支持证券、住房与商业抵押证券、债务抵押债券、抵押债券和混合型产品。

D 章节通过利率及货币衍生工具，商业和住宅房地产指数衍生产品或证书等衍生工具以及产品解释房地产的综合性。

E 章节是面向应用的实践部分：通过应用上述章节的理论和采用现有的真实个案，对章节B~D中描述的产品进行个案研究。个案研究1~5涵盖股票市场，个案研究6~10对应债券产品，个案研究11对应次级产品，个案研究12~13从两个角度讨论上市和私人问题。

因为资本市场的语言用词对“行外人”会很难理解，章节 F 提供了在本书中使用的 150 多个最常用的资本市场术语的词汇表。

如果您有任何有助于优化本书将来版本的意见，敬请直接联系作者。
(RECM.ebs@rem-institute.org)

(3) 致谢

这本手册如果没有许多同事、导师和朋友的帮助是不可能完成的。

首先，我要感谢 55 名作者作出的贡献。尽管有波动市场环境下的时间限制，如果没有他们的努力，这本手册根本不会完成。

我要感谢阿瑞尔银行的 CEO，Wolf Schumacher 博士，感谢他对本书的不断支持和推广。作为我教授职位的主要赞助者，阿瑞尔银行提供了一个非常积极的框架，这个框架允许有这样一个项目。我也要感谢 Alexander Goepfert 博士，德国富而德律师事务所的合伙人，他再一次被证明是一个谨慎的律师。

接着，我要感谢来自德国物业管理出版社的 Olaf Hütten 先生，出版社总监，感谢他一如既往的帮助、热情和友好；以及 Elke Rudolph 女士，出版宣传的董事，她负责和我一起完成这个冒险。

我的同事 Dirk Schiereck 博士教授来自 EBS，他是一位值得信任的合作伙伴，可以和我一起讨论本书的结构和作者。我的前任助手 Fabian Brämisch 负责组织与作者们一起交流，因此，这本书是在他的协作下出版的。

我还想谢谢来自贝伦贝格银行的 Christoph Holzmann 博士，感谢他很有意义和有效的帮助，还有我的博士候选人，Alexander Reichardt 先生，Nicolai Striewe 先生和我的学生 Torsten Jahn 先生，他们复核了作者母语不是英语的论文和帮助编制了书的目录。还有，我也要谢谢我的办公室经理 Carmen Grahm 女士所组织的一切。

最后也是最重要的，对我的妻子 Melanie 和我的孩子们 Janina, Patrick 和 Michelle 给予我最诚挚的感谢。我的妻子需要面对一个事实，就是她嫁给了一个朝九晚五只知道学术的人。孩子们则尝试着去理解做研究和写书是一个有意义的工作。因此这本书送给他们。

Nico B. Rottke

2008 年 3 月

于威斯巴登，德国

作者介绍

Andersen: 在 1997 年成功获得经济学学位后, Sven Anderson 在房地产部门开始了一个培训过程。在德意志银行期间, 他主要负责房地产的交易。2006 年他加入了 NIBC 银行, 建立并领导了德国的房地产行业。2007 年加入了雷曼兄弟全球房地产组织, 作为执行总监, 他领导了基于房地产团队的 Frankfurt。

Barclay: Jeffrey A. Barclay 是 INC Clarion Parter(世界上最大的房地产投资管理公司之一)并购的管理主任和领导。同时, 他也是哥伦比亚大学商业研究生学院的客座教授, 在该大学他获得了工商管理硕士学位。他是 PREA 协会的主席、NAREM 董事会成员之一、ULI 工业和办公用品委员会副主席。

Bentzien: Diplom-Kauffrau Verena Bentzien 在欧洲商学院房地产经济和企业关系专业学习工商管理, 在香港大学获得了房地产科学硕士学位。2006 年她参加了摩根士丹利证券产品组, 以后她就致力于房地产商业贷款。

Bramisch: Diplom-Kauffrau Fabian Bramisch 在欧洲大学学习工商管理, 专业是银行学、金融学和房地产管理。在阿根廷大学和悉尼大学学习两学期, 通过在财政和房地产部门的实习, 他获得了相关实践经验。毕业后, 他成为欧洲商学院银行学和金融学的博士研究生, 之后作为研究员在 EBS 的房地产管理协会工作。他的研究兴趣主要集中在欧洲房地产公司的 IPO 表现。

Butz: Patrick Butz 曾在弗莱堡和巴塞尔学习化学, 在牛津大学获得分子物理博士学位。在博士后从事医学科学研究后, 决定从事于金融市场。刚开始在股本衍生工具领域, 现工作在 Chatham 查塔姆金融的伦敦公司。

Damaske: Martin Damaske 就读于美国的 Cottingen 和 Maryland 大学, 获得工商管理和物理双学位。在从事了几年的市场和 IT 咨询项目后, 他专注于大规模的抵押市场。出版了各种关于房地产抵押方面的书籍。现在他是 Hypoport AG Executive 董事会的成员之一。最近, 他负责发展 ABS 报告平台。

Daric: Christine Daric 是一个税收律师, 在 Landerwell 和 Ernst&young 工作六年后, 2004 年加入 Baker & MacKenzie。她专长于普通税、税收最优化以及房地产公司的国际税收, 并获得城镇规划法律专业硕士和税法专业硕士。

Duemke: Gavan Duemke 是 Chatham 金融伦敦公司 Hedge Analysis & Execution Team 中的一员。在这之前, 他工作在有项目导向性的咨询公司以及在德国和英国的房地产融资公司。他在 Cologne 大学获得工商管理学位, 在牛津大学获得工商管理硕士学位。

Ertl: Thomas Ertl 是摩根士丹利银行的执行总监, 在房地产融资方面有十五

年的经验。在这之前，他曾工作于雷曼兄弟公司、Munich Hypo 和 West Hypo。除了工商管理方面的学习，他还在亚历山大大学学习过银行、英语和法语专业。在房地产管理学会的讲座报告中分享了他的实践和学术知识。

Fisher: Jeffrey D. Fisher 是印第安纳大学房地产研究中心主任和房地产专业的教授。现是 PREA 董事会成员，曾经服务于 NCREIF，担任咨询顾问。1990 年他是美国房地产和城市经济学会的主席，现在是房地产经济编委会成员。在俄亥俄州立大学房地产专业获得博士学位。

Funk: Bernhard Funk 是 Metzler North American GmbH 的管理主任。该公司成立于 1976 年，专门为了创造和管理北美的房地产投资而设。在德国，他获得了工商管理博士学位，接着工作在房地产投资和融资管理领域。他的研究专注于 REITS 和美国房地产市场。他用德语和英语出版了关于 REITS 和美国房地产投资方面的大量书籍。

Dr. David Geltner: 麻省理工学院房地产研究中心主任，都市研究与规划系 (DUSP) 房地产金融学教授。他负责该中心的总体规划与管理，同时负责发展房地产研究生 (MSRED)。哥特纳博士曾是辛西那提大学工商管理学院的房地产教授，从 1989 年开始教授房地产投资和金融的研究生课程。他现在的研究方向是房地产投资行为分析、资产评估以及私有资产市场运作。他于 1999 年作为特邀学术委员加入俄亥俄州教师离退休系统的房地产投资委员会 (Real Estate Investment Committee of the State Teachers Retirement System of Ohio)，这是拥有 60 亿美元作为直接管理房地产资产的养老金计划。他同时担任房地产投资信托基金国家委员会 (NCREIF) 的学术顾问以及 Perennial Capital Advisors LLC 顾问委员会委员。他于 1989 年获得麻省理工学院土木工程系基础设施金融与经济学博士学位，他还拥有卡耐基—梅隆大学和密歇根大学城市研究专业的学位。1998 年~2004 年间，作为访问教授赴英国里丁大学城市与区域学院科学学院土地管理系，并参与了一个研究计划。

Dr. Julia Gentgen: 2004 年她加入欧洲商学院的房地产研究小组，成为该小组的实习研究员，这个小组主要研究方向为：房地产投资学、房地产金融学和房地产估价。2007 年她在伦敦的一家投资银行工作，参加银行下设的房地产投资团队。Gentgen 分别在欧洲商学院和新加坡国立大学学习房地产和公司理财，于 2004 年从欧洲商学院毕业。2007 年她凭借关于房地产不良贷款的论文获得房地产博士学位。

Sascha Giest: 伦敦巴克莱银行房地产研究小组的副主任，这个小组主要负责与德国相关的大型房地产交易。他一直参与整个银行的起源、辛迪加组织和证券化过程。在加入巴克莱银行之前，Sascha Giest 曾经做过许多不同的工作，如企业并购、投资咨询等。在这之前他学过企业管理并且在德意志银行完成了一整套的培训计划。

John Glascock: 剑桥大学房地产经济学教授，新加坡国立大学房地产研究会咨询主任。他曾经是英国、中国、韩国、中国台湾等房地产信托公司的特聘专

家。John Glascock 发表了大量关于房地产信托公司的论文。

Dr. Alexander Goepfert: 国际法律公司富而德律师事务所的合伙人, 现在在德国杜塞尔多夫办公室上班。他在哥廷根和海德堡大学学习法律和艺术史, 并在科隆大学获得国际私法方面的法学博士学位。1986 年 Goepfert 进入法律公司参加工作, 并且长期在欧洲和德国的大型房地产项目中为国际投资者和项目开发者提供建议。他是处理有关房地产复杂交易的专家, 特别在税率、财政、计划等方面。

Dr. Robert Grassinger: 学习过经济学并且获得经济学博士学位。1977 年他作为策略主管进入了 Württemberger Hypo, 并在 2000 年~2002 年期间内, 担任其海外部门的副负责人, 主要负责国际贷款保险和银行的证券集团。2002 年~2004 年 Grassinger 担任金融市场部门主管, 负责财政部、资本市场、证券化和抵押贷款证券。2007 年以来, 他一直是 Hypo 不动产银行和 Hypo 房地产控股的董事会成员。

Volker Helms: 1989 年进入德意志银行工作, 1997 年调往墨西哥分部工作, 之前他在不同的岗位上工作过, 像合作银行、信贷、国际商务。1997 年~2005 年 Volker Helms 一直掌管着德意志银行墨西哥分行的全球贸易来往。之后他便负责促进与美国和拉丁美洲的贸易往来。2007 年他在德国巴登-符腾堡州银行墨西哥分行担任首席代表。

Ralf Herfurth: 2002 年 12 月他被任命为法兰克福巴克莱资本的总经理, 主要负责与德国和奥地利的投资银行业务。在这之前他从事并购融资、结构性融资和公司融资工作。Herfurth 在美国里海大学获得管理学学士学位。

Julian Hester: 伦敦巴克莱银行经理, 获得曼彻斯特大学经济学和管理学双学士学位。在做了 10 年 IT 咨询顾问后, 2002 年开始在巴克莱银行工作。2003 年他加入伦敦的证券公司团队, 进入德国的哈勒姆交易项目, 并于 2004 年完成。2004 年后, 他在德国完成了不少著名的有关房地产部门多户家庭交易的项目, 最近的一个项目就是格兰德公司项目。

Bernhard Kaiser: 国际法律公司 Freshfields Bruckhaus Deringer 的合伙人, 现在在法兰克福办公室工作, 他是 1994 年加入该公司的。他是融资业务组的成员, 特别擅长证券化及其相关的财政业务。Kaiser 先生出生于 1959 年, 家乡在德国的 Ludwingshafen。他曾在曼海姆大学、海德堡大学以及哥伦比亚大学(纽约分校)学习, 并在哥伦比亚大学获得法学硕士学位。在进入公司之前, 他曾在纽约的一家大型法律公司工作过两年。

Laudenklos: 就读于法兰克福大学。2000 年加入富尔德律师事务所法兰克福办公室, 2005 年成为其合伙人。他是公司的一名财务实务小组成员, 也是房地产融资以及杠杆融资方面的专家。

Leibold: 德国银行 E&G 基金总经理。2000 年成为 E&G fund immobilienaktien europa 的财务经理。2006 年他帮助建立亚太地区地产股基金。他是 SEE Real Estate AG 的主席, 积极推动建立了该公司。他定期对上市房地产公司发表文章并进行演讲。2000 年他编写了《欧洲地产股》一书。1989 年~1998 年他在德国、法

国和俄罗斯的国际银行工作。

Linneman: 里德曼彼得教授是里德曼公司的负责人。他从1979年起成为宾夕法尼亚大学沃顿商学院的教员, 并且是沃顿房地产系的创会主席。

Lorenz: 在多特蒙德大学主修数学、辅修经济。1997年毕业后成为 Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG 的专家。2002年她成为财政部的重要成员, 2004年2月她加入了 Aareal 银行。

Louargand: Saltash Partners LLG 的负责人, 该公司由他成立于2007年。1994年~2007年他担任该公司的共同创立者、总经理和主要投资策划人。他曾是 MIT 房地产中心的教员。

Marr: 在波恩、日内瓦、科隆学习法律并毕业。在他修习商法博士期间, 花了十个月在波兰华沙做研究, 1999年作为联合抵押银行资本市场分工的分析员开始工作, 2003年~2004年在莱比锡商学院完成 MBA。从2007年起在威斯巴登的 equitygate AG 做助理。

Meiwirth: 在德国明斯特大学读工商管理专业。经过在 Henkel-Group (Düsseldorf) 的培训项目, 他继续在工业粘合剂公司担任工程项目经理。1999年他以产品开发和工业销售部门 CEO 助理的身份加入到 DEGI (the Dresdner Bank AG, Frankfurt) 的房地产投资企业。2003年他成为 CSAM 房地产 (KAG) 客户组合管理和产品开发部门的经理。

Mietzner: Diplom-Kaufmann Mark Mietzner 在法兰克福大学读工商管理专业。2004年~2008年在明斯特大学和欧洲商学院 (EBS) 做科研助理。他的研究兴趣主要集中在金融和资本市场理论领域, 着重研究私人股本和对冲基金行为。除了潜心做研究外, 他还在法兰克福大学、明斯特大学、列支敦士登大学、欧洲商学院讲课。

Mitropoulos: 他获得经济学学位, 最近作为资深房地产和股票的战略家, 在法兰克福德意志银行的私人资产管理集团公司工作。1994年~1995年他在德国美国茨大学经济政策研究所做研究助理, 同时完成了博士论文。1996年成为 DB 研究团队的一员。2005年重返德意志银行工作。

Moritz: 甘道夫·莫里茨于2007年2月加入 Brunswick。1991年在波鸿和多特蒙德大学获得经济学学位后, 便在 Frankfurt based VWD 新闻机构做商业版编辑。1997年跳槽至华尔道夫 SAP AG 担任投资者关系部负责人。

Nass: 就读于德国霍恩海姆大学国际会计和金融、公共财务与国际经济专业。2006年毕业后加入 Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, 同时负责建立亚太地区 E&G 资产股。

Park: 亚伯拉罕·帕克在伯克利大学取得经济和法律双学位, 在哈佛大学取得公共政策 MPP, 在剑桥大学取得房地产金融博士学位。他在美国从事法律和商业工作, 在朝鲜做过管理咨询, 在伦敦从事商业开发和房地产研究。最近他在佩珀代因大学商业研究所担任副教授。

Piazolo, D.: 毕业于伦敦商学院和耶鲁大学。1995年~2002年, 他在基尔的

世界经济研究所做研究员，并在经济金融刊物发表了大量文章，其中三篇获得了国际性奖励。2002年~2005年，作为资深经济学家和管理学家为巴特霍姆堡 Feri Rating & Research 工作。2005年10月作为常务董事加入 IPD 房地产投资公司。2008年转至伦敦房地产投资公司董事会工作。

Piazolo, k.: Katrin Piazolo 教授是 ABS 领域的专家，也是法兰克福 Helaba 州立银行抵押债券凭证(CDO)的负责人。她从事的工作包括分批的多结构金融产品的评估和 ABS、CDO 交易的监管。2002年加入了 Helaba 州立银行的公司财务部门。在来法兰克福之前，她在世界经济的基尔研究所工作了7年，研究资金流、贸易和环境的内在关系。Katrin Piazolo 教授在华盛顿(DC)居住了5年，在柏林和基尔学习经济学。她的博士论文获得了 Bernhard Harms 奖和基尔大学的 Faculty 奖，另外她还获得了 Deutsche Studienstiftung 的奖项。

Rosenthal: 2000年就职于阿克曼齐夫房地产集团，担任常务董事经理。他在该公司的工作包括承销过程的各方面，即采购、评估、建构以及洽谈众多领域资产类型的投资。他在该集团创办了夹层债务平台，而且是夹层融资的主讲嘉宾和出版作者。加盟阿克曼齐夫房地产集团之前，他在萨切尔普罗菲特和 Wood(总部在纽约的大型公司，作为房地产交易企业借贷机构的代理)学习了房地产法律知识。他曾经在毕马威会计师事务所做过审计师和税法律师。他取得了皇家学院的会计与经济学学位以及纽约大学法学院的法学博士。他在纽约是一名注册公共会计师，也是纽约和新泽西的职业律师。

Rottke: 博士、教授。在国际大学城-Reichartshausen 的欧洲商学院中，他创办了房地产管理学会，并担任执行董事一职。除了身为房地产银行业的一名教授，他还作为学院理事管理着本科生、毕业生及研究生与房地产有关的项目。在从事教育与研究工作之前，他曾在房地产公司从事高收益的投资工作。2004年他所做的房地产私有股份的投资研究，获得了德国房地产研究会授予的优秀研究奖。他是德国城市土地学会执行委员会和房地产行业协会管理董事会的活跃成员。不仅如此，他还是皇家特许测量师，也是首个 ENRESO 房地产能源管理研究小组的一员。

Rugemer: 他于2006年成为威斯巴登股份有限公司的一名合伙人。作为常务董事，他主要负责德国乃至欧洲大中型企业融资顾问的工作，这些公司的业务集中在公用事业、可再生能源、造纸、房地产以及化工方面的大型复杂结构融资的近期交易。他于1994年在德意志银行开始职业生涯。1995年在证券化公司的第一个职位以及之后伦敦财政部门的工作给他提供了在结构融资领域锻炼的机会。1999年，他在伦敦西德意志银行股份有限公司的证券和财政部门工作。2003年底，他来到英国保险有限公司 Ambac 工作，担任经理一职，主要负责东西欧结构融资交易的起草和构建工作，这些交易涉及公用事业、运输、电信以及基础设施方面的公司证券化和项目融资。1993年他取得巴黎索邦大学的经济学位，1994年取得乌帕塔尔综合大学的经济学硕士学位。

Schafer: 在博士生导师 Bernd Rudolph 指导下，他获得了法兰克福歌德大学的数学硕士学位和工商管理学博士学位。1993年~2000年他在路德维希-马克西米

利大学慕尼黑管理学院金融系工作,担任教授助理一职,在这里他度过了博士后阶段。2000年他从事过代理和投资组合管理的工作。2000年~2006年,他在科隆大学、茵斯布鲁克大学以及弗莱贝格工业技术大学任职。2006年他就成为拜罗伊特大学银行与金融专业的全职教授,同时也是银行政策和银行监管研究中心的一员。他曾加入美国经济学会、德国金融学会、欧洲金融学会、德国工商研究学术学会、德国经营研究学会以及工商管理学会。他主要研究衍生物、风险管理和资本市场理论。

Schenk: 作为 Hypo 房地产集团基金会的常务董事和经理,1998年他成为 Hypo 国际房地产银行机构的创始人之一,2000年被提升为总部负责人。作为按揭证券的负责人,他主要负责2001年10月~2004年4月国外部门的所有证券化活动。2004年4月~2006年3月,他成为资本市场部门的主管,该部门的业务主要涉及资金融资、证券化活动以及银行中的按揭贷款投资项目。2006年他在 Hypo 国际房地产银行机构美国分公司工作一年。从2007年起,他就一直担任 Hypo 房地产集团基金会的经理,并负责资金融资活动。

Schiereck: 经济学博士兼教授的他被欧洲商学院任命为银行与融资业的主席。他曾在基尔大学学习经济学。1993年~2000年在曼海姆大学担任研究与教学助理,在这里他获得了博士学位(论文题目为机构投资者的执行问题)且取得了特许任教资格(论文题目为银行业务与借款人抵押品的保证)。2000年~2002年他在维滕/黑尔德克私立大学的资本市场和企业管理专业担任教授。2002年他担任欧洲商学院房地产系的主任,主要研究并购、房地产投资银行业与金融市场的信息流通。

Schneider: 2005年在安永会计师事务所(E & Y)的房地产交易咨询小组开始职业生涯。在该事务所,他主要从事房地产交易工作,例如德累斯顿银行与丰泽投资集团有限责任公司近2.1亿的房地产投资组合。2007年他到雷曼兄弟国际房地产集团工作。雷曼兄弟国际房地产集团的业务包括初级、高级与引渡融资以及股票交易。作为公司合伙人,他的责任在于金融分析、房地产承销、尽职审查和研究。他在埃朗根-纽伦堡大学取得了工商管理学士学位和经济学博士学位,并在哥伦比亚大学取得了房地产发展硕士学位。

Schram: 2008年在荷兰资本市场亚洲子公司负责美国顶级风险投资机构与资产担保市场在亚太地区金融方面的执行与起草工作。他于2003年进入荷兰资本市场资产证券化小组工作。在比荷卢资本市场中,他主要负责荷兰重复发行的资产抵押证券交易的起草与构建。除了诸多的资产抵押证券交易活动外,他还负责策划了希腊首个住房贷款担保证券交易。

Stephan: 1987年她在波恩的德意志邮政银行有限公司开始了学徒生涯。1991年开始在亚琛应用科学大学学习经济学,并于1995年取得学位证书。之后,她在德国北德意志州银行担任债券交易员,主要负责证券化工作。产假过后,她从事资本市场专业工作,直接向董事会汇报资产与公共融资,除此之外她也是库务署的负责人。2007年1月她来到Aareal银行有限公司资产可靠性管理组工作,主要负责结构性信贷与公众投资部分的工作。

Streckel: 计算机专业毕业,并取得工商管理文凭后的他又于2003年在德

国尼尔廷根-盖斯灵根大学学习房地产管理专业。在读期间,他曾就职于德国封闭式地产基金、德国福克财团、瑞银房地产 KAGmbH 投资公司以及卡泰拉房地产公司。2007 年加盟德国 IVG Immobilien 房地产股份公司,负责该公司财务部门的投资组合策略与风险管理。

Striwe: 拥有工商管理硕士学位的他曾就读于欧洲商学院、奥斯特利希温克尔大学,2007 年之后在澳大利亚邦德大学与美国的伊利诺伊大学度过了海外求学生活。他在仲量联行和安永会计师事务所的房地产部门实习过,也在德国商业银行和德意志银行获得了银行业方面的工作经验。2007 年起他在欧洲商学院房地产管理所任研究助理并攻读博士学位。作为科洛尼亚房地产投资中心的经理,他主要负责管理与房地产投资有关的商学院学生和公司。

Swain: 2007 年 9 月她成为德克萨斯大学的研究和技术转让系统办公室-商业发展的副校长助理,主要从事关于德克萨斯新兴技术基金的协调工作以及风险资本评估和德州大学系统创办公司投资的策略研究。她于 2005 年加盟德州大学系统,担任投资总监,曾是机构投资委员会的一员。做过投资组合高级管理者的她,曾担任过资产管理公司的首席执行官和区域发展企业的首席财务官。担任大学老师期间,发表过数篇论文,为金融业的发展作出了贡献。她获得了伊利诺伊大学的经济文学学士和金融理学硕士学位,并在斯坦福大学商学院完成了研究生学习。

Thomas: 曾在德国明斯特大学学习工商管理。1996 年在欧洲商学院取得博士学位,研究方向是德国房地产市场行为指数的发展。2006 年起他便成为欧洲商学院房地产管理专业的主席,与此同时他也是威斯巴登资产投资的执行理事。如今他是德国房地产研究学会的副主席以及欧洲房地产学会的前任主席。2000 年成为英国皇家特许测量师学会的成员。

Trutwein: 欧洲商学院毕业后于 2003 年加盟德意志银行。从那以后,他便有机会承担各种国际责任,如伦敦、米兰、新加坡、纽约。在他工作的第一年里,主要负责意大利食品和美国自动化方面的工作。之后,他便负责 DB 公司的国际化工信贷投资组合策略分析。2007 年他成为对冲基金信贷风险管理全球负责人的行政助理。从风险角度来看,他的专业包括结构融资方法、萧条企业的复杂借贷组合。目前在欧洲商学院 Schiereck 的指导下攻读博士学位,主要研究信贷缺失期和相关的资本市场活动。

Vespermann: 在德国、英国、法国和荷兰的国际管理学院学习国际工商管理。他拥有 15 年以上的房地产专业经验,在 2003 年 5 月(作为房地产投资联合主管)加入 CSAM 的资本投资公司之前,他曾为 DB 房地产的开放式基金和 Deka 房地产效力。

Volckens: Hans Volkert Volckens 是律师、税务顾问和税务执业律师。在他作为工业经理培训之后,在哥廷根大学和慕尼黑大学进行大学教育。2000 年他取得了奥斯纳布克大学法学博士学位。2000 年他加入 BBLP 百达律师事务所,并且在 2005 年成为股权合伙人。他是税法、投资税法和投资法领域的专家。目前他向发行新税制优化资本市场产品的几家机构提供建议,支持德国房地产公司基于引进的德国房地产投资信托基金结构去重组企业。

Westerheide: Peter Westerheide 博士在德国维滕/黑尔德克大学研究经济学。1994 年毕业后成为欧洲经济研究中心国际金融和经济管理部门的一名研究人员。1995 年 12 月~1998 年底在明斯特大学经济系做研究,并在 1998 年获得博士学位,博士论文是在社会市场经济框架下储蓄激励的目标和效率。1999 年, Weterheide 博士回到了欧洲经济研究中心国际金融和经济管理部门继续做研究人员。2001 年晋升为高级研究员和部门副主任。他现在主要的研究领域包括私人养老基金、储蓄行为、公司融资、房地产市场和房地产融资。

Zell: Sam Zell 是论坛公司的主席兼 CEO,也主管住宅地产的产权、生活方式地产产权、资本信托等。最近他担任 Equity Office Properties Trust 公司(美国最大的办公房地产投资信托公司)的主席。Zell 先生也是他自己私人企业投资公司的主席(股本投资集团),这个公司是房地产业内三个最大房地产投资信托公司的鼻祖。Zell 还是美国境外一个私人创办的国际股票的主席,也是与房产相关的带头投资者。他还任职于 JP 摩根的国家咨询委员会、欧洲抵押银行国际顾问委员会、密西根大学总统顾问委员会,和密西根大学商学院一起创办 Zell/Lurie 企业中心。他是宾夕法尼亚大学沃顿房地产中心的长期支持者,还在西北大学的风险管理中心兼职。

目录

Contents

A 基本原理

A1 房地产公共债权与私募债权、公共股权与私募股权的联系与区别

1	前言	1
2	基于交易的房地产开发方法	2
3	房地产市场的功能	4
4	公共/私募股权市场、公共/私募债权市场	7
5	美国的次贷危机：房地产和资本市场的联系	14
6	结语	16
7	参考文献	18
8	引用文献	20

A2 资本市场和实体市场的联系：房地产的驱动者

参考文献	27
------------	----

A3 房地产股票及房地产投资信托与普通股票、债券、消费者物价通胀的协整分析——跨国比较

1	引言	29
2	文献综述	30
3	实证分析	32
4	风险和回报概况	34
5	相关性分析	36
6	协整分析	37
7	结论	40
8	参考文献	41

A4 重塑全球风险—回报关系的动力：信托管理标准

1	引言	43
---	----------	----

2	动态的全球性力量以及相关风险	44
3	机构投资信托公司	48
4	自我管理	49
5	组织者的风险管理	53
6	结论	55
7	参考文献	56

B 股票资本市场

B1 作为战略投资的间接房地产

1	作为资产分配组成部分的房地产	59
2	间接房地产投资的种类	60
3	房地产投资组合的障碍	65
4	对投资者的建议	69
5	参考文献	69

B2 德国的开放式房地产基金

1	简介	71
2	简要的概念表述	72
3	由于每日交易所导致的投资高替代性	72
4	必要的法律基础	72
5	重要的组织和监管机构	73
6	股票价值的评估	73
7	允许的投资	74
8	业绩构成	74
9	财政透明度	74
10	核心的产品特征	74
11	开放式房地产基金的主要投资风险	75
12	对通货膨胀贬值的保护	75
13	吸引人的减免税额	75
14	投资的目标	76
15	流动性管理	76
16	允许暂停赎回份额的调整条款	77