

房地产投资基金

——组织、模式与策略

任纪军 编著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资基金:组织、模式与策略/任纪军编著. 北京:经济管理出版社,2005

ISBN 7-80207-418-5

I. 房... II. 任... III. 房地产—投资—基金—研究
IV. F293.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 122022 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:

经销:新华书店

选题策划:谭伟
责任编辑:张马

技术编辑:杨玲
责任校对:秀木

787mm×1092mm/16
2006年1月第1版

18印张 266千字
2006年1月第1次印刷

印数:1—4000册

定价:38.00元

书号:ISBN 7-80207-418-5/F·404

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街2号

电话:(010) 68022974

邮编:100836

前 言

2004年6月我开始动笔写《房地产投资基金——组织、模式与策略》，在写房地产市场现状等书稿的引子时，深感房地产业有太多需要说明白的问题，自己有感而发，不吐不快，结果越写越多，一发而不可收，洋洋洒洒地写了十几万字。只好改变写作计划，把引子独立成书，写就了《破解乱局——重整中国房地产经济》一书。2004年秋，我与好友胥和平聊起我正在写一本《房地产投资基金》的书，而且把书稿的引子写成了一本书。自嘲自己不擅写书，只擅写书的引子。和平笑称，有的经济学大师就是把引子写成不朽之作而流芳百世。并举证说，有一位经济学大师计划写作6册、24部的鸿篇巨著，最后尽其毕生精力并在生前挚友的帮助下完成了计划的1/24即第一部，也就是一个引子，而这个引子成为经济学划时代的名著，研究这部名著成为经济学的分支。这位经济学大师就是马克思，他写作完成的“引子”名著就是《资本论》。我笑答，我不求流芳百世，只求流通万册。

我是个写书的慢手，写作《破解乱局——重整中国房地产经济》花费了近一年的时间。2005年4月为了扭转我“引子”写手这一不良称号，只好杀了个回马枪来完成《房地产投资基金》一书的写作，为自己正名。

中国房地产业正面临着产业资本和金融资本的融合乃至升级的关头。房地产业通过各种类型的房地产投资基金与资本市场全面接

轨，将会使我国的房地产业从一个主要由私有资本支撑的产业过渡到主要由公众资本支撑的大众投资产业，这将造成房地产业一次脱胎换骨的巨变。这种转变过程将在未来五到十年造成我国房地产业最大的一次商业机会，可能造就一批房地产投资经营的巨头。而知识是投资者取得成功的第一要素。我希望本书对能够把握住房地产业战略机遇的企业的成功转型和升级，尽些绵薄之力。

我要感谢支持我、鼓励我创作书稿的朋友、同事和亲人。我想诉说的是：你们曾经给予的期盼、鼓励、帮助和支持是我写作的动力。每当我回想到此，都心存深深的感激。

沈志渔是我在中国社科院亦兄亦弟的同事，现任经济管理出版社总编辑。当我 2004 年把写作《房地产投资基金》的计划告诉他时，志渔表示大力支持，认为选题不错。志渔是那种干什么事都特别认真的人，带着深度的眼镜，当强调自己的观点时有时爱重复自己说过的话。这次，当他重复支持我写书的话时，我心花怒放，深刻地感到那句至理名言的精辟，“真理是不怕重复的”。然而半年之后，我把《房地产投资基金》的引子独立成专著硬塞给志渔。面对我的“狸猫换太子”，志渔“逆来顺受”，依然替我出主意想办法，让人感觉到诚挚的友情。也成就了《破解乱局——重整中国房地产经济》的出版。这次《房地产投资基金——组织、模式与策略》付梓，还是承蒙志渔的支持。对志渔的支持和鼓励，我深表感谢。

经济管理出版社编辑部主任谭伟，对书稿的出版、设计、销售等进行了策划，而且还给我提高了稿费，在此一并表示感谢。众所周知，目前我国的出版业存在着市场经济初期的特点和制度缺陷。在这种出版体制下，作者就像奶牛，吃的是青草，奉献的是奶。能够增加点稿费，在青草中加些“料豆”，“奶牛”的心理也多少会平衡一点。

对外经济贸易大学的李娜同学，帮助我查找资料、借书、录入等。对此，我表示感谢。本书也凝结着她的劳动成果。

本书是在总结现有的研究成果的基础上编著而成，感谢译者把大师的佳作翻译过来，也感谢国内同仁的研究成果，我已经在参考文献中一一列出。

房地产投资基金不论对于房地产业还是对于金融业都是一个崭新的领域，不论对于理论界还是工商界都是一次创新的过程。由于我才疏学浅，本书难免会有很多错误乃至谬误之处，敬请读者不吝指教。我的电子信箱：jijunren@sohu.com。

在《房地产投资基金》付梓之时，我正在快马加鞭地写作我的下一部书《不动产经营》。这是我国第一本关于企业不动产经营的著作，是大中型企业的不动产经营管理的基本知识读本。在不动产投资热的今天，我希望《不动产经营》的出版将有助于企业利用不动产资源提高企业的竞争优势，并且通过制定适当的不动产经营战略和策略，把不动产变为企业新的利润增长点。

任纪军

2006年1月于北京

第 1 章 房地产基金概述

1.1 房地产基金的概念

1.1.1 房地产基金的概念

房地产投资基金是从事房地产的收购、开发、管理、经营和营销获取收入的集合投资制度。它可以被看成是为投资者从事其自身的资金和管理能力所不能及的房地产经营活动的一种融资形式。房地产投资基金通过发行基金证券的方式，募集投资者的资金，委托给专业人员专门从事房地产或房地产抵押贷款的投资，投资期限较长，追求稳定连续性的收益。基金投资者的收益主要是房地产基金拥有的投资权益的收益和服务费用。基金管理者收取代理费用。

房地产投资基金证券是指由房地产基金发起人向社会公开发行人或者私募的，表示持有人按其所持股份享有财产所有权、收益分配权和剩余资产分配权的凭证。

房地产投资基金的组织形式可以采用以任何一个合法的集合制度形式存在，如股份公司、有限合伙公司或契约型基金。在美国，房地产投资基金主要采用公司制和有限合伙制的组织形式。房地产投资基金也是投资房地产的各种基金组织形式的总称。

1.1.2 房地产基金与股票、债券的联系与区别

1. 房地产投资基金与股票、债券都是有价证券

房地产投资基金证券是一种有价证券。虽然它自身没有价值，但由于它代表着证券持有人的资产所有权、收益分配权以及剩余资产分配权等权宜，因此能够在市场上进行交易，并在交易过程中形成自己的价格。作为有价证券，房地产投资基金证券有着与股票、债券共同的特征。另外，投资者不论购买房地产投资基金、股票还是债券等，其目的无非是为了获得更大的经济利益，对投资者而言，它们都是资本市场上的投资工具。

2. 房地产投资同时具有债券和股票的特征

房地产投资具有债券和股权的综合属性，从纯债权到纯股权的具体程度因投资房地产的类别而异。这种债权和股权的综合属性及其分散性特点使房地产成为一个独特的资产类别。在一个极端，以抵押贷款为形式的房地产资产类似债券。在另一个极端，饭店投资类似参与股本股票的特征，因为饭店出租房间时间短，通常每次只出租一晚，饭店资产缺乏房地产在长期租赁中所具有的稳定性，对饭店投资所需的精心管理使实际投资特征更类似于经营企业。大多数的房地产是介于两者之间，既有债券的特点又有股票的特征。

3. 房地产投资基金的收益和风险处在债券和股票之间

与房地产投资的特点相适应，房地产投资基金的收益和风险处在债券和股票之间，即房地产投资基金的收益和风险高于债券的收益和风险，低于股票的收益和风险。房地产投资基金在证券市场上具有中等的收益水平和风险。

4. 房地产投资基金的证券价值具有不确定性

由于房地产及其投资基金具有的特性以及其估值的不确定性，所以关于房地产投资基金所投资的房地产和抵押贷款的价格信息不容易获得，特别突出的是获取部分物业增值收益的抵押型房地产投资基金，致使房地产投资基金的证券价值的不确定性高于大多数拥有经营性资产行业的企业股票。在美国，证券市场上房地产投资基金的证券价值普遍被低估，以致造成一些房地产投资基金

认为其证券价格没有反映其当前资产的价值，而清算其部分或全部资产。

1.1.3 房地产基金与抵押贷款证券的联系与区别

房地产投资基金和抵押贷款证券是房地产证券化的两个分支和组成部分，都是房地产资本市场的投资工具，都是为了推动房地产业和房地产市场的发展。但是房地产投资基金和抵押贷款证券仍具有不同的特点。

1. 发行主体不同

房地产投资基金的发行主体是房地产信托投资公司、房地产有限合伙公司、房地产经营公司、开发建设公司等。房地产抵押贷款证券化的发行主体是金融机构，或者是房地产借贷市场的债权人、担保人等。

2. 发行证券形式不同

房地产投资基金的证券形式是股票、受益凭证，房地产抵押贷款证券化的证券形式是债券。

3. 发行目的以及对房地产市场的影响不同

房地产投资基金筹措资金投资于房地产市场中，以比较直接的方式促进房地产业的发展。房地产抵押贷款证券化是为了提高资金的使用效率、提高银行资产的流动性，同时逐渐扩张贷款规模，以间接的方式促进房地产市场的发展。

1.1.4 房地产基金与证券基金、创投基金的联系与区别

由于房地产具有自身的特点，使房地产投资基金具有既不同于证券投资基金，又不同于创业投资基金；既类似于证券投资基金，又类似于创业投资基金的特点。

1. 投资对象和投资组合的异同

房地产投资基金主要是实物资产投资和不动产经营管理，是实业的经营。在这一点上，与创投基金相同。如果在中国目前不规范的房地产市场收购项

目、投资股权、抵押贷款，其操作的难度和方式更类似于创业投资。但是少数房地产投资基金投资房地产上市公司的股票和房地产抵押贷款债券，这与证券基金投资虚拟资产——证券相同。

证券投资基金是通过投资组合分散风险，房地产投资基金与创业投资基金类似，不能实施投资组合，而是专注于投资特定房地产类别和区域，通过专业化和投资不同阶段的项目来分散投资风险。

2. 证券化程度的异同

房地产投资基金是不动产证券化，其本质是资产的高度流动性和信息的公开性，与创业投资基金投资于未上市企业股权这种不具有流动性的资产相去甚远。在国外房地产投资基金证券在公开市场流动的资产都属于证券法调整的广义证券范畴和证券监管机关管理范围，使房地产投资基金类似于证券投资基金。

3. 资金的募集方式的异同

房地产投资基金和证券投资基金都是既有开放式基金，又有封闭式基金；既有公募基金，又有私募基金。房地产基金是以封闭式的公募基金为主，证券投资基金是以开放式的公募基金为主。与此不同的是，创业投资基金主要是由机构投资者出资而不是中小散户认购。小散户对创业投资的认识不够，不能承担这份风险，一般不会投入创业投资基金。因此，创业投资基金通常不上市，一般采用有固定期限的封闭式私募基金的方式。

4. 获取收益方式不同

证券投资基金的主要收益来自于证券的买卖价差，利息、股息等收入中只占其收益的一小部分；创业投资基金的收益主要来自于投资成功后的股权转让收益。房地产投资基金的收益主要来自于房地产租赁经营的收入和抵押贷款利息收入，也可通过转让资产和股权等途径获得投资回报。

5. 投资风险不同

证券投资基金的风险主要来自于影响股票价格变动的系统性风险。创业投资基金的风险主要来自于项目筛选的失误以及证券市场的变化，其风险相对较高。房地产投资基金的风险主要来自于被投资房地产的经营风险、行业的周期

性风险。

1.2 房地产基金的类型

1.2.1 开放式房地产基金和封闭式房地产基金

房地产投资基金根据基金证券是否可赎回，即按基金规模是否固定，可以分为开放式房地产投资基金和封闭式房地产投资基金。采用共同基金组织形式的综合房地产基金属于开放式基金，而采用有限合伙制（MLPs）形式的房地产投资基金多为封闭式基金。

1. 开放式房地产投资基金

开放式基金是指基金股份总数是可以变动的基金，它既可以向投资者销售任意多的基金证券，也可以随时应投资者要求赎回已放行的基金证券。

1970年，美国谨慎人寿保险公司创办了自己的开放式房地产基金，该基金于20世纪80年代中期发展成为规模最大的综合房地产基金，拥有数十亿美元的资产。作为债券和普通股票共同基金的一种，开放式房地产基金的主要吸引力在于其房地产股权的投资和更高层次的流动性。开放式房地产基金需要赎回有意退出基金成员的股份。赎回这些股份的资金来源是：以现金和可买卖证券的形式保留一小部分资产，投资的当期收入，销售房地产的价款和新投资者的入资。

通常情况下，上述的流动性仍远不能满足各种赎回情况的实际需要，因此赎回行为也是有条件的，并受到限制。依据特定的综合房地产基金的成员们共同签订的经营协议中的有关赎回的具体条款而定，绝大多数开放式综合房地产基金的协议条款均明文禁止强制清算资产去满足赎回行为。因此，当许多投资者迫于市场压力而同时希望撤回资金时，综合房地产基金的流动性便会消失。在这种情况下，要满足所有的赎回需求，综合房地产基金只能出售持有的房地

产。因此，综合房地产基金的流动性就变得与其拥有的房地产的流动性相差无几。实质上，开放式综合房地产基金只有当赎回要求不超过其房地产组合资产中流动性资产的价值额时，才具有赎回能力。

开放式房地产投资基金在确定资产的现行价值上还存在着问题。房地产投资基金不同于共同基金，共同基金投资于股票和债券，因而能够依据每日的市场行情来确定其股份价值。而开放式房地产基金投资的房地产并不经常交易，从而无法获得市场的即时价格信息。因此，在很大程度上必须依靠评估来确定股份价格。尽管人们已在房地产价值评估和房地产资产绩效测量的步骤和方法的标准化方面取得了很大的进展，但是房地产评估仍不是解决准确的市场价格的好方法。综合房地产基金定期进行房地产资产评估工作。每年雇用第三方独立评估人员为每宗房地产进行专门的评估，以确定综合房地产基金的股份价值。这一评估股份价值可同时作为加入或退出综合房地产基金决策时所使用的现行价格。

2. 封闭式房地产投资基金

封闭式基金是指基金的基金证券数目在基金设立时就已经确定，在基金存续期内基金证券的数目一般不会变化，但是出现基金扩募的情况除外。封闭式房地产投资基金可采取多种组织形式，如房地产投资信托、有限合伙和契约型房地产投资基金等。对于组织形式的选择部分地决定于基金的投资目的。

封闭式房地产投资基金不同于开放式投资房地产基金，一旦达到所需的筹资额，就不再接纳新投资者了，并按照将预先制定的房地产投资方案进行投资。封闭式房地产投资基金这种具有固定出资总额的特点，正适合了养老基金的投资需求，使之成为养老基金的一种灵活的投资工具。比如，基金经理人应养老基金的委托确定购买房地产的类型。

封闭式房地产投资基金的投资者按市场价格计价购买基金证券，与开放式房地产投资基金以评估价值计价购买基金证券不同，投资者所拥有的基金证券是按其投资基金的比例来计算的。

由于房地产投资基金的投资标的是房地产，而房地产的市值一般难以客观评定，因此房地产投资基金的净资产价值无法每天计算，使得房地产投资基金

不太适合以开放式基金的方式设立，绝大多数房地产投资基金皆以封闭式基金方式募集。由于封闭式房地产投资基金筹集够了预计的资本金额后便不再接纳新投资者，因而也就不需要频繁的评估工作。一般来说，封闭式房地产投资基金的评估工作每年进行一次，以重新确定基金持有的资产价值，为投资者提供了资产组合业绩的信息。

多数封闭式房地产投资基金只存续一定的期限，一般为7~15年，期限届满便清算结束经营活动。这期间，投资者若想撤回基金证券投资，需要在股票市场上销售持有的基金证券；对于私募基金来说，惟一的办法就是找到愿意购买其证券的潜在投资者。交易时的基金证券价格可能高于或低于卖主加入基金的成本。

不少房地产投资基金在公开发行之初是限定份额的封闭式基金，但同时附有的在遇到新投资机会时可以发行新股份的选择权。这就省去了每次发行新股份时的审批与注册费用。募股说明书中必须明确是否存在发行新股份的选择权。

1.2.2 私募房地产基金和公募房地产基金

房地产投资基金根据资金募集方式，可以分为私募房地产投资基金和公募房地产投资基金。

1. 私募房地产投资基金

私募房地产投资基金是指通过非公开方式，面向少数个人和机构投资者募集资金而设立，以房地产为投资对象的投资基金。私募基金不得通过公开方式，例如通过媒体披露信息，发售基金单位，只能以电话、信函、面谈等私下方式征询特定的投资者。一般而言，各国的法律法规都明确限定了私募基金持有人的最高人数和投资者的资格要求，以防止私募基金风险失控而给证券市场带来巨大的冲击。

与面向公众投资者的公募房地产基金相对照，私募房地产投资基金是面向特定投资者募集设立的基金，融资圈子小、门槛高，一般是为大机构投资者量身定做的理财工具。通常情况下，是有一个在市场上有良好业绩和声誉的基金

经理人先设计出一个房地产投资计划，再去游说一些大的投资者组建而成的。在国外，私募房地产投资基金完全是当事人自行签订的商业契约，只要有投资者愿意把资金交给管理者运作就行了，无需经过监管当局审批。运作良好的私募基金可以申请转为公募。在美国，有少数封闭式房地产基金是私募基金，例如，为养老基金专门设立的房地产有限合伙基金和专门资本账户等。在我国，信托投资公司的房地产信托计划和类房地产基金的房地产投资公司是私募基金。

2. 公募房地产投资基金

公募房地产投资基金，是指以公开发行人方式向社会公众投资者募集基金资金并以房地产为投资对象的投资基金。公募基金可以通过各种媒体披露发行信息，既不限制投资者资格，也不限制投资者人数。公募房地产投资基金的市场准入条件苛刻、市场透明度高、政府监管严格、运行费用高。在美国，大多数房地产投资信托和部分有限合伙房地产基金是公募房地产投资基金。

1. 2. 3 权益型、抵押型和混合型房地产投资信托基金

房地产投资信托基金根据盈利模式可以分为权益型房地产投资信托、抵押型房地产投资信托和混合型房地产投资信托三种房地产投资信托模式。根据美国学者对美国证券市场的实证分析的结果，权益型房地产投资信托的绩效一直优于抵押型房地产投资信托和混合型房地产投资信托。

1. 权益型房地产投资信托 (Equity REITs)

权益型房地产投资信托直接投资并拥有房地产，其收入主要来源于拥有的房地产的经营收入。收益型房地产投资信托的投资组合视其经营战略的差异有很大不同，但通常主要持有购物中心、公寓、办公楼、仓库等收益型房地产。基金的收益不仅来源于租金收入，还来源于房地产的增值收益。投资方式主要有两种：一种是直接收购房地产物业进行经营管理；另一种为投资房地产公司，通过间接方式投资房地产资产，采用该类方式的目的主要在于通过投资企业的方式来适应房地产地域性强的特点，可以实现多地区经营，同时也能满足

房地产物业投资巨大的资金需求，实现多元化经营，从而达到降低房地产行业的系统风险的目的。

2. 抵押型房地产投资信托 (Mortgage REITs)

抵押型房地产投资信托主要以金融中介的角色将所募集资金用于发放各种房地产抵押贷款，房地产经营者以房地产作为抵押，从基金借入长期贷款，收入主要来源于于发放抵押贷款所收取的手续费和抵押贷款利息，以及通过发放参与型抵押贷款所获抵押房地产的部分租金和增值收益。抵押型房地产投资信托也可因其投资对象不同而分为多种类型。其投资对象包括住宅开发、旅游景点开发、商业开发、直接抵押贷款、参与抵押贷款、抵押贷款担保债券等。抵押型房地产投资信托的收益与权益型房地产投资信托的收益相比波动性大，当贷款利率高时获利较多，而当利率下降时，收益则减少。

3. 混合型房地产投资信托 (Hybrid REITs)

混合型房地产投资信托既进行房地产权益投资，还从事房地产抵押贷款，所以它是权益型和抵押型房地产投资信托的混合体，带有权益型和抵押型房地产投资信托的双重特点。

1.2.4 有限期和无限期房地产投资信托基金

房地产投资基金根据信托期限可以分为有限期房地产投资基金和无限期房地产投资基金。根据美国学者对美国证券市场实证分析的结果，有期限房地产投资信托的绩效大大劣于无限期房地产投资信托的绩效。

1. 有限期房地产投资基金

有限期房地产投资基金是在限定的期限内，自行清算，实现处置其资产和向股东分配所有收益的目标。有限期房地产投资基金的设立是要体现房地产投资基金潜在的房地产价值，而不是以当前和预期收益为基础的普通股票价值。通过设立最终的清算期限，当清算日期临近时，基金证券的市场价值大约等于房地产投资基金所拥有的房地产的市场价值，使自清算房地产投资基金的市场价值比永久房地产投资基金的市场价值更能反映基础资产的价值。有限合伙房

地产基金几乎都设定了自清算日期，有限期房地产投资信托产生的部分原因是为了和有限合伙房地产基金进行竞争。权益型房地产投资基金通常 5~10 年内清算资产，抵押型房地产投资基金的年限一般设定为 12 年。

2. 无限期房地产投资基金

不限定清算期限的房地产投资基金可以把任何销售和投资收益再次投资到新建的或现有的房地产中，使之更趋向于企业的持续经营，而非一个投资中介。有限期房地产投资基金存在一个潜在问题，就是在房地产投资基金处置房地产的价格取决于当时市场的条件和环境。如果市场利率过高和房地产占有率、租用率过低时，那么资产处置的时机就可能不合适，清算和分配的日期可能不得不延期。因此，美国大多新组建的房地产投资信托都是非定期的房地产投资信托，而且有些现存的有限期房地产投资信托都修改了公司章程，改为无限期房地产投资信托。

1.2.5 伞型合伙和伞型多重合伙房地产投资信托基金

1. 伞型合伙房地产投资信托 (UPREITs)

伞型合伙房地产投资信托是拥有一家房地产有限合伙公司的房地产投资信托，并且是该房地产有限合伙公司的主要合作伙伴。伞型合伙房地产投资信托的资产主要是持有房地产有限合伙公司的股权。伞型合伙房地产投资信托存在两种所有权结构，或者是房地产投资信托的股东，或者是房地产经营合伙公司股份单位的持有人。伞型合伙房地产投资信托的股东和房地产经营合伙公司的股份单位的持有人拥有相同的资产组合。

伞型合伙房地产基金的产生是因为房地产经营合伙公司转变为房地产投资信托，需要进行房地产交易，从而发生了税收。避税的方法是不进行房地产层面的交易，而是经营合伙公司将其股份单位，而不是实际的房地产，出售给一家房地产投资信托，结果房地产投资信托通过对经营合伙公司的所有权，继续持有其房地产。这种类型的房地产投资信托就成为伞型合伙房地产投资信托。

伞型合伙房地产投资信托具有许多优势。首先，一个非上市的房地产合伙

企业可以享受税收优惠，在不转让房地产的情况下，用已有的房地产组成房地产投资信托，或者用房地产资产与房地产投资信托交换基金证券，从而实现资金套现。其次，可以使用基金的现金和使用经营合伙公司的股份单位或者将两者结合使用去购买房地产，这种方式大大降低了伞型合伙房地产投资信托所需要的资本。由于房地产投资信托必须将其绝大部分的纳税收入作为股东分红，但是伞型合伙房地产投资信托可以利用其合伙公司的股份单位去购买房地产，因此在购置物业的能力上，比传统的房地产投资信托拥有更强的优势。

2. 伞型多重合伙房地产投资信托 (DOWNREITs)

伞型多重合伙房地产投资信托是拥有多家房地产经营合伙公司的房地产投资信托。伞型多重合伙房地产投资信托结构是由伞型合伙房地产投资信托结构演变而来的，既能够以房地产投资信托的形式拥有资产，还能够以经营合伙公司的形式拥有资产，并且可以和每一宗所购置的房地产形成合伙关系，所以伞型多重合伙房地产投资信托结构比伞型合伙房地产投资信托结构具有更大的灵活性。

3. 伞型合伙和伞型多重合伙房地产投资信托的劣势

伞型合伙房地产投资信托和伞型多重合伙房地产投资信托具有优势，也具有劣势。首先，伞型合伙房地产投资信托和伞型多重合伙房地产投资信托保持纳税记录的成本相当大，而且任务相当复杂。当一家房地产投资信托拥有多家经营合伙公司，或是通过发行经营合伙公司的股份单位来购置物业时，其劣势尤为突出。其次，伞型合伙房地产投资信托存在着投资者之间的利益冲突。房地产投资信托的税收优惠把有限合伙人吸引进伞型合伙房地产投资信托。但是在处置某一特殊资产或使用更多的贷款时，可能会使某些有限合伙人产生纳税问题。结果使伞型合伙房地产投资信托的经理人很难做出符合公司整体利益、实现价值最大化的决策。因此，那些不购置物业的房地产投资信托就不必转变为伞型合伙房地产投资信托。这也就是为什么在美国伞型房地产投资信托发展很快，但是在 1999 年的股票市场中仍有接近一半的房地产投资信托是传统房地产投资信托。

1.2.6 独立型、附属型和半附属型房地产基金

从房地产投资基金的资金来源和管理方式来看，房地产投资基金可以分为以下三种类型。

1. 独立型房地产投资基金

独立型房地产投资基金从各种投资者手中筹集资本，主要包括退休基金、保险公司、公司投资者、大众投资者等。独立型房地产投资基金的管理人代表投资者利益管理基金，并收取管理费和约定的资本收益比例作为报酬。

2. 附属型房地产投资基金

附属型房地产投资基金是一些大公司或大金融机构的分支机构，与独立型房地产投资基金不同，它只管理机构的自有资金，按照基金的方式运作。

3. 半附属型房地产投资基金

半附属型房地产投资基金是独立型房地产投资基金和附属型房地产投资基金这两类基金的组合。既有大型机构投资者的资金和资产，又有公开募集的资金。既投资和购买大股东的项目，又选择房地产市场的好项目投资和购买。

1.3 房地产基金的优势和局限

1.3.1 房地产基金的优势

以获得投资收益为目的的房地产投资基金的提供者之所以不采用“单个投资制度”直接投资房地产项目，而是通过“集合投资制度”间接从事房地产投资，是因为房地产投资基金具有集合投资、专家管理、分散风险、运作规范的特点，具有“单个投资制度”所无与伦比的制度优势。