

PROPERTY FINANCE

An International Approach

一部书搞懂房地产融资决策的所有核心问题

基本理论 · 法律问题 · 交易原则

房地产金融

一条国际化道路

[意] 贾科莫·莫里 (Giacomo Morra)

(Antonio Mazza) 著



PROPERTY FINANCE
An International Approach

房地产金融

一条国际化道路

[意] 贾科莫·莫里 安东尼奥·马扎◎著
吴琦 葛斐◎译

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产金融：一条国际化道路 / (意) 莫里, (意)

马扎著; 吴琦, 葛斐译. —北京: 中信出版社,

2016.7

书名原文: Property Finance: An International

Approach

ISBN 978-7-5086-6363-0

I. ①房… II. ①莫… ②马… ③吴… ④葛…

III. ①房地产金融—研究 IV. ①F293.33

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第137780号

Property Finance: An International Approach by Giacomo Morri & Antonio Mazza, ISBN: 978-1-118-76440-4

Copyright © 2015 Giacomo Morri & Antonio Mazza

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons . No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Simplified Chinese translation copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

仅限中国大陆地区发行销售

房地产金融：一条国际化道路

著 者: [意] 贾科莫·莫里 [意] 安东尼奥·马扎

译 者: 吴 琦 葛 斐

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 21.5

字 数: 248千字

版 次: 2016年7月第1版

印 次: 2016年7月第1次印刷

京权图字: 01-2016-3291

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-6363-0

定 价: 60.00元

版权所有·侵权必究

凡本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



我很荣幸受两位作者和亚历山德罗·P·斯卡索（Alessandro P. Scarso）教授之邀为《房地产金融：一条国际化道路》这一富含思想的书籍作序。

我有幸先睹为快，成为这本书的第一位读者。我认为它是最实用、最简明的房地产融资指南。以房地产融资的基本原理为基石，作者深入分析了结构性房地产融资的前沿问题、贷款协议、子弹式付款、财务杠杆对房地产投资的影响、结构性房地产融资案例、混合融资形式、巴塞尔协议对房地产融资的影响。大量的问题分析和案例分析是本书的一大特色。

本书并未效仿经典的教科书式写作风格。恰恰相反，作者首先引出法律问题，然后从不同的视角提出切实可行的法律对策，以促进房地产融资交易的达成。因此，对于希望短时间内清楚了解房地产融资法律体系概况的银行业从业者、律师和商人以及法学院和商学院的学生而言，这本书非常具有吸引力。

细节决定成败。除了提供可用于房地产融资交易不同目的

的各种定制化方案，本书还对商业实务中很容易忽略的法律细节给予了足够的重视。例如，由于大多数房地产融资交易失败的原因可以归结为尽职调查的失败，本书详细阐述了尽职调查阶段的注意事项，尤其是在法律尽职调查阶段。

为了易于阅读，本书第二部分还提供了非常实用的操作指南，回答了一些主要司法管辖区关于房地产融资的常见问题。这些司法管辖区不仅代表了发展中国家与发达国家和地区，也可以反映大陆法系和英美法系的不同特点。房地产融资在不同司法管辖区的比较性研究在全球化时代尤其重要，因为任何房地产融资交易都可能对国际参与者或处于另一司法管辖区的房地产产生法律影响。本书成功指明了不同国家和地区的房地产融资体系的主要区别。当然，作者也提供了适用于七大司法管辖区的统一问卷，鼓励读者寻找不同的司法管辖区的共通性。

作为一名中国商法学者，我特别欣喜地发现本书非常准确地介绍了中国有关房地产融资的法律规定。的确，中国根据其自身市场条件和最佳的国际惯例发展出了一套复杂的房地产融资原则和制度安排。除了2007年颁布的《物权法》和1995年颁布的《担保法》等法律法规之外，中国最高人民法院的司法解释也在厘清模糊不明的法律条文方面起到了重要作用。

当然，中国法律是否认可独立担保还有待讨论。在第九章的第三个问题的答案中，本书写道：“中国法律目前为止仍不承认独立担保。这意味着任何类型的担保，甚至在确立之后，仍是主债（即贷款合同）的附属部分。”在我看来，中国的法院显然是认可国际商业交易中确立的独立担保的。其依据是中国《担保法》第五条的例外阐述：“担保合同是主合同的从合同，主合同无效，担保合同无效。担保合同另有约定的，按照约定。”2013年，我曾受邀向中国最高人民法院提供独立担保司法解释草案中关于认可国内商业交易中独立担保的可能性的法律意见。

最后但同样重要的是，我很感激这两位杰出作家的辛苦工作。当我需要在书店数以百计同一主题的书中选择一本书时，我通常更关注作者的声誉与背景。贾科莫·莫里、安东尼奥·马扎和亚历山德罗·P·斯卡索完成这本书不仅依靠

他们多年的教学与研究成果，而且依靠他们在房地产金融领域丰富的实践经验。作为一名中国法律学者，我个人从阅读这本书中获益良多。我鼓励读者们分享它所呈现的宝贵知识。

刘俊海教授

中国人民大学法学院商法研究所所长

中国消费者协会副会长

中国法学会消费者权益保护法研究会副会长兼秘书长

北京，2014年8月



房地产行业在经济中的作用举足轻重。由欧洲不动产协会（EPRA）和欧洲非上市房地产运载装置投资者协会（INREV）委托开展的关于商业房地产在欧洲经济中的作用和重要性的研究成果表明，所有形式的房地产占到经济活动的近20%。仅商业房地产行业在2011年对欧洲经济的直接贡献就达到了2 850亿欧元，相当于经济总量的2.5%，比欧洲汽车工业和通信行业之和还多。直接雇用的员工有400多万人，不仅多于汽车工业和通信行业之和，还超过了银行业。新建商业房地产建筑和现有建筑的翻新和开发的平均投资额每年接近2 500亿欧元，相当于欧洲经济总投资额的10%或等同于丹麦的GDP（国内生产总值）。房地产投资所产生的稳定现金流是欧洲储户和养老金领取者的多元化投资组合中一项重要的收入来源。不同形式的房地产占到欧洲养老金基金和保险公司总投资的6%，即7 150亿欧元。直接持有是最常见的房地产投资形式，但以非上市基金或上市房地产公司和房地产投资信托（REITs）形式进行的间接投资也正变得愈加重要。

相对于它的重要性而言，对房地产的研究还不够。同时，在教育产品的数量和质量上，大学本科水平和研究生水平的房地产教育也远远落后于其他行业。令人诧异的是，尽管资本机构化决策的重要性不言而喻，但市场参与者对不同权益和债务类型的各种可能性结构化选择如何影响房地产投资风险的理解仍存在局限性。全球金融危机的爆发和随后大量贷款方（银行、保险公司和其他金融中介）从愿意提供大额资本到明显不愿意继续提供具有之前债务水平的资本的迅速转变，加之一些市场参与者从全球债务市场完全撤离，以及贷款方对约定事项和利差的要求进一步提高等造成的影响开启了房地产行业所有市场参与者痛苦的学习过程。从日益枯竭的债务市场可以看出，债务和股票市场正经历着剧烈的持续变化，以适应借方、贷方和权益投资者的需求。

通过本书，安东尼奥·马扎和贾科莫·莫里以一种理想的方式解决了房地产从业者和学术界的认知矛盾。马扎和莫里创作了一部基于强劲经济金融规则、可与管理式金融领域书籍相媲美的独特的房地产金融教科书。本书的内容和结构可以满足所有房地产融资决策过程中的参与者和硕士阶段涉及房地产领域的学生的需求。本书首先按照传统方式区分和解释了作为框架的一般融资决策的基本原理，然后迅速过渡到西方领先经济体以及中国和印度的房地产融资实务。本书最大的价值和特色在于理论和实践的无缝对接：理论基础让我们更好地理解房地产资本市场，它的机构、法规、结构和实例和计算，案例分析让这本书更加实用。

我十分希望目标读者能通过阅读此书来提高房地产融资的知识和专业水平。

马塞厄斯·托马斯教授、博士

欧洲非上市房地产运载装置投资者协会首席执行官

阿姆斯特丹/布鲁塞尔，2014年8月



全球金融危机证实了在房地产市场中适当准确的融资模式的重要性。自那时起，开始产生一系列的深刻变化，房地产市场逐步形成了新的结构、特点和观点。此外，变化也延伸到了房地产市场与其他行业（主要是资本市场和银行业）之间的关系。席卷全球市场的经济危机揭露了很多事实。其中一个常见的现象是：在全球占有一席之地的参与者在克服本地危机时处于更有利的位置，因为其能以某些国家的经济增长抵消另一些国家的周期性经济衰退。通过参与国际市场，公司可以用从新兴国家获得的利润补偿在发达国家所产生的损失。因此，为了在不同市场之间实现风险分散，国际投资者可以通过在全球范围内收购房地产建立起房地产投资组合。

同样的机制也作用于房地产融资行业。专业发放商业房地产贷款的金融机构长期以来意识到市场的全球化是一个重大机遇，因为它们可以在全球范围内对房地产市场进行融资，从而防止某个国家的房地产危机或经济衰退造成违约。这种做法也被这

些金融机构的所有利益相关者，包括股东和资产担保债券（通常被当作房地产融资来源之一）持有者所认同。

本书的目的是描述和呈现发生在任何地方的所有结构性房地产融资共有的因素。这种“共有”可以是全球性的或区域性的。

全球因素涉及的是技术、经济、法律和金融变量。操作者在为购买全球任何地方的房地产进行融资时必须分析这些变量。它们包含经济和金融问题（融资实质），以及法律考虑因素（融资形式）。

除了其他议题之外，本书第一部分主要讲述了与银行和其他金融机构房地产融资操作流程相关的问题、结构性房地产融资谈判、条款书的起草和约定事项的嵌入，以及金融机构通常要求提供的担保。此外，第一部分还补充了不同形式的实务分析，如关于如何阐述问题的，以及主要运营和技术工具的案例和财务模型。

但任何结构性融资操作都不可避免地要考虑投资主体（房地产）相关的局部因素。因此，当地市场专家为了确定房地产的价值和回报必须进行评估。毋庸置疑，这些因素包括民法、税收和融资房地产所在国执行的城镇规划法规。其中，与房地产融资相关的法律框架（对贷款协议下的担保进行规定）和程序规定（适用于个人担保和物权担保的执行条款）是最为重要的。

恰恰出于这方面的考虑，本书的第二部分通过向相应国家和地区房地产融资杰出专业律师提出相关问题的方式勾勒了7个最重要的司法体系的特性。因此，读者可以更深层次地思考与任何给定司法管辖区相关的问题，并在不同法律体系下进行比较。

一方面，这种双向方法极其实用；另一方面，读者可以通过概览的方式快速掌握房地产行业结构性融资的关键领域。同时，从一开始就可以让读者理解及运用全球范围内最常用的操作工具。

我们希望此书可以帮助读者更好地理解房地产融资的奇妙世界。

贾科莫·莫里 安东尼奥·马扎

圣克利门蒂/基亚（Chia），2014年7月

第二部分 导言

PREFACE TO PART TWO



无论在何处申请或授予房地产贷款，房地产融资领域要求必备的核心能力（广义上包括房地产的融资和营销，以及房地产和应收租金收入的证券化）对所有专业操作者而言都是一样的。

本书的作者将这一事实作为阐述以下内容的出发点：从借方的鉴定到结构性融资不同阶段的尽职调查；从特定贷款支取安排到还款计划；从银团贷款相关问题到借方在混合融资贷款相关的业务风险中的“直接”参与形式。在这样的背景下具有启发性的事实是，大型专业机构的操作者通常也具有当地优势，这是它们对财务回报与风险完美匹配的恒久不变追求的一部分。显然，这取决于投资组合和单个资产风险偏好的最优化。

从严格的技术角度而言，核心能力是完全相同的。如果暂时不考虑这一点，与结构性融资相关的程序显然不可能独立于法律框架。法律框架的相关性不严格局限于关于合同工具选择的规定。的确，对法律地位各种衍生层面的严格检查是必不可少的：从民法（广义）的问题（包括担保的可执行性和涉及告慰函问题

情况下的担保人的债务)到集团背景下公司法的各种问题[包括授予特殊目的载体(SPV)的贷款的常见实例,此类问题取决于集团内部的融资安排、实际管理和控制实体的预期债务];从税法(毋庸赘言,结构性融资的定义不可能不考虑税收的影响)到与不良贷款(对房地产融资进行全面评估时显然不能忽略这种情形)和借方自愿安排方案或破产程序相关的民法和破产法的程序问题。

从上述跨学科的角度和选择的超国家范畴来看,作者将“技术”部分(设法阐明房地产融资相关的核心能力)和概述部分进行了匹配。概述部分讲述了选取的司法管辖区的立法问题,吸收了各个法律体系中著名房地产融资专家的贡献。

当然,出于研究的简练要求,本书没有给出与房地产融资操作相关的各种复杂法律问题的例证。同理,我们没有进行无意义的技术解释,而是强调了“操作”,直接为从业人员提供了在每个法律体系下适用于房地产融资的具体法规的最重要方面的概要。

在此背景下,无论大陆法系和英美法系有多少结构性差异,从业人员都可以找到一些明确的解释,如与传统抵押工具相比,德国更偏爱使用土地债务工具作为房地产贷款主要工具的原因。本书将解释即使借方是由工业集团控制的SPV,在中国仍不能使用责任书或要求告慰函的原因。本书也将揭示意大利贷方倾向于避免对处于困境的借方的管理进一步蚕食的原因(即使——至少原则上——意大利贷方在借方股东会上享有表决权)。

本书涉及的法律问题无疑反映了作者在房地产融资领域积累的深厚经验。这体现在他们意识到了特别是与房地产融资相关的决策必须采用跨学科的观点。房地产融资基本理论问题的解释与它们的“操作”含义(对单个结构性融资操作进行阐述的案例对此做了充分说明)的巧妙结合对本书的分析进行了补充。

贾科莫·莫里和安东尼奥·马扎发表其研究的日子正好处于由美国次贷危机引发的欧洲和美国长期经济衰退的余波震荡之时。

众所周知,这次自大萧条以来最严重的和平时期的危机——经济和金融危机很大程度上是由日益复杂的房地产融资操作和教科书式融资理论基础之间的渐行渐远

造成的。

在此背景下，在房地产融资理论和房地产融资工具（以及正确衡量配置风险的工具）的实践意义之间实现折中的房地产融资研究的目的无疑是为了让房地产融资操作者（主要处于私营部门）更加意识到他们各自的责任。的确，也许绝非偶然，美国总统巴拉克·奥巴马最近承认，私营部门对其核心作用和责任的认识是“确保我们刚经历的危机永远不再发生的坚实基础”。^①

亚历山德罗·P·斯卡索

米兰/法兰克福，2014年8月

^① 来源：巴拉克·奥巴马于2013年8月6日在菲尼克斯市（亚利桑那州）发表的《负责任的住房自有》（*Responsible Homeownership*）的演讲：“首先，私人资本在抵押市场中的地位更加重要……我认为，在我们的住房制度必须承担有限的政府职能的同时，私人借贷必须成为住房市场的中流砥柱……其次，不能再让纳税人被不负责任的行为或错误的决定套牢。我们鼓励追求利润，但当你追求利润的行为让整个国家陷入险境之后再期望得到救助的时代已经结束了。”

致谢

ACKNOWLEDGEMENTS



正是在亚历山德罗·P·斯卡索的支持下，这本书才得以出版。我们不仅感谢亚历山德罗宝贵的专业支持，最重要的是感谢他从一开始就对这个项目的信任。亚历山德罗为第二部分贡献了国际比较法的视角。我们也诚挚感谢在第二部分提供相关报告的所有作者和相关的律师事务所（按各司法管辖区的字母排序）：泰乐信律师事务所驻上海代表处[Taylor Wessing (Shanghai)]，英国伦敦的纳巴罗律师事务所(Nabarro LLP)，法国巴黎/斯特拉斯堡Schulze & Braun律师事务所的帕特里克·埃雷特(Patrick Ehret)和桑德拉·英格尔斯(Sandra Inglese)，德国慕尼黑PLUTA Rechtsanwalts律师事务所的克里斯托夫·凯勒(Christoph Keller)，印度新德里Amitabha Sen律师实务所的普拉加蒂·安雅(Pragati Aneja)、尼希特·纳格帕尔(Nihit Nagpal)、普尼特·达万(Puneet Dhawan)、马扬克·库玛(Mayank Kumar)，意大利米兰PLUTA律师事务所的亚历山德罗·P·斯卡索(Alessandro P. Scarso)，西班牙巴塞罗那PLUTA Abogados y Administradores

Concursales 律师事务所的乔奎姆·萨拉特 (Joaquim Sarrate)。通过深入分析和在各自的法律体系中进行房地产融资的第一手经验，他们确保了本书与全球多个国家和地区的相关性。

我们特别感谢保罗·贝内德托 (Paolo Benedetto) (博科尼商学院和 Europrogetti & Finanza 公司)。作为一名活跃的学者和房地产专家，他与作者一起工作了多年。感谢他作为一名项目经理的出色工作和他一直以来对整本书的细心审核，以及他在项目所有阶段中不可或缺的可靠协助。

我们还十分感谢费德里科·恰瓦扎 (Federico Chiavazza) (博科尼商学院和 Avalon 房地产公司)、安德烈亚·阿蒂贾尼 (Andrea Artegiani) (博科尼大学理科硕士) 和米歇尔·蒙特罗索 (Michele Monterosso) (荷兰国际集团商业银行) 对我们的支持。

托马·罗伯茨 (Thoma Roberts) 在操作层面给了我们重要协助。他将本书的部分内容从意大利语翻译成英语，并在语言审核阶段给予我们支持。

最后但同样重要的是，我们衷心感谢 PLUTA-Rechtsanwalts 股份有限公司、Studio Legale PLUTA 股份有限公司和 PLUTA Abogados y Administradores Concursales SLP 公司给我们提供的慷慨财务支持。

本书所有不足之处自然仅由作者承担责任。



第一部分讲述的是所有房地产融资中常见的经济和财务问题。第一章（房地产融资概论）对结构性融资进行了概述，着重强调了公司融资（贷方分析的对象是法律实体）和项目融资（重点在于现金流和银行获得借贷资本的方式）的区别。第二章（结构性房地产融资）讨论的是房地产行业的银行贷款，而第三章（贷款协议）的内容包括银行融资协议结构和主要条款的详细讨论。第四章（贷款偿还、利息和重新谈判）再次从实务的视角论述了利息收取的方式，概述了资本偿还计划和贷款偿还遇到困难时对条款重新谈判的可能性。第五章（财务杠杆对房地产投资的影响）进一步讨论了财务模型，并通过案例对财务杠杆机制和不同投资风险水平导致的结果进行了概述。为了更好地理解房地产融资的合约和财务动态分析，第六章（结构性房地产融资案例研究）举例分析了典型房地产操作相关贷款协议的条款书和评估房地产财务可持续性的模型。第七章通过对混合融资形式和更传统的银行贷款形式的论述，介绍了交易成果对资本进行部分补偿的

一种资本形式。第八章（巴塞尔协议及其对房地产融资的影响）阐述了巴塞尔协议对房地产融资的影响，将读者拉回到实用程度较低的问题进行讨论。尽管不会每天碰到这些问题，但它们对于理解房地产融资动态而言非常重要。

在第二部分，专业从事房地产融资的著名律师通过回答既定的一系列问题详细描述了7个司法管辖区（中国、英格兰和威尔士、法国、德国、印度、意大利和西班牙）房地产融资的特性。第二部分涵盖了第一部分所提出的大多数问题，在关于各个管辖区结构性融资交易方面提出了包含实践经验的深刻见解。

本书涉及关于合同条款和将融资合同转换为数字的财务模型的许多案例。计算表免费开放了微软Excel格式。读者可以通过公式自行模拟计算以便理解财务模型是如何构建的。在 www.morri-mazza.com 网站还可下载案例相关文档和本书主要问题的进一步讨论和更新：

- 新的学术和专业论文
- 关于论题的网页链接
- 每章的PowerPoint演示（便于汇总主要内容用于教学目的）

此外，我们在准备并向教学人员提供个性化和定制的PowerPoint演示。

本书面向所有希望使用房地产融资通用语言参与资本市场的所有参与者（金融机构、投资者、技术顾问、律师、经纪人等）。本书易于阅读的写作方式可以让读者以全局视野分析与房地产融资相关的主要问题。同时，本书提供了有关操作的合同基础和财务基础的详细实务分析。本书也面向希望进一步思考结构性房地产融资相关问题中任何问题的大学生。

毋庸赘言，虽然本书的目的在于对房地产融资中的常见因素进行概述，由此阐述国际范围内适用的原则、规则和技术，但出于惯例的考虑，所有的案例均以欧元计价。当然，即使使用美元、人民币或任何其他货币也不会造成任何改动。选择欧元似乎最能表达本书的国际化视角，因为欧元将许多国家纳入单一货币体系，它是国际化的一个标志。

欢迎读者对本书进行评论、批评、建议或提供信息，您可以发送邮件到 author@morri-mazza.com。