

“地产私募大王”星浩资本遭LP集体发难

预期收益砍半 LP忧投资“血本无归”

□本报记者 黄莹颖 张莉

“五年三倍，年化收益35%。”这是被誉为“地产私募大王”的星浩资本旗下房地产私募基金最初承诺的收益，从回报看，这显然是一笔非常好的投资。不过时隔三年，这家号称“市场化运作下中国规模最大的房地产私募基金之一”，已将最初承诺的预期收益拦腰砍半。

而LP们的愤怒不仅是预期收益的大幅下降，更在于认为GP所执行的任务中存在多项违背投资者利益的行为，在已投项目盈利模式并不明朗的情况下，LP们越来越担心这一次的投资可能会“血本无归”。1月2日，中国证券报记者将LP们提出的质疑，与星浩资本投资者关系部经理赵瑾进行核实沟通。赵瑾表示，2013年12月28日GP和LP刚刚开过会，就相关问题作了沟通。不过，目前不便对外披露任何事情。



CFP图片

管理规模超6000亿

房地产基金井喷式增长

□本报记者 黄莹颖

过去数年，房地产基金从无到有，从小到大，经历了一波快速的井喷式增长。目前全国本土房地产基金管理机构约510家，管理规模超过6000亿元。从投资方式看，房地产基金不再局限于简单的债权结构，而开始寻求多赢、适应市场需求的创新型结构设计，向综合体/商业主题——股权/债股结合投资方式发展。

井喷式增长

房地产基金在2008年前极为罕见，不过自2008年以来，随着房地产行业的发展，其数量与规模逐步增加，并在2010年迎来井喷式增长。德邦证券数据显示，在2010年之前，国内人民币房地产基金仅有20多只，100亿元左右的市场规模。2010年新募基金数量即达41只，募集规模163.75亿元。2011年更是房地产基金井喷的一年，新募基金97只，募集规模712.316亿元。2012年人民币房地产基金进入市场调整，新募基金共63只，涉及金额369.5亿元。另据深圳市私募基金协会统计，截至2013年10月底，全国本土房地产基金管理机构约510家，管理规模超6000亿元。

目前国内人民币房地产基金的管理机构中，以独立品牌内资GP为主流，数量约占整个市场的52%，管理资金量占整个市场的55%。外资GP以美元基金为主，也有少量外资机构如铁狮门、普凯等募集了人民币基金，机构数量占整个市场份额的13%，管理资金量占整个市场的5%。同时，房地产商关联GP目前占据市场约三成的份额。金融机构关联GP数量占市场的8%，管理资金量占市场的12%。

根据诺承统计的数据，在已有资料的54家管理机构中，只有5家机构管理基金数量达到十只以上，总管理规模141.75亿元；而有11家机构管理基金数在4-9只基金之间，总管理规模415.06亿元；17家机构管理基金数为2-3只基金，总管理规模446.9亿元；21家机构管理基金数为1只，总管理规模240亿元。

目前国内房地产市场的基本投资方式是股权投资和债权投资，以及两种方式相混合的方式进行投资。以纯粹股权进行投资的机构数量占市场的24%，管理金额占41%；以股权和债权结合进行投资的机构数量占37%，管理资金量占到了总管理资金量的38%；单纯的夹层投资机构管理资金量占7%。

国内房地产基金对单个项目/投资组合公司的投资资金多为1亿-3亿元人民币量级，占据半数以上的投资案例数及投资金额；5000万元以下的投资案例数占12%和总投资金额的2%；5000万-1亿元的投资项目占总案例数的20%，而总投资金额占39%。

风格逐步成熟

由于大部分人民币房地产基金未到期，不易比较其收益情况。但根据德邦证券的调研结果显示，市场上已实现退出的基金最好业绩回报水平高于50%，而当前最低业绩水平在7%-9%左右。大多数的股权类投资项目的回报率高于20%，集中在20%-50%区间内。而债权类投资项目的回报率约在15%上下。

总体而言，半数以上的房地产基金关注于住宅地产或者与住宅相关的综合性房地产开发。住宅地产是目前国内大多数房地产基金的投资主题，有近半数的机构及管理资金量关注于住宅地产的融资业务；综合性的住宅-商业综合体投资主题也正日益成为人民币地产基金的策略选择，有1/3的机构和1/4的管理资金量关注于结合了商业性质的城市综合体开发；有20%的房地产基金关注于纯粹的商业地产；还有少部分市场机构关注于诸如工业地产、旅游地产、养老地产等专业的地产投资主题。

从投资者机构看，现阶段，房地产基金的LP主要以散户为主，以机会型投资为利益驱动因素。德邦证券认为，从未来房地产基金的发展趋势和投资人资产配置的实际因素出发，机构投资人将会成为人民币房地产基金未来主要的资金来源，并主导整个行业的迅速发展和成熟。退出方式主要以项目方回购或者散售为主。未来，房地产基金的退出方式将向更为成熟的市场机制发展，REITs和机构投资人的大型收购将成为市场主要的退出方式。

现阶段，房地产基金管理机构与开发商存在着直接或间接附庸关系。但从未来市场的发展趋势和房地产基金作为资产类别的角度出发，德邦证券认为，独立基金品牌在募资能力、投资标的优化筛选、独立管理和运营、业绩退出回报等各个方面都将具有竞争优势。

诺承投资报告认为，从2013年开始，房地产基金不再是粗放式的一拥而上，而愈发体现出其对精细投资模式的要求：投资主题趋于明确，投资策略要求房地产基金团队具备高质量的管理运营能力，投资方式的变迁要求房地产基金不再局限于简单的债权结构，而寻求多赢、适应市场需求的创新型结构设计。2013年的市场开始向综合体/商业主题——股权/债股结合投资方式——二、三线城市的转移。具体表现为以商业、综合体为底层项目的房地产基金开始快速增长，基金退出收益率略微回落，以及基金创新结构设计的广泛出现。

房地产市场风险上升

房企快周转模式遭挑战

□本报记者 黄莹颖 张莉

库存水平持续上升、二线城市成交整体下滑、部分地方银行暂停房贷按揭贷款，诸多信号表明，房地产行业淡季的来临，似乎已经成为不争的事实，这对房地产基金来说并不是一个好消息。

业内分析认为，在目前房地产调控市场化机制形成的阶段，政府改革的方向更加着眼于重构市场供应体系，加大供应，盘活存量。这也意味着，2014年的楼市前景，房地产市场将不再可能延续此前市场普涨的局面，购房需求的释放也将保持平稳。

市场日趋分化

安信证券统计数据显示，2013年前10个月全国销售额6.1万亿元，同比增32%。随着四季度流动性收紧和多地房价调控目标压力较大，预计后两月销售增速会有回落。预计2013年全年销售8.1万亿元，增速26%。2013年300城市前11个月出让住宅用地建面11亿平方米，同比增36%，有望在2014年形成可售资源。预计2014年可售货量充裕，但由于2013年基数偏高，增速大概率将略回落。预判2014年全国销售额9.3万亿元，同比增15%。

从具体城市看，三四线城市虽然2012年表现较弱（销面同降1%），但2013年已经表现出明显的回升，对其需求也不必过度担忧。全年全国销售预计12.9亿平方米，同比增16%。安信证券预计2014年全国销售面积14.1亿平方米，同比增9%；其中，一、二、三四线城市销售面积增速分别为14%、9%、8%，占比为6%、30%、64%。

2013年11月百城房价同比涨11%，一、二、三线分别涨23%、10%、4%。安信证券预计，在供应回升和房价控制目标下，预计12月涨价幅度将逐步趋稳定；2014年房价预计温和上涨。根据拿地数据来推断，2014年前11个月供应预计同比升36%，其中，一线城市供应回升最大。理论上，一、二、三四线城市2014年前11月供应分别同比升63%、31%、38%。

数据显示，2013年1-10月全国房地产投资增速为19.2%；10月单月增速15%，主要因为月度波动导致。分城市来看，前十月一、二、三四线城市占比分别为10%、39%、51%，同比增速分别为11%、19%、21%，三四线表现也并不算弱。

快周转模式遭挑战

尽管2013年房地产市场的火爆已经成为行业普遍的特征，但越来越多的人开始担忧，房地产泡沫风险的出现将成为2014年国内经济或将面临的最大风险之一。

从目前的情况看，房地产企业趋势性回归一、二线城市，具体表现在今年住宅市场和土地市场在城市或区域间冷热不均现象凸显，一线城市和主流二线城市持续火热；近几年政策性住房的建设力度持续加大，政策性住房比例挤压普通商品房市场空间。此外，房地产行业承受的压力还包括，企业取地难度加大，销售、资金周转受行政干预等。

安信证券认为，具体来看，一是行业基本面仍处于下行通道，一方面人口结构决定长期需求逐渐趋弱。另一方面，全国楼市将持续分化，人口持续流入的一线城市和主流二线城市住宅仍将面临供不应求的局面。

不过，对于开发商而言仍面临重大挑战，安信证券认为，开发商快周转模式正遭遇挑战，盈利能力堪忧。一方面，房地产企业趋势性回归一、二线城市，房地产行业的市场空间受到挤压。另一方面，地产企业取地难度加大，主流城市土地成本透支未来房价涨幅，毛利率面临下降风险。此外，预售证管理和预收款监管趋严，对地产企业快周转模式构成挑战。

预期收益落空

LP与GP矛盾逐步激化

据孔向东介绍，决定其最终投资的因素在于：一是认为星浩是国内最大房地产私募基金，募集资金超过30多亿元，云集国内最优秀的GP和LP资源。二是当时是房地产企业试水基金、信托等金融通道最为火爆的时期，基金承诺的回报丰厚。“在第三方理财机构的推介下，我们了解到上述基金的情况，冲着有实力雄厚民营企业加盟、GP品牌影响力，以及路演给出投资回报‘五年三倍’的承诺，就拿了1亿元的资金投进去了。”孔向东说。

星浩资本官网资料显示，星浩资本成立于2010年，其业务涵盖私募基金、开发管理、商业与现代服务业三大业务范围，为市场化运作下中国规模最大的房地产私募基金之一，旗下基金的投资者包括复星、阿里巴巴、易居、苏宁电器、巨人集团、均瑶集团、华谊兄弟、涌金集团、新光集团等数十家中国知名企业领袖。

资料显示，“星光耀基金期”募集规模达37亿元人民币，杠杆融资后可投资金额超过70亿元，目标市场为二线城市和长三角三线城市，2011年3月完成封闭，2011年8月完成全部投资。其投资组合包括三个综合体，大连CBD（滨海城市综合体约58万m²），哈尔滨CBD（高端成熟城市综合体约148万m²），南通CBD（崇川新城中央商务区绝版城市综合体约33万m²）。

2013年12月28日下午，在数十位LP参加的“星仁星瀚”年会上，调整了预期回报，将此前年化回报约35%的承诺调低为16.3%。

据LP介绍，“35%的年化回报收益率”曾写入路演材料。

“投资人拿着真金白银去投房地产基金项目，原本是冲着项目响亮的品牌和不错的收益回报进入，结果现在出了问题，却发现投资人没有地方讨说法。”孔向东抱怨。2011年，孔向东在第三方理财机构诺亚财富的介绍下，作为有限合伙人(LP)投资了星浩资本管理的一个房地产私募基金“星光耀基金期”，投入资金达1亿元。

星浩资本官网资料显示，星浩资本成立于2010年，其业务涵盖私募基金、开发管理、商业与现代服务业三大业务范围，为市场化运作下中国规模最大的房地产私募基金之一，旗下基金的投资者包括复星、阿里巴巴、易居、苏宁电器、巨人集团、均瑶集团、华谊兄弟、涌金集团、新光集团等数十家中国知名企业领袖。

资料显示，“星光耀基金期”募集规模达37亿元人民币，杠杆融资后可投资金额超过70亿元，目标市场为二线城市和长三角三线城市，2011年3月完成封闭，2011年8月完成全部投资。其投资组合包括三个综合体，大连CBD（滨海城市综合体约58万m²），哈尔滨CBD（高端成熟城市综合体约148万m²），南通CBD（崇川新城中央商务区绝版城市综合体约33万m²）。

2013年12月28日下午，在数十位LP参加的“星仁星瀚”年会上，调整了预期回报，将此前年化回报约35%的承诺调低为16.3%。

据LP介绍，“35%的年化回报收益率”曾写入路演材料。

LP质疑大连项目溢价交易

面临清算，才引起他们重视，愿意就协议细节再进行商议。”孔向东说。只不过，这次的谈判并没有顺利解决LP的问题，在已投项目盈利模式并不明朗的现实情况下，LP们却越来越担心这一次的投资可能会“血本无归”。

“星瀚、星仁咨询委员会”提供的工作汇报资料显示，2013年6月管委会向GP提出查账要求，由管委会个人成员筹集费用聘请了工程师、律师及会计师对项目进行审查，审计发现GP所执行的任务中有违背投资者利益的行为。

2013年7月份，管委会要求诺亚出面沟通，并召开电话会议，管委会认为条款中不应设置由GP随时通知退回借款，不应因还本事宜让投资人陷入违约。与此同时，管委会相关成员还约见星浩资本CEO赵汉忠，针对项目

中不合理要求投资人签订借款协议，基金对大连项目进行关联交易，成本过高、不合理收取管理费、提前转走资金提出等问题向赵汉忠提交了一份汇总。

2013年10月16日，咨询委员会再次发出要求，要求召开管委会直接与赵汉忠对话，并提交了管委会提出的提案。

2013年11月7日收到星浩资本方面书面答复。不过管委会认为，“经过管委会反复与GP沟通，GP并没有改进也没有实质性的行动，对管委会提出的意见，GP的态度是要么拖一下，要么不理不睬或应付一下了事。”

2013年12月28日下午，数十位LP参加了“星仁星瀚”年会。据参会的LP梁咏梅介绍，由于对项目方的质疑，现场部分投资人情绪激动，不断提出对项目方质疑，要求项目方退还溢价款给予基金。

“星瀚、星仁咨询委员会”提供的工作汇报资料显示，2013年6月管委会向GP提出查账要求，由管委会个人成员筹集费用聘请了工程师、律师及会计师对项目进行审查，审计发现GP所执行的任务中有违背投资者利益的行为。