



# 歐澳各國不動產證券化實施經驗

---



# 報告大綱

---

- 澳洲不動產證券化實施經驗
- 歐洲不動產證券化發展概況
- 歐洲各國不動產證券化實施經驗
- 各國比較
- 他山之石



# 澳洲不動產證券化實施經驗

---

資料來源：亞澳國家不動產投資信託之研究 梅原一哲 93

不動產證券化-理論與實務 P370 371

[www.asx.com.au](http://www.asx.com.au)



# 澳洲報告大綱

---

- 制度概要
- 澳洲LPT之特徵
- MIA法
- 管理架構
- 市場現況
- 小結

# (一) 制度概要

- 澳洲的LPT (Listed Property Trust) 登場於1971年，但一開始對LPT的理解度很低，並且不動產市場景氣好，投資人對流動性關心度很低，偏好直接投資不動產。
- 在此情況下，迎合投資者需求，可以組合投資人需要架構的的UPT (Unlisted Property Trust) 相較之下大受歡迎。



## (一) 制度概要(續)

- 1980年後半，不動產市場惡化，投資者對於UPT大失信心，轉向流動性與安定性相對較高的LPT。
- 1990年代大型金融機構開始進入LPT。
- 1996年以美國不動產為投資對象的LPT登場。
- 1998年MIA法導入之後完成了更好的架構。
- 截至2005年2月底市場規模成長約為640億美金。

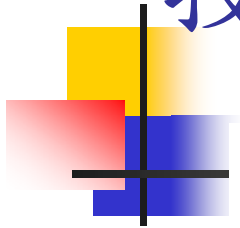


## (二) 澳洲LPT之特徵

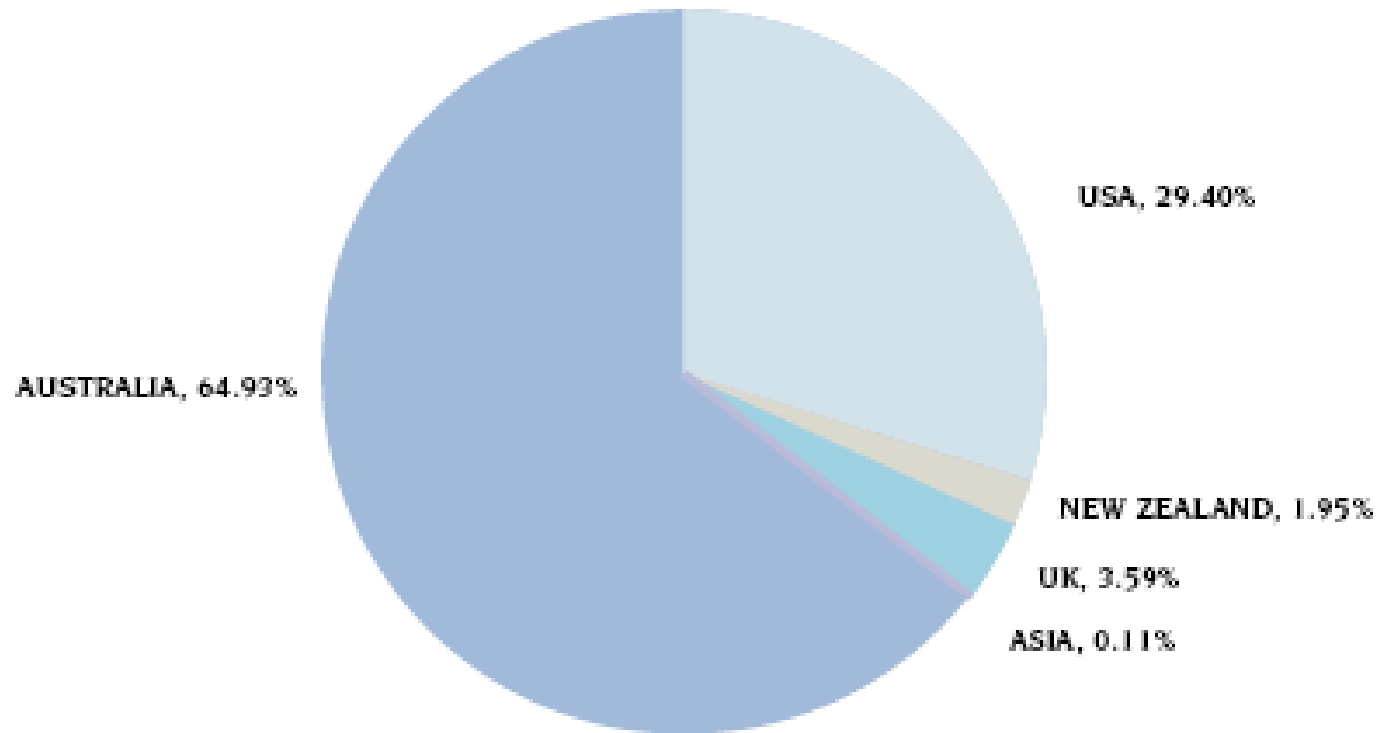
- 安定的投資收益。
- 分散投資降低風險。
- 高的流動性。
- 資產類型商業設施佔了一半以上，住宅比例少。



# 投資標的位置多元



LOCATION OF PROPERTY ASSETS AS AT 30 JUNE 2005



資料來源：Australian Stock Exchange





# 每日成交量占流通股權之比重

Name	5日均量	10日均量	20日均量	30日均量	3月均量	6月均量
澳洲市值前五大 LPT						
WESTFIELD GROUP	0.31%	0.31%	0.28%	0.31%	0.30%	0.31%
GENERAL PROPERTY TRUST	0.39%	0.32%	0.27%	0.28%	0.26%	0.32%
STOCKLAND	0.25%	0.34%	0.36%	0.35%	0.31%	0.30%
CENTRO PROPERTIES GROUP	0.19%	0.25%	0.26%	0.24%	0.27%	0.26%



### (三) MIA法 (Managed Investment Act)

---

- 在此法制訂之前缺點有：
  1. 法律上的責任歸屬不明確。
  2. 創始人當管理者時，有利益上的衝突。
  3. 信託管理者的制度不夠好。
- MIA法導入RE(Responsible Entity)，解決責任問題。
- 一致由責任個體承擔法律上的責任，且責任個體為強制設置。
- Compliance Committee之設置。
- 超過全部投資人半數之決議得解雇RE。



## （四）管理架構

---

- 必須使用外部管理，但若採用Stapled Trust即可採內部管理。
- Stapled Trust是指上市發行時資產信託的受益單位與管理公司股票以一比一的方式同時出售給投資人，可避免管理公司與資產信託間的利益衝突，進而降低代理成本。
- Stapled Trust主要有不動產開發型以及飯店型。



## (五) 市場現況

- 澳洲房地產市場近年來持續熱絡，房價不斷持續上揚，1997~2000年房價維持在6%的年成長率，2001年躍升至18%，2002年更達到19%，2004年始有降溫跡象。

	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4
8大城市加權平均	18.1%	17.6%	18.9%	17.9%	12.6%	8.2%	2.7%
Sydney	20.6%	16.5%	15.5%	15.8%	9.9%	5.4%	0.0%
Melbourne	10.0%	11.6%	12.5%	8.9%	5.5%	1.9%	-1.5%
Brisbane	26.3%	27.8%	35.1%	36.6%	28.5%	20.5%	8.4%
Adelaide	24.7%	22.8%	24.2%	22.8%	16.9%	13.8%	8.8%
Perth	15.8%	19.2%	22.2%	19.0%	14.6%	11.8%	8.9%
Hobart	15.9%	19.1%	21.4%	18.6%	18.4%	9.6%	7.1%
Darwin	7.6%	5.6%	13.2%	14.3%	16.3%	19.8%	11.6%
Canberra	23.8%	24.4%	25.3%	25.3%	13.1%	8.0%	0.2%

資料來源：Australian Bureau of Statistics

## (五) 市場現況(續)

- 由於澳洲是世界上不動產資訊最透明的國家之一，不動產投資工具發展相當完善，目前在澳洲證交所掛牌交易計有51檔，持有不動產數目超過1450棟，總市值約佔澳洲股票市場的8.5%。
- 以2004年12月31日之已上市LPT資料來看，其報酬率平均數為7.01%，整體表現相當不錯。





## 各類指數漲跌幅

指數	2000/03/31	2004/12/31	漲幅 (%)
標準普爾澳洲 200 不動產信託指數	1231.30	1836.40	49.14
標準普爾澳洲 200 地產股指數	3133.25	4257.05	35.87
標準普爾澳洲 200 指數	3133.30	4050.60	29.28
澳洲房價指數	143.90	251.70	78.13

資料來源：Bloomberg

Name	Type	Size(\$mil)	Price (04.12. 31)	2004 high price	2004 low price	Dividend yield %
MFS Diversified	Units	46	0.91	1.01	0.8	10.74
Macquarie Prologis	Units	854	1.12	1.23	0.99	9.64
Rabinov Diversified Property Trust	Units	54	1.12	1.40	1.05	9.18
MacarthurCoo k Property Securities Fund	Units	74	1.05	1.05	0.99	8.86
Tourism & Leisure	Units	15	0.85	0.95	0.61	8.53

資料來源：Australian Stock Exchange

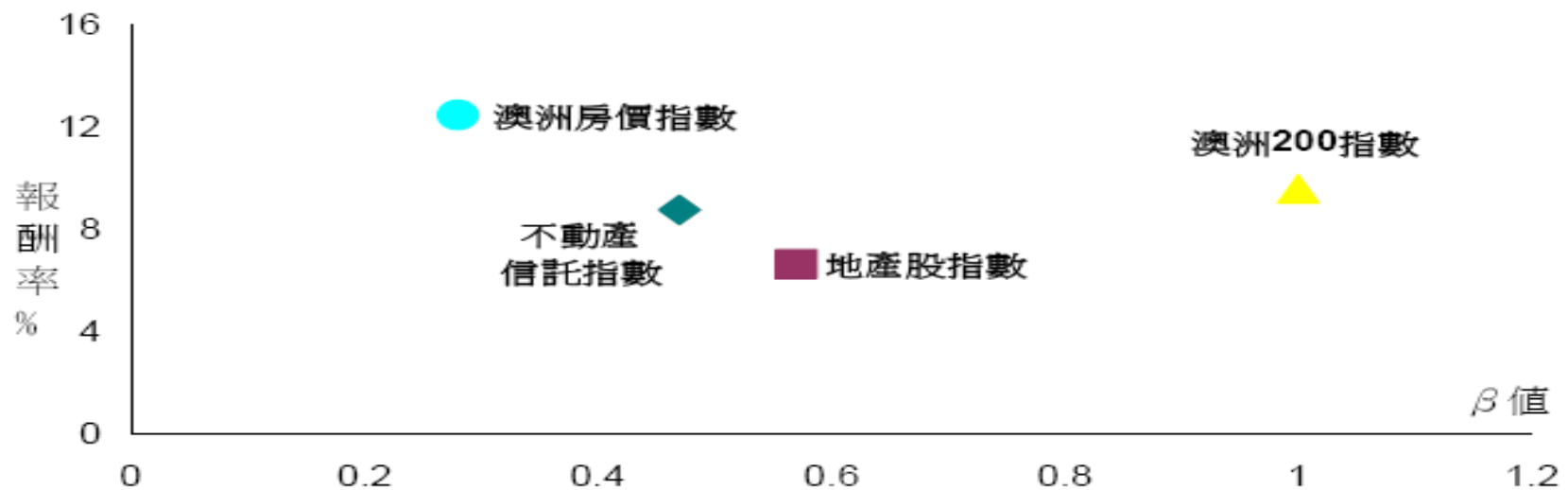
Name	Type	Size(\$ mil)	Price (04.1 2.31)	2005 high price	2005 low price	Dividend yield %
Abacus Property Group	Stapled	480	1.4	1.41	1.1	8.00
Thakral Holdings Group	Stapled	465	0.77	0.79	0.6	7.79
ING Office Fund	Stapled	1,329	1.33	1.41	1.15	7.67
Investa Property	Stapled	3,349	2.26	2.28	1.85	7.35
Valad Property Group	Stapled	542	1.31	1.35	0.89	7.29

資料來源：Australian Stock Exchange



## (五) 市場現況(續)

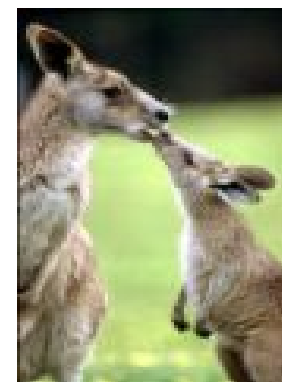
- 不論以報酬率或是風險的角度，皆是澳洲房價指數最佳，不動產信託指數次之，顯示澳洲不動產市場以直接投資不動產是為最佳選擇；但目前房價已高且有反轉跡象，投資風險偏高，所以未來選擇LPT的風險相對會比較小。



資料來源：Bloomberg，以標準普爾澳洲200指數為市場大盤指數 $\beta$ 值=1 (2000/03/31~2004/12/31)

## (六) 小結

- 多元化的投資內容。
- 架構的健全。
- 市場的資訊透明。





# 歐洲不動產證券化發展概況

---

資料來源：The European Real Estate Association(ERPA)

寶來投信

Morgan Stanley：全球房地產行業報告



# 大綱

---

- Introduction
- 歐洲各國**REIT**實施概況
- 歐洲市場概況
- 歐洲未來市場預測概況



# Introduction

---

- 歐洲在政治、經濟、社會上是個異質的區域，每個國家都在歐盟指導下各自決定國內法制及財政架構。
- 各國政治、經濟、文化上的差異使得歐盟REIT整合的路顯得漫長及迂迴，EPRA擔任的角色為提供各國房地產政策上建議、提供資訊，並居中協調。



## 簡介：FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series

---

- FTSE EPRA/NAREIT全球不動產指數系列係設計用以追蹤全球已上市的不動產公司和不動產投資信託基金之績效，可作為整體市場之績效衡量指標。
- FTSE EPRA/NAREIT全球不動產指數系列包括了亞太、歐洲、北美三個區域。



# 歐洲各國REIT實施概況

- FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index 包含了20個歐洲國家，其中只有四個國家-比利時、法國、希臘、荷蘭實施正式的REIT結構，義大利則是使用一個混合(hybrid)的結構。
- 歐洲區最大的兩個經濟體-德國與英國正在進行REIT立法的審議中。
- 發展中國家如俄國和土耳其雖有REIT立法但並未包含於指數中。

# 表1.歐洲各國REIT實施概況

Table. 1 FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index: The 20 Eligible European Countries			
Austria * (€)	France * (€)	Italy * (€)	Portugal * (€)
Belgium * (€)	Germany * (€)	Luxembourg * (€)	Spain * (€)
Czech Republic ** (CZK)	Greece * (€)	Netherlands * (€)	Sweden * (SEK)
Denmark * (DKK)	Hungary ** (HFL)	Norway (NOK)	Switzerland (CHF)
Finland * (€)	Ireland * (€)	Poland ** (PZL)	United Kingdom * (£)
* European Union member state pre-expansion on 1 May 2004 ** European Union member state post-expansion on 1 May 2004 1. Countries with existing REIT legislation highlighted in light blue 2. Country with existing hybrid REIT structure highlighted in yellow 3. Countries who are discussing the introduction of REIT legislation highlighted in orange () Individual country currencies in indicated in brackets			
Source: FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Ground Rules – Version 2.1 June 2005, UK Foreign & Commonwealth Office.			



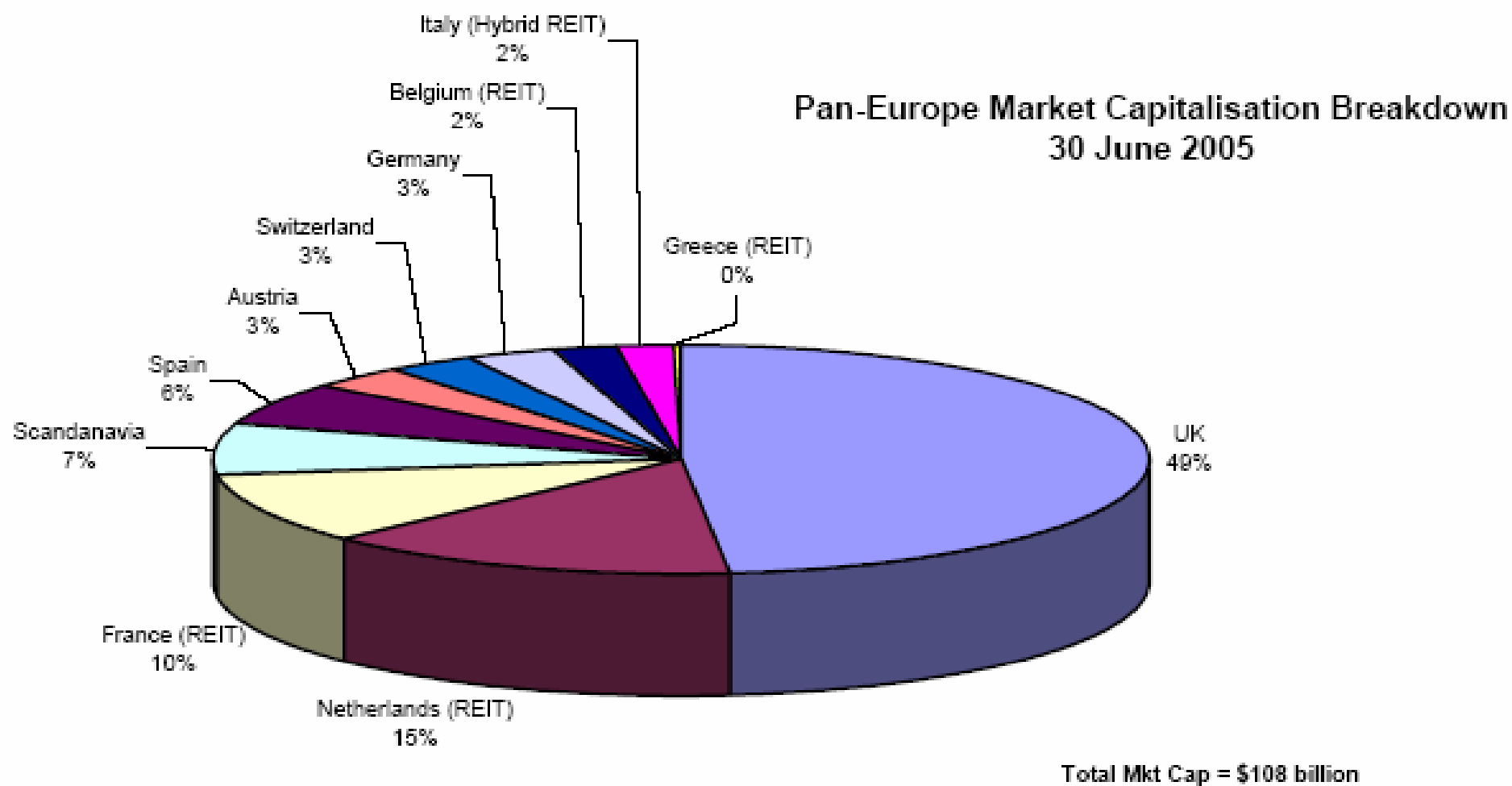


## 表2.荷比法REIT結構概述

<b>Table.2 Existing European REIT Structures Overview</b>					
<b>Country</b>	<b>Established</b>	<b>Payout</b>	<b>Development</b>	<b>Gearing</b>	<b>Foreign Ownership</b>
Netherlands	1969	100% taxable profit	No	< 60%	Max 25% by single non-national
Belgium	1995	80% of net profit	Limited	< 50%	No restrictions
France	2003	85% of profit from leasing	Limited	Unlimited	No restrictions

Source: EPRA Global REIT Survey, 2004

# 圖1：歐洲市場資本額分析



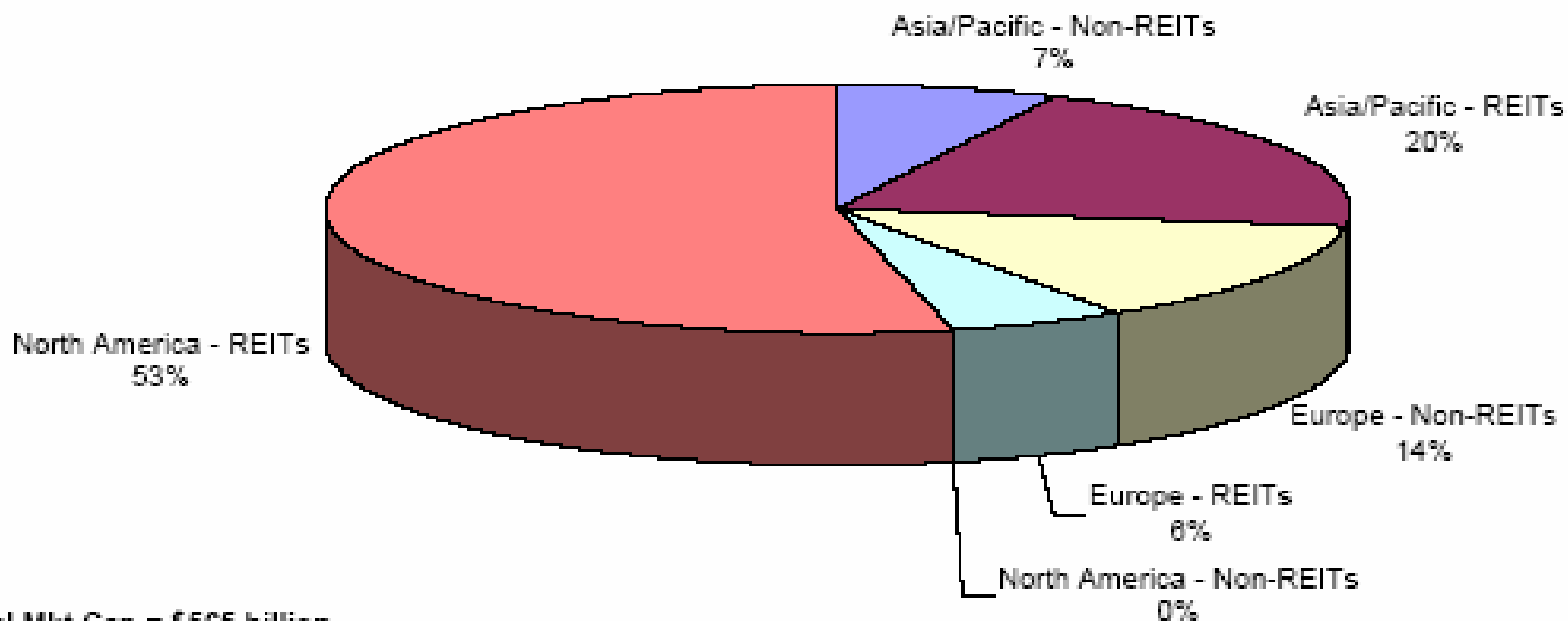


## 圖1.歐洲市場資本額分析(續)

- 歐洲地區立法實施REIT的國家(荷、比、法)，其市場規模僅佔了歐洲市場資本總額(已上市)的27%。
- 英國佔了歐洲目前不動產市場資本總額近50%，但主要為不動產類股，UK-REIT目前尚在立法流程中。
- 截至2005年六月為止，歐洲市場資本總額約為1080億美元。

## 圖2：全球市場資本額分析

Global Market Capitalisation Breakdown  
30 June 2005



Total Mkt Cap = \$565 billion



## 圖2：全球市場資本額分析(續)

- 歐洲2004年GDP佔了OECD(經濟合作發展組織)的35%，卻僅佔了全球上市不動產市場資本總額(約5650億美元)的20%。
- 以全球角度觀之，歐洲在上市不動產的市場佔了不成比例的小部分，遠落後於美國、澳洲這些已經完善建立REIT制度的國家，甚至落後於香港、新加坡這些新建立REIT制度不久的亞洲國家，但其潛力為各方投資者所看好。



# 德國草案概述

---

- 收益75%以上須來自不動產。
- 90%以上收益必須配息。
- 符合REIT法規的不動產公司免徵營業所得稅，只有配息部分是由投資人繳納個人所得稅。
- 單一股東持份不得超過10%。
- 借貸比例最高為60%。
- 建物移到REIT的部份課徵資本利得20%。
- 預計2007年1月。



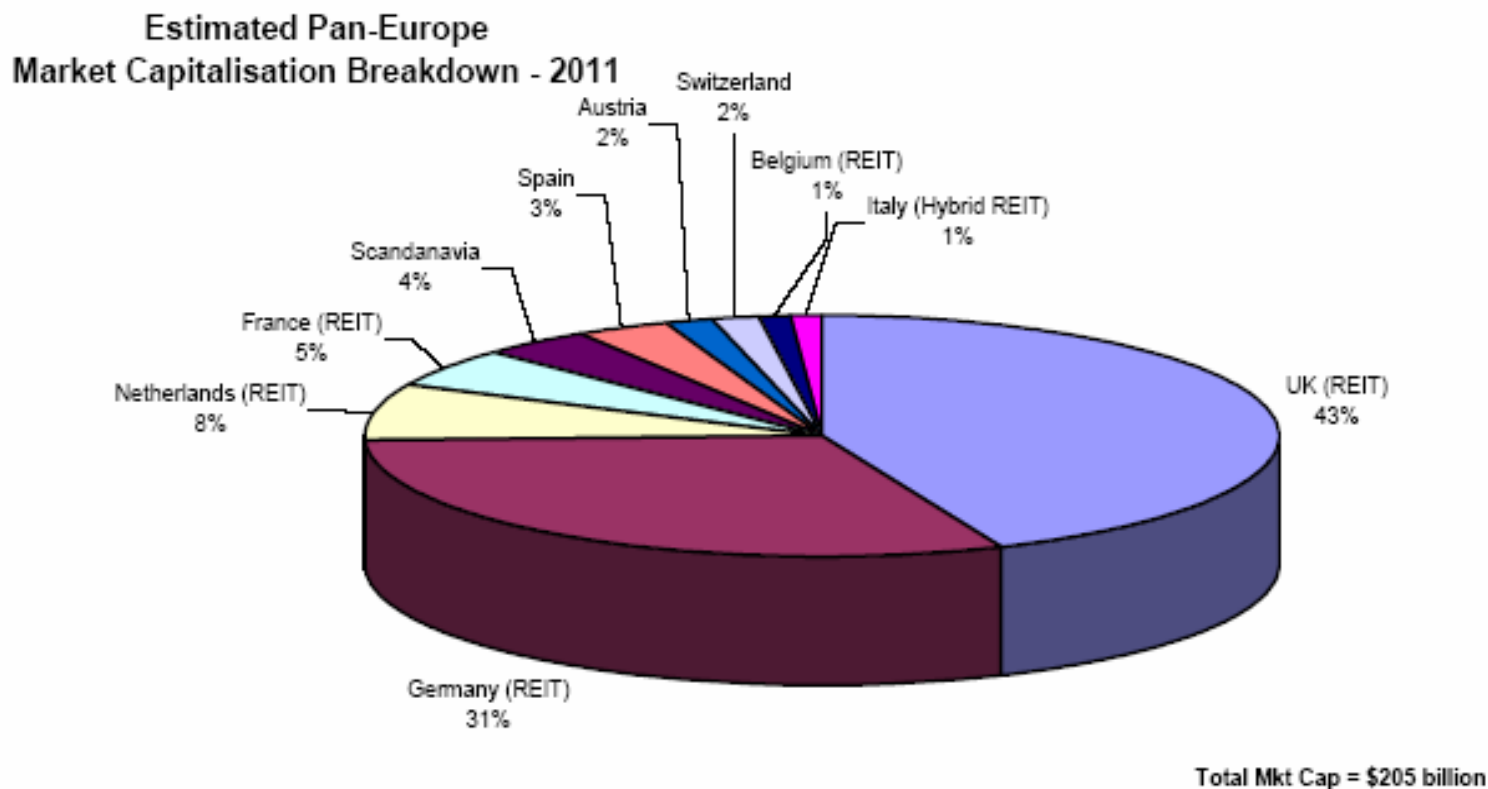
## 英國概況

---

- 英國儘管國內房地產團體的大力推動，政府還未認可REIT在當地的法定地位，主要是由於該國財政部不願意允許減免稅賦。
- 比預期的進度緩慢，英國政府正進行各界的磋商，UK-REIT立法可望在2007年完成。

# 圖3：歐洲市場資本額分析(2011年)

Graph.3







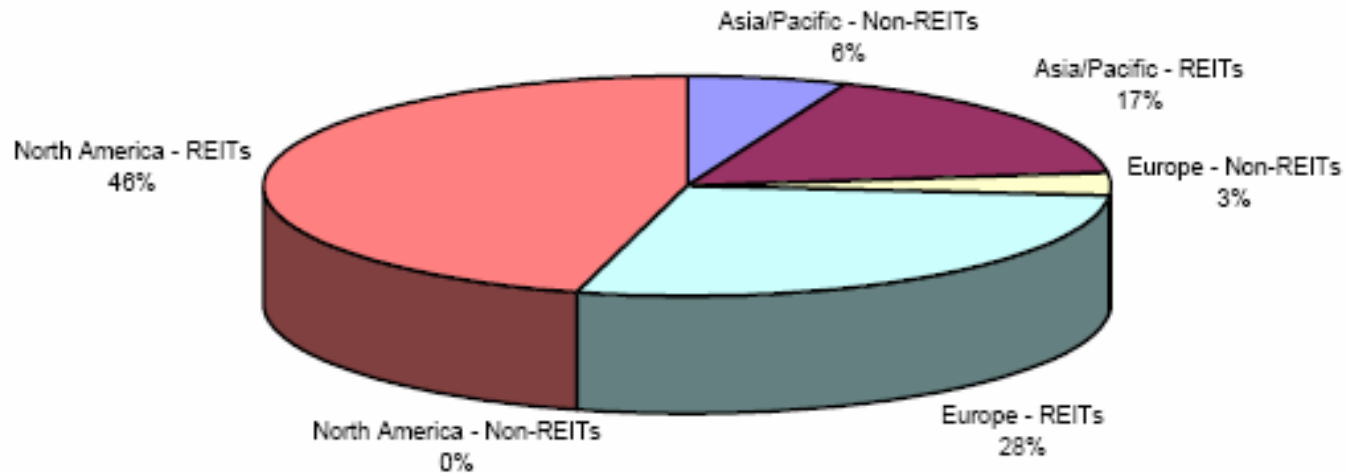
## 圖3. 歐洲市場資本額分析(2011年)(續)

- 估計2011年歐洲地區上市之不動產資本總額可望達到2050億美元，相較於2005年6月的1080億成長近一倍。
- 未來英國與德國REIT上軌道後，歐洲市場組成之權重將產生變化，2011年時預計德國所佔比例將由3%劇增為30%，英國預計縮小為43%，但仍為歐洲地區最大者。

# 圖4：全球市場資本額分析(2011年)

Graph.4

Estimated Global Market Capitalisation  
Breakdown - 2011



Total Mkt Cap = \$663 billion



## 圖4. 全球市場資本額分析(2011年)(續)

- 估計全球市場總資本額於2011年時達6630億的規模。
- 歐洲地區佔全球比例顯著增加，由20%增加至28%。
- 圖4顯示在英國和德國正式通過REIT法案後，2011年時REIT結構可望覆蓋全球市場90%。
- 全球化的不動產投資組合與法人行動將是未來的投資趨勢。



## 小結

---

- 在歐洲，拓展REIT行業的構想受到市場高度重視。
- 業內的主要機構，即歐洲公共房地產協會(EPRA)正在研究是否可能設立一種全歐盟區的新投資工具或者採納荷蘭的B.I.結構在全歐洲進行投資。
- Pan-European REIT ? — A long, long road



# 歐洲各國不動產證券化實施經驗

---

# 荷蘭

## (一) 制度

BI( Beleggingsinstelling )

1969 年導入

為了活用個人投資者的現金投資所設立

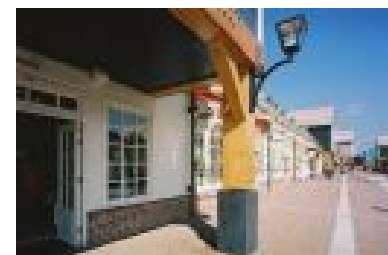
最大投資者為退休基金

## (二) 市場概況

2004 年3 月底為止，8 種股票上市

時價總額約113 億歐元

RODAMCO EUROPE NV





# 比利時

## (一) 制度

SICAFI

(Societes d'Investissement a Capital Fixe en Immobiliere)

1990 年12 月建立封閉型投資法人制度

1995年成立投資法人SICAFI

## (二) 市場概況

2004 年3 月底為止，上市10 個公司

時價總額達到33 億歐元

Cofinimmo



# 法國



## (一)制度

2003立法:推出典型REIT產品

2004年導入SIIC制度

享有課稅免除、可舉債投資

## (二)市場概況

2004年3月底為止 共有9隻

市值150億歐元





# 法比荷各國REIT比較

國名	荷蘭	比利時	法國
制度名	FBI	SICAFI	SIIC
制定時期	1969	1995	2003
稅法	法人稅法	所得稅法	所得稅法、稅務通告
法規	集團架構監督法	集團投資法、王國令	2003年預算法
證券交易所	阿姆斯特丹	布魯塞爾	巴黎
監督機關	金融市場監督局	銀行金融委員會	金融市場廳
集團投資架構	是	是	否
基金型態	上市/非上市均可	上市	上市
	封閉型	封閉型	封閉型
	內、外部運用	內、外部運用	內部運用
基金型態	法人、信託	法人	法人

國名	荷蘭	比利時	法國
組織要件	AFR之認可	比利時銀行金融委員會之認可,登錄後一年內議決權股分的30%以上公募	以租賃用不動產的取得建設為主要目的事業(含對於他同樣事業目的之法人出資持份的直接、間接保有)
最低資金	有限公司:18萬歐元 股份公司:45萬歐元	120萬歐元	1500萬歐元
公募要件	無	議決股份30%以上為公募	無
資產收入要件	投資租賃不動產	對於特定不動產案件不超過資金額20%(認可後兩年間免除)	以租賃用不動產的取得建設為主要目的事業
事業內容	不可開發,但可投資開發案	可以開發(必須保有五年間)	可開發(但不可超過總資產之20%)

國名	荷蘭	比利時	法國
負債比例	不動產帳面價值的60%且不動產以外其他投資對象資產的帳面之20%	總資產的50%	無
分配要件	100%	80%以上	1.資產收益的85%以上 2.轉讓利益的50%以上 3.分配收入的100% 必須以上條件全部符合
REIT課稅	對於課稅所得予0%稅率	原則課法人稅,	課稅免除收益以外為法人稅課稅
一般法人稅率	34.5%	33.99%,法人稅33%, 附加稅3%	法人稅33.1/3% 視為附加稅,課予法人稅的3%

國名	荷蘭	比利時	法國
資本利得課稅	非課稅(在評價基準金之儲蓄,四年之內必須再投資)	非課稅(在評價基準金之儲蓄,四年之內必須再投資)	一般法人稅率(滿足要件可適用免稅規定者除外)
對外國股東之源泉稅	原則25%	原則15%	原則25%
上市數	8	10	9
上市規模	113億歐元	33億歐元	150億歐元

# 2006 REIT SUMMARY

國家	個股	市值 (NT億元)	2006股 利率 (%)	負債比 (%)	2006年初 至今股價 漲幅(%)	10年期公 債殖利率 (%)	利差
美國	Bloomber g REIT指 數	100,897	3.9	41	8.86	5.19	-1.29
澳洲	LPT指數	23,555	6.84	39	1.29	5.83	1.01
法國	法國REIT 指數	7,641	3.69	39	19.79	4.1	-0.41
荷蘭	荷蘭REIT 指數	5,643	4.98	36	12.06	4.07	0.91
比利時	比利時 REIT指數	1,435	5.7	36	1.28	4.12	1.59

來源:富邦投顧

# 台灣及歐澳比較

國名	台 灣	澳 洲	荷 蘭	比 利 時	法 國
制度名	T-REIT	LPT	FBI	SICAFI	SIIC
市場開始時間	2005	1971	1969	1995	2003
上市數	6	52	8	10	9
市場規模	1.9億美元	640億美元	113億歐元	33億歐元	150億歐元
架構	信託型	信託型	法人或信託	法人	法人
開放/封閉型	封閉型	封閉型	封閉型	封閉型	封閉型
外部/內部管理	皆可	外部但有例外	皆可	皆可	內部

國名	台灣	澳洲	荷蘭	比利時	法國
投資要件	75%以上投資於已有穩定收入不動產	無限制	無限制	無限制	無限制
受益分配	90%以上	StapledTrus收益100%分配給投資人可得稅賦優惠	100%	80%以上	1.資產收益的85%以上 2.轉讓利益的50%以上 3.分配收入的100% 必須以上條件全部符合
負債比例	35%	無限制	不動產帳面價值的60%且不動產以外其他投資對象資產的帳面之20%	總資產的50%	無限制
REIT課稅	投資人配息享6%分離課稅	無	0%(非課稅)	原則課法人稅(基本上不課稅)	課稅免除以外為法人稅課稅



# 他山之石

---

- 澳洲部分

1. Stapled Trust
2. 良好的資訊公開
3. 多元的投資內容






## 他山之石(續)

---

- 歐洲部份

荷蘭的B. I. 結構相較於法國、比利時或未來的德國制度都顯得較無彈性以及限制較多，許多投資機會因此錯失，荷蘭政府為使B. I制度更具競爭力，討論了以下REIT政策的放寬：

1. 取消股東限制
2. 取消股息分配的最低限制
3. 取消對配息的預扣所得稅
4. 放寬原本對事業內容的從嚴解釋



報告完畢!

敬請指教～