

歐洲與澳洲不動產證券化 之實施經驗

Ryan Chang & Cheryl Lin

CATALOG

- 澳洲、英國及歐陸現況介紹
- 澳洲、英國及歐陸相關國家制度面介紹
- 澳洲、英國及歐陸相關國家市場面介紹
- 澳洲及英國最大的不動產證券公司介紹
- 他山之石，可否攻錯？



Reference

- EPRA European Public Real Estate Association
EPRA GLOBAL REIT SURVEY 2004
- RSM Erasmus University
Real Estate the Third Asset Class Lecture Dr. Dirk Brounen
- Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts
REITs 全球不動產投資信託操作策略 寶來投信製作



歐洲與澳洲不動產證券化 之現況介紹

澳洲爲目前是世界上第二大不動產證券市場
英國則是在2007躍升爲第三大不動產證券市場

澳洲現況(1)

- 澳洲發展REITs僅落後美國10年(1971)
- LPTs(Listed Property Trusts)
- 將近10%的澳洲交易所市值
- 擁有62檔LPTs和少數其他不動產公司，總市值達1110億美元
(全球市值排名第二)
- 不動產證券化比例最高的國家之一

澳洲現況(2)

全球發行REITs概況一覽表

國家	美國	加拿大	澳洲	日本	香港	台灣	新加坡	英國	法國	荷蘭	南非
市值 (十億 美元)	427	27	111	55	8	2	18	72	64	28	3
檔數	184	33	62	41	6	8	15	13	27	9	5

資料來源：AME Capital/ Bloomberg

歐洲現況

歐洲目前發行REITs情況

國家	上市檔數	市值
英國	16	720
法國	27	648
荷蘭	9	287
比利時	14	69
土耳其	11	17
希臘	2	8
保加利亞	19	3

--
德、義2007立法通過
※市值：億(美金)



※歐洲區由於英國與歐陸發展大不同，所以分成兩區討論

英國現況

- 英國REITs於2007年1月1日上路
- 多為地產股轉型
- 總市值達720億美元(全球第三大)
- 英國最大：Land Securities
- 最低配息率：90%
- 佔全球比重為10%

歐陸現況(1)

除英國有很大進展外，歐陸也在2007年有很大的進展。

- 除了原本固有的發行國家，越來越多歐陸國家立法通過REITs 的相關法令，歐洲不動產市場規模已達2兆美元。

歐陸地區REITs發行現況(不含英德)

國家	上市檔數	市值(億美元)
法國	27	648.27
保加利亞	19	3.23
比利時	14	69.09
土耳其	11	16.88
荷蘭	9	287.03
希臘	2	7.59

歐陸現況(2)

- **法國**—2007年4月最大的REITs公司買下荷蘭REITs(Rodamco)，新公司將成爲歐洲最大的不動產公司，這爲歐洲最大的併購案。
- **德國**—最受注目推行國家，在2007年3月立法通過後，在2007年10月掛牌上市(第一檔 6.94億歐元)，由於德國的經濟發展快速，預計未來有相當大的發展潛力。

NOTE: 由於**德國**爲**歐洲第一大經濟體**，不動產規模大(1.1兆美元)，所以未來很值得期待。但是**德國發展可能無法像英國如此快速**，由於英國商用不動產大多都掌握在上市地產開發公司，德國多爲不動產基金與企業所有，所以尚未經過公開發行程序，所以轉換上無法像英國如此快速。

- **義大利**—在2007年12月新法上路，目前有25家公司考慮轉型成REITs，
所以發展前情看好。
- **荷蘭**—發展最早原本也發展最好的國家爲了刺激REITs的發展，目前打
算修法將提高外資持有上限(由25%→45%)

SO??

歐洲與澳洲不動產證券化 之制度面介紹

大部分國家追求制定一個著重租金收入，
易於了解且透明的投資工具。

澳洲及歐洲相關國家制度比較表(1)

國家	澳洲	英國	德國	荷蘭	比利時	法國	美國	台灣
架構	LPT	UK-REIT	G-REIT	BI	SICAFI	SIIC	REIT	T-REIT
成立時間	1971	2007	2007	1969	1995	2003	1960	2005
上市規定	不需	必須	必須	不需	必須	必須	不需	必須
不動產佔 總資產之 比例規定	至少50%	至少75%資 產投入於有 租金收入 的不動產	至少75%	消極投 資，只能 投資在收 取租金的 不動產	投資在不 動產即可	投資在非 租金目的 的不可超 過總資產 20%	至少75%	至少75%
租金收入 佔總收益 之比例規 定	至少50%	至少75%	至少75%	消極投資	投資在不 動產即可	僅投資在 租金收益 部分可享 稅賦優惠	至少75%	無
投資開發 中不動產 之限制	無	可，但不 可以超過 資產組合 25%	可，但不 可以超過 資產組合 25%	不允許	可，開發 後可持有5 年	可，開發 後可持有	無	不允許

澳洲及歐洲相關國家制度比較表(2)

國家	澳洲	英國	德國	荷蘭	比利時	法國	美國	台灣
收益分配要求	課稅所得100%	12個月內要課稅所得90%	課所得90%，兩年內之資本利得可再投資	8個月內年度課稅獲利的100%，分配無關定	年度淨利80%，資本利得可轉投資	每年租金所得85%及兩年內資本利得50%	課所得稅之90%	100%
分散性要求	無	單一不動產價值不可超過總價值的40%	五年內交易之資產不得超過總資產50%	無	單一資產不可超過資產組合20%	無	無	短期票券不可超過總資產10%，同一金融公司20%
所有權要求	依澳洲公司法，無特別限制	不得超過10%	至少25%的股份在市場上流動	限制法人(個人)投資不得超過25% (45%)	無	無	至少要有100位股東，且不超過50%的股份由五位以下的個人所擁有	人數不得超過35人
內/外部管理	皆可	無	無	皆可	皆可	皆可	皆可	外部
槓桿限制	無	無	無	借款不可超過不動產帳面價值的60%及其他資產的20%	50%限制	無	無	融資比率25%~35%
利息保障倍數	無	1.25	無	無	年度利息費用不得超過年度獲利的80%	無	無	無

Ranking

- 上市規定：需要→英、德、比、法、台
不需要→澳、荷、美
- 不動產佔總資產比例：
比(只能投資不動產)>德、美、台(75%)>澳(50%)
- 限制只能投資有租金收益不動產：荷(100%)>法(80%)>英(75%)
- 投資開發型不動產：
澳、美沒有規定→英、德、比、法有限制可以→荷、台目前不行
- 收益分配上：大多都是80%~100%都必須分配
- 管理方面：大部分國家都是外部及內部管理接可(無規定應該就是都可以)
- 槓桿限制：只有領土比較小的荷蘭與比利時有限制，其他皆無
- 分散性要求：澳德法美台皆無要求，英、比要求單一資產不可超過40%、
20%的比例，德國則要求在五年內不可以交易50%的總資產。

THEN??

他山之石，可否攻錯？

台灣的REITs：

- 封閉型基金
- 未明訂不動產投資的最低比率，僅有概略相關規定
- 對外部成長限制較多：舉債、發行新股等
- 分散性不佳

歐洲與澳洲不動產證券化 之市場情況介紹

Ryan Chang & Cheryl Lin

澳洲目前市場情況

- LPTs穩定可測的收入及股息率
→ 退休基金標的
- 2003~2004年LPTs併購活動盛行
- 經營上 → 內部管理(internal management)
- 法規上 → 組合證券(stapled security)
- LPTs經營模式風險上升(外匯、稅制)

澳洲目前市場情況(2)

組合證券架構



英國目前市場情況(1)

- 溢價是為常態
- 2005~2006年間：
資本化率上升+租金成長趨緩 → 折價25%
- 短期：賣壓沉重
- 長期：未來新REIT加入，檔數有機會超越法國

英國目前市場情況(2)

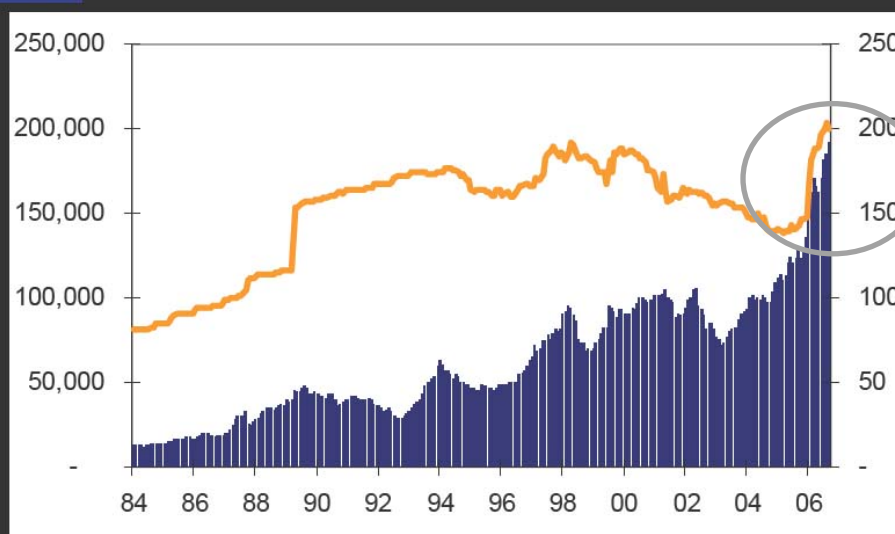
英國已轉成REITs的16家不動產公司		
名稱	類別	市值(新台幣)
British Land Co Plc	多種型態	6377.94億
Big Yellow Group Plc	工業廠房	596.27億
Brixton Plc	多種型態	1044.18億
Derwent London Plc	辦公大樓	1723.84億
Great Portland Estates Plc	辦公大樓	1138.64億
Hammerson Plc	多種型態	3562.45億
Land Securities Group Plc	多種型態	8154.98億
Liberty International Plc	多種型態	3975.56億
Local Shopping REIT Plc	購物商場	112.05億
Mckay Securities Plc	多種型態	163.71億
Mucklow Group Plc	多種型態	212.97億
Primary Health Properties	健康醫療	116.21億
Sergo Plc	多種型態	2259.52億
Shaftesbury Plc	多種型態	732.69億
Warner Estate Holding Plc	多種型態	322.47億
Workapace Group Plc	辦公大樓	608.34億

歐陸目前市場情況

	2005	2007	
北美洲	70%	54.50%	↓ 15.5%
亞洲	20%	24.10%	↑ 4.1%
歐洲	10%	21%	↑ 11%

2007年歐洲的不動產證券市場比例大升，主要原因除了英國的REITs一舉成爲第三大的不動產證券市場外，德國、義大利這些經濟大國的加入，使得歐洲的前情看好。

Euro Market Amount and Number (€mln.)



Median marketcap:

1985: 191
1990: 268
1995: 291
2000: 522
2006: 960

The bars represent the market caps, while the line represents the number of companies

雖然說06.07年相當多的REITs公司上市，但是07年市場上受到利率上升、美國次級房貸的衝擊還是使得歐洲不動產證券股價較低，2008年在克服信貸危機後可能轉好機會較大。

歐洲與澳洲不動產證券化 之個案介紹

Westfield Group(澳洲) & Land Securities(英國)

澳洲最大REIT—Westfield Group(1)

- 全球最大上市購物中心型
- 世界最大零售REIT
- 持有澳洲商場將近20%
- 資本總市值40976百萬澳幣
- 半年分配一次股利

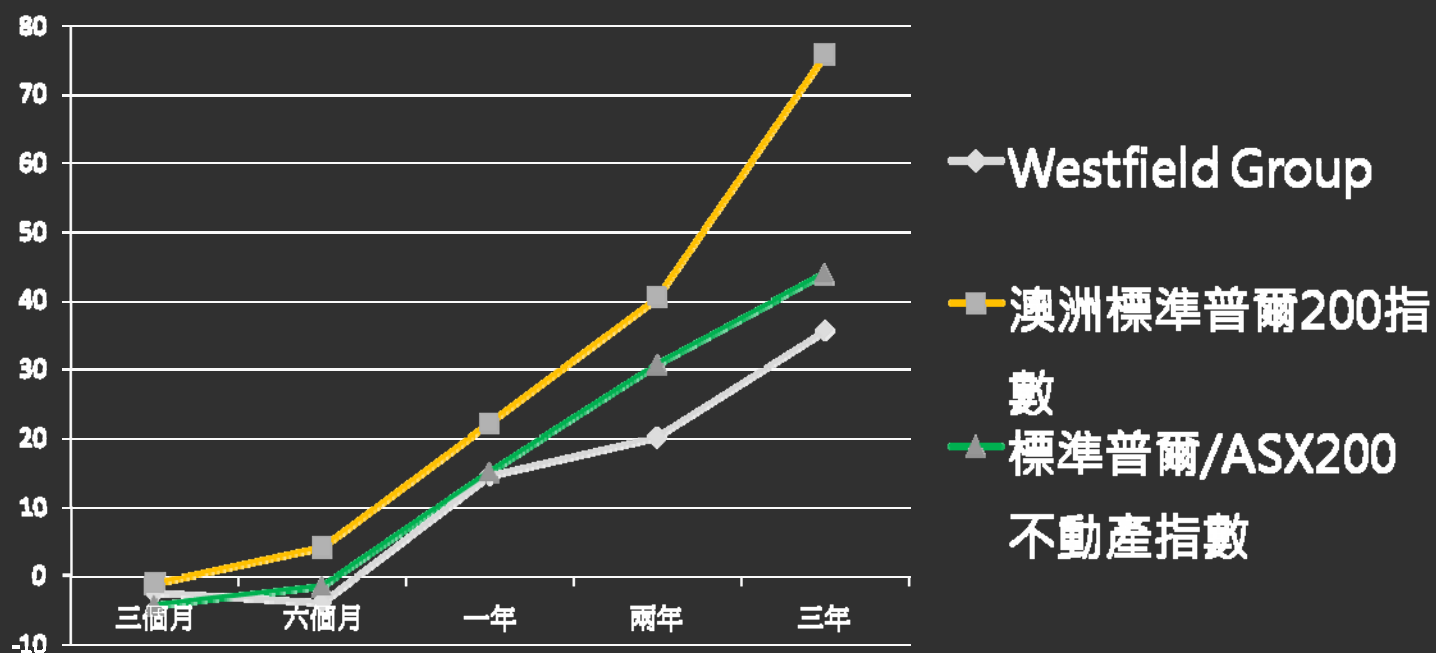
澳洲最大REIT—Westfield Group(2)

公司基本資料	
公司類別	零售商場
交易幣別	澳幣
交易所	ASX
流通股數(百萬)	1942.162
最新股價(2007/08/31:澳幣)	20.93
資本總市值(百萬澳幣)	40976.6
參考股利率(%)	5.03

澳洲最大REIT—Westfield Group(3)

股價與其他指數報酬之比較(%)

	三個月	六個月	一年	兩年	三年
Westfield Group	-2.4	-3.8	14.6	20.1	35.6
澳洲標準普爾200指數	-1.1	4.2	22.1	40.5	75.8
標準普爾/ASX200不動產指數	-4.2	-1.4	15.2	30.8	43.9



英國最大REIT—Land Securities(1)

- 屬於多種型態REIT
- 英國第一大，全球第三大
- 資產多為零售銷售及辦公大樓

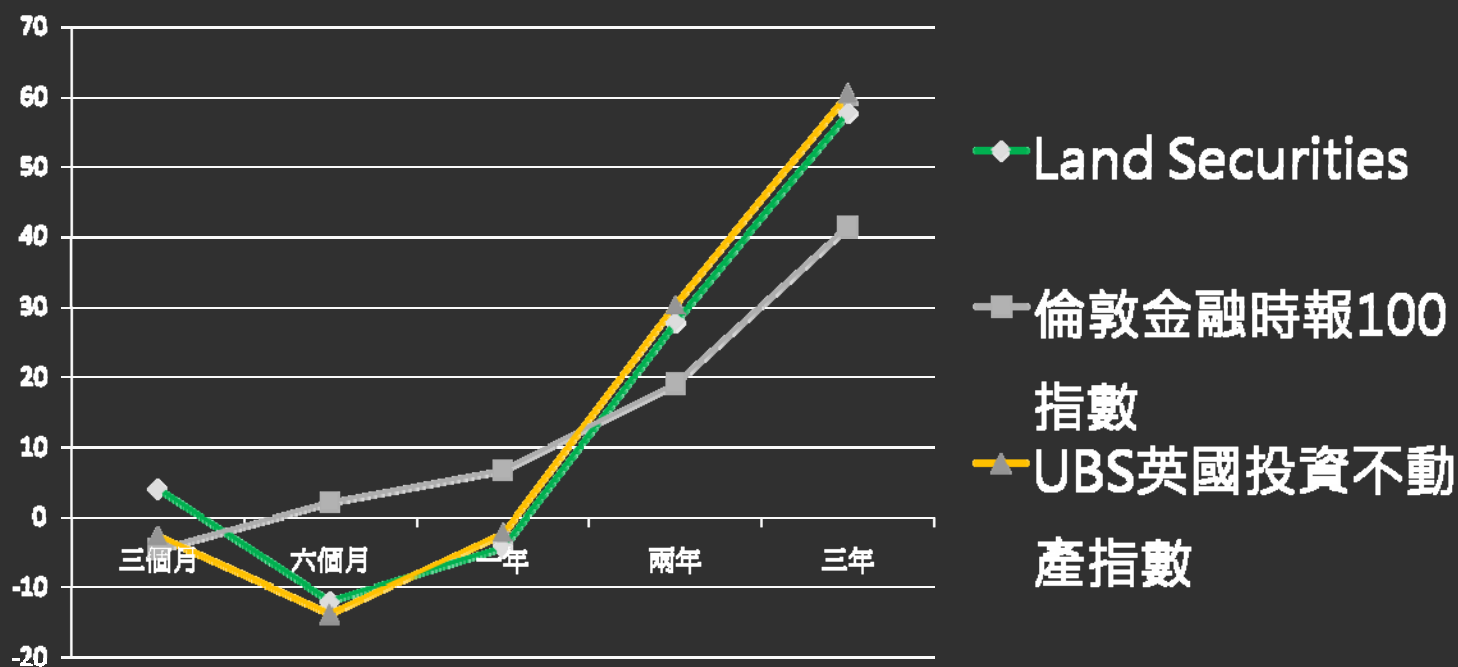
英國最大REIT—Land Securities(2)

公司基本資料	
公司類別	多種型態
交易幣別	英鎊
交易所	LAND LN
流通股數(百萬)	465.787
最新股價(2007/08/31:英鎊)	18.12
資本總市值(百萬英鎊)	8440.06
參考股利率(%)	3.03

英國最大REIT—Land Securities(3)

股價與其他指數報酬之比較(%)

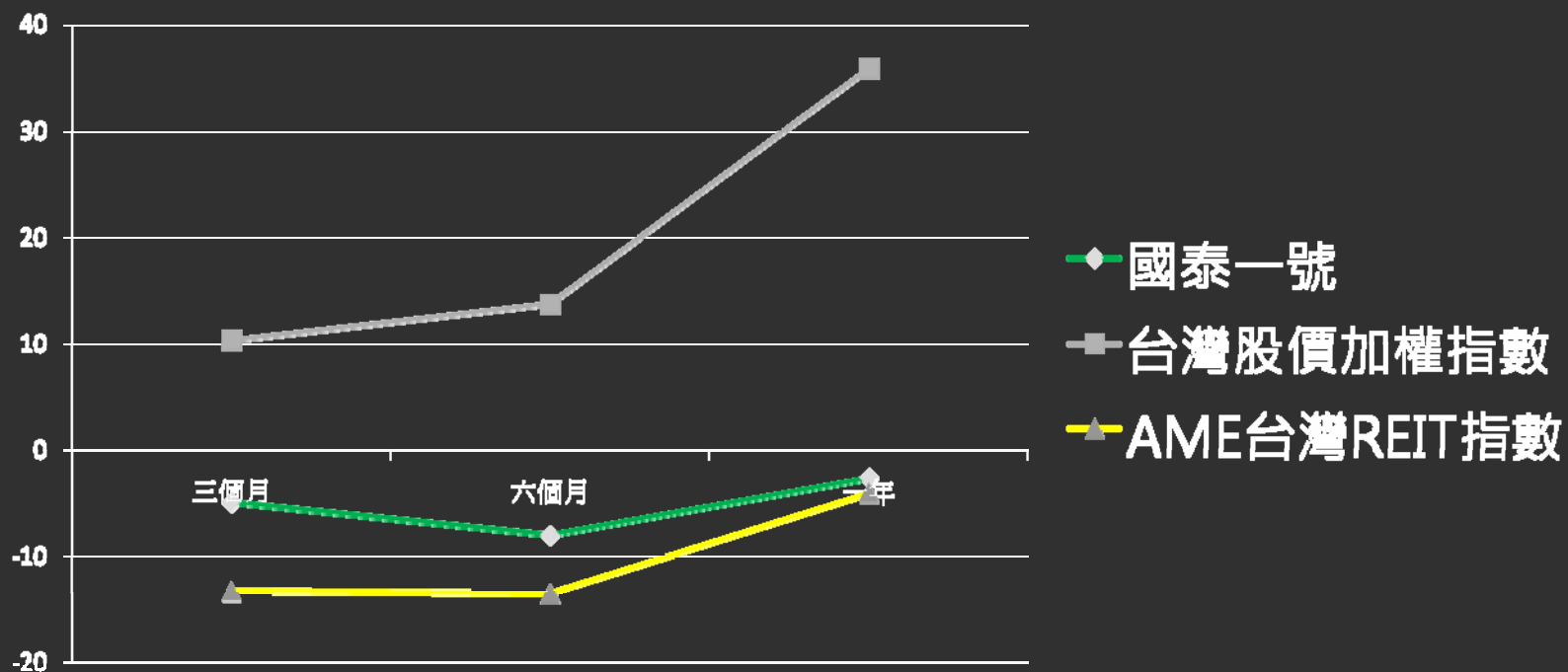
	三個月	六個月	一年	兩年	三年
Land Securities	4.0	-12.0	-4.3	27.7	57.6
倫敦金融時報100指數	-4.6	2.1	6.7	19.0	41.4
UBS英國投資不動產指數	-2.7	-13.9	-2.3	30.1	60.3



他山之石，可否攻錯？

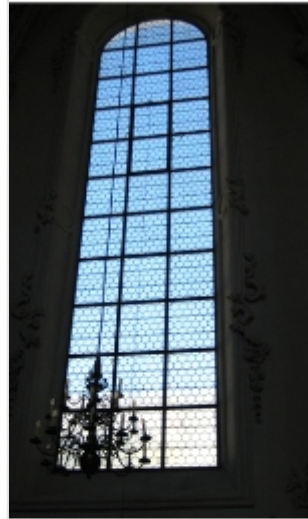
資料來源：Bloomberg

	三個月	六個月	一年
國泰一號	-4.9	-8.0	-2.6
台灣股價加權指數	10.3	13.7	35.9
AME台灣REIT指數	-13.3	-13.5	-4.1



Cheryl Lin
Ryan Chang

National ChengChi University
Seminar on Real Estate Securitization



THANK YOU FOR YOUR LISTENING