
CHR Report Vol. 15, No. 3

Creative Capital: Financing Hotels via EB-5
by Arian Mahmoodi and Jan A. deRoos

Mandarin Translation

康奈尔酒店业汇报

创意资本：EB-5 项目对酒店的融资

著者：ARIAN MAHMOODI 及 JAN A. DEROOS

与康奈尔大学酒店管理学院房地产及金融中心联合出版

2015 年 8 月

创意资本：

EB-5 项目对酒店的融资

著者：ARIAN MAHMOODI 及 JAN A. DEROOS

总论

由美国移民局管理下的就业性移民第五类优先项目（EB-5）允许外籍人士以少至 50 万美金或多至 100 万美金在美国企业投资，从而可能获得美国永久居住权。近几年，EB-5 投资移民融资大幅增长并成为酒店项目开发中使用率较高的经费来源¹。

议会在 1990 年创立此项目，旨在通过海外直接投资创造就业机会从而刺激美国经济。虽然此项目迅速走热，但 EB-5 投资移民市场还处于不明朗的低效率状态，而且 EB-5 项目融资可能会刺激投机性（及潜在经济边缘化）酒店投资的发展。此报告旨在介绍 EB-5 投资移民事务的执行技术，审查投资者和酒店发展商参与此项目的动机，概括 EB-5 项目资本筹集中的潜在骗局，并指出通过 EB-5 投资移民融资所开发酒店的经济仿真来引进边际化项目的潜在可能。

¹ EB-5 投资移民融资风行的一个指数就是有关此议题的学术会议的出现。其中一个例子为 2015 年 8 月 3 日加州 EB-5 投资会议；详见

www.eb5investors.com/conferences/2015-california-eb5-conference.

关键词: EB-5 移民签证, 酒店融资, 非传统型融资, 酒店房地产, 私募基金

关于著者

Arian S. Mahmoodi 是洛杉矶富国银行酒店业金融集团的财务分析师 (asm267@cornell.edu)。他的学业专注于酒店房地产金融, 特别是备选融资机制, 包括 EB-5 投资移民、SBA 504 / 7(a) 小企业管理局贷款项目、房地产众筹及自主退休账户。他曾在高盛投资公司、Health Care REIT 不动产投资信托公司、H-Fin 资本顾问公司及 Vant Age Pointe 资本管理公司实习。Arian 具有创业经历, 今日还荣登北部纽约“20 名 40 岁以下”最有潜力的商业领导人之一。Arian 创建过两个公司, 两个公司均在华尔街日报上榜上有名。Arian 以极优等成绩获得康奈尔大学酒店管理学院房地产辅修专业学士学位。同时, 他也是康奈尔酒店业研究中心研究员。

Jan A. deRoos, 博士学位, 是酒店金融及房地产的 HVS 教授及康奈尔大学酒店管理学院副教授 (jad10@cornell.edu)。自 1988 年加入酒店管理学院至今, 他一直致力于酒店业房地产; 专注方向为住宿业、分时享用度假别墅所有权模式及餐厅资产的资产估值、融资、发展与经营。他是康奈尔大学房地产金融中心的创会理事并创建了康奈尔大学本科生的房地产辅修专业。他在康奈尔大学酒店管理学院教授本科生及研究生项目, 并在行政管理培训项目中教课, 他还创办了酒店房地产投资及资产管理的网上专业认证项目。他最近的著作包括在房地产研究日报上发表的论文, 与 James Eyster 共同出版酒店管理协议谈判及管理第四版, 与 Stephen Rushmore 共同开发了酒店评估软件第三版以及酒店资产管理一书最新版本的章节: 原则及实践以及酒店投资: 问题及远景, 两书均为美国饭店业协会出版。

The authors wish to acknowledge the assistance of our students who helped in translating this report:

Elvin Li, Yi Gao and Isabel Zhang

著者特别感谢帮助翻译此报告的同学：

李佳霖、高熠、张慧星

创意投资

EB-5 投资移民对酒店的融资

ARIAN MAHMOODI 及 JAN A. DEROS

美国一项外国直接投资项目开始成为酒店开发的增长性资源。这个项目，也就是我们熟知的 EB-5（就业性移民，第五类优先），为愿意在指定美国区域投资至少 50 万美金的创造就业型项目的投资者提供美国居留及身份。如此报告之前所提及，EB-5 项目结构模糊，很可能被误用。而且 EB-5 项目特有的融资条件很可能刺激投机项目的发展。我们将在此后文中介绍一个模拟酒店开发项目，以展示 EB-5 融资的经济扭曲效应。²

² 此报告所呈现的信息均基于作者 Arian Mahmoodi 在酒店管理学院优等论文中大量的一手及二手调研。

EB-5 投资移民的组织方式

EB-5 项目对追求美国居留的外国投资者有专门的投资及就业机会创造的要求。目前有两个规范 EB-5 投资的方法：直接方法和区域中心的方法。因为项目本身的苛刻，直接方法的 EB-5 少使用，仅占不超过投资移民总投资的百分之二。这个结构要求投资者最低 100 万美金的投资，并且每 100 万美金的投资必须提供 10 个直接的全职就业机会。直接就业机会被定义为“为 EB-5 投资者所直接投资区域内的合格劳动者所提供实际的、可辨识的工作”。³ 因此，可直接用于 EB-5 项目融资的资金总额受限于其所创造的就业机会。例如，一个开发商计划建造一个可提供 50 个全职就业机会的酒店，仅 500 万美金的 EB-5 融资可包括在项目的资本结构。相反，区域中心的方式已变成 EB-5 投资的主导模式，其中至少 98% 的 EB-5 签证。区域中心的方式允许 50 万美金的最低投资，可以有效集中投资，并且（最关键地）可以放缓对所创造岗位的定义。这种方式仍然要求每个项目创造 10 个全职岗位，但它允许将非直接就业机会计算在内，包括那些建筑岗位、家庭收益、税收和经济产出型岗位。和直接投资的结构相比，通过使用区域中心的方法 EB-5 融资可占据资本结构的更大比例，因此每个项目可以有更多投资人。⁴

区域中心和目标就业区域

³ EB-5 移民投资者” 美国移民局，2014 年 10 月 6 日网页。

www.uscis.gov/working-united-states/permanentworkers/employment-based-immigration-fifth-preference-eb-5/eb-5-immigrant-investor

⁴ 计算如下：50 个全职员工 / 每名投资者 10 个全职员工 = 项目最多 5 名投资者。5 名 投资者 x 100 万美金 = 最多 500 万美金 EB-5 资本。

一个区域中心本质上是美国移民局所授予的许可，它允许一个组织有 50 万美金的 EB-5 资本增长。一个区域中心可以是任何公众或私有经济体，旨在促进经济增长，改善区域生产力，创造就业机会及提高国内资本投资。⁵区域中心必须位于“目标就业区”，此目标就业区的定义是：在投资时为偏远地区或者失业率为全国平均失业率的 150%的地区。偏远地区的定义是“任何位于大都市统计区域以外的区域（美国行政管理和预算局命名）或位于任何城市及城镇边界以外、根据十年一度的普查拥有 2 万及以上人口的区域。”⁶移民局描述目标就业区的语言让人感觉使用区域中心的 EB-5 项目都必须在城市之外或在失业率极高的区域。然而，在有政治倾向的选区，目标就业区可能会被指定既包括高失业率也包括低失业率的普查区，只要平均失业率符合要求。因此，目标就业区可能会不公正地也包括对位于低失业率区域项目的 EB-5 融资。在这种情况下，一个酒店项目的地块有可能不在高失业率区域，而周围有较高失业率的统计区可以被包括在目标就业区内以满足失业率的要求。

根据每个州的设置，目标就业区可包括的统计区越多，开发商对目标就业区弄虚作假就越容易。⁷结果就造成很多 EB-5 项目都位于低失业率的区域。例如，来自加利福尼亚州长办公室参与 EB-5 法规制定的 Abigail Browning 曾说道，“即使在加利福尼亚有些失业率很高的区域，也还是很难找到不合作为[目标就业区]的区域。…我曾批准位于比弗利山庄中心的[项目]。你会以为那不是高失业率区域”。⁸ EB-5 的目标为刺激就业增长，我们找不到证据证明 EB-5 项目有效地达成了此目标，而且美国移民局清楚地否认了这一任务。⁹总之，发展商利用目标就业区的规则把项目放在他们所期望区域并没有很大的难度。

建立一个区域中心

⁵ “EB-5 签证区域中心的定义” EB-5 签证信息。2014 年 10 月 6 日查看。

www.whicheb5.com%2Fdefinition-of-an-eb5-regionalcenter-visa.php.

⁶ EB-5 移民投资者,” loc. cit.

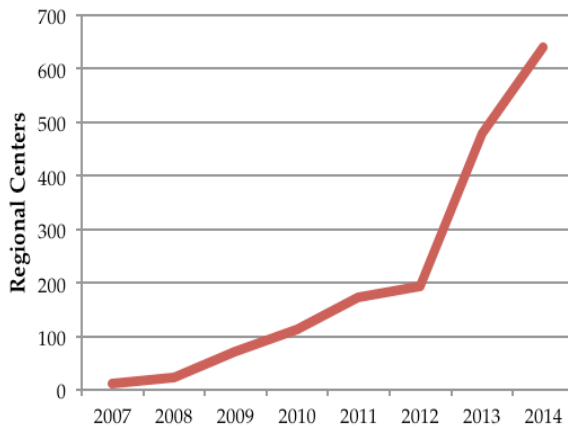
⁷ North, David. “不正当操纵投资者签证。”移民研究中心，2013 年 11 月 11 日。网页。2015 年 7 月 19 日；cis.org/north/gerrymandering-investor-visa

⁸ Koch-Weser, Icaob 及 Garland Ditz. 美国的中国投资：房地产、工业及促进投资的最新趋势。美中经济安全审查委员会，2015 年 2 月 26 日。网页 2015 年 3 月 27 日；

origin.www.uscc.gov/sites/default/files/Research/Ch%20invt%20paper_2%2026%2015.pdf

⁹ 详见：移民局监察办公室 2014 年提交国会的报告 p. 29

图表 1 - 区域中心的数量: 2007 - 2014



数据来源: 美国公民身份和移民服务

鉴于几乎每个组织都可以建立一个区域中心, 开发商可以选择建立他们自己的区域中心, 或者他们可以和现有的区域中心签订协议。因为个人在申请区域中心来用以出租, 因此区域中心所有权开始变成一项独立的生意。这样一来, 区域中心的供应量急剧增加, 如图 1 所示。由于创建一个新的区域

中心需要时间和启动成本, 因此目前的趋势是开发商倾向于基于不同项目的前提下租赁区域中心。每建立一个新的区域中心需要 6 至 15 个月并将耗资约\$100,000¹⁰左右。与此相比, 租一个区域中心的成本仅为\$ 15,000 加之每位投资者\$ 3,000 美元的花费以及最高 2% 的募集资金。因为这部分市场是相对分散的, 价格变动很大, 但一般会由于竞争而导致价格下降。

EB-5 投资的激励机制

EB-5 投资人的目标是要获得永久居留权, 即为最终的美国签证。在这种情况下, 货币因素的衡量价值并不太重要的, 正如我们下面要讨论的, 这些投资背后的金融回报往往对于投资者来说是微不足道的。为了获得 EB-5 签证, 投资者必须要选择美国企业进行一笔不少于\$ 500,000 的“风险性”投资, 这意味着投资者的收益没有任何类型或等级的保障。在当前的市场情况下, EB-5 资金是最经常被用作商业地产项目的只付息债务。投资者通常每年只得到他们投资金额百分之一的利息作为既得补偿。¹¹

按照目前的情形, EB-5 项目对于投资者的家庭特别有利。一单\$ 500,000 的投资允许投资者, 及一名配偶与他们未婚并且 21 岁以下的孩子接受美国永久居留权。¹² 2014 年,

¹⁰大卫 L·贝内特, 美国商业房地产领导者, Salmon 资本运行公司, 信息, 2015 年 8 月。

¹¹请参阅: 阿里安莫哈莫迪, “创新酒店投资堆栈。” 主题论文。康奈尔大学, 伊萨卡, 纽约, 2015 年。

¹² EB-5 投资移民过程。“EB-5 投资移民过程。美国公民及移民服务, 未检出; 浏览于 2015 年 3 月

洛杉矶时报报道大约有 85% 的 EB-5 投资者来自中国，“其中基于有关国家环境和经济健康的考虑，是导致举家移民到美国的因素。”¹³与此同时，参与 EB-5 项目很多中国的企业家在中国运营着他们的公司为其盈利并继续居住在中国。这些人参与 EB-5 项目的初衷是为未来选择居住和工作在美国提供条件。此外，一些投资者认为，这将使得他们的后代比起从国际留学生更加容易被美国大学录取。¹⁴

标准 EB-5 贷款协议

在本节中，我们将从 EB-5 投资者的角度来描述标准的 EB-5 贷款协议。虽然可能 EB-5 资金会被算作股权，正如我们所说的，大多数协议被设定为只付息债务。EB-5 贷款协议往往倾向于借款人，而借款人大部分情况下是项目的开发者。从本质上讲，在 EB-5 贷款文件中的借款人本质上是这么向投资者阐述的：

我想借 \$ 500,000 美元。作为回报，我们会向您支付至少 5 年每年不超过 1% 的利息。我们拥有权力以相同的利率延长一或两年的贷款，并豁免处罚。此贷款是无追索权与不设最低债务覆盖比率 (DCR)，没有最高可贷成数 (LTV)。这笔贷款很可能在资本结构上从属于所有其他债务。该贷款被用于 XYZ 金融财产，我们将尽我们所能让你获得永久美国居住并返还您规定的利息。任何短缺还款将不构成违约。

除了 \$500,000 的投资，EB-5 投资者通常需要支付的管理费，通常是 \$ 50,000。

虽然我们刚刚总结出了标准贷款的结构，我们必须指出真正意义上的标准 EB-5 贷款协议是不存在的。因为市场的可变性，借款人可能会在贷款协议用自己的表达方式去撰写，并试图寻找能达成一致意见的投资者。EB-5 贷款协议的措辞类似常规股权投资的措辞。其主要区别在于常规的股权不会限制投资者的回报。因此，相较于传统的项目融资，EB-5 融资的条款更有利于开发商而非发行股票筹资。

[/www.uscis.gov/working-united-states/permanent-workers/employment-basedimmigration-fifth-preference-eb-5/eb-5-immigrant-investor-process](http://www.uscis.gov/working-united-states/permanent-workers/employment-basedimmigration-fifth-preference-eb-5/eb-5-immigrant-investor-process)>

¹³施永 弗兰克。“签证计划为富裕投资者最大化了中国需求。”洛杉矶时报 2014 年 8 月 29 日。2014 年 11 月 11 日; www.latimes.com%2Flocal%2Ffla-me-0830-chinese-visas-20140830-story.html

¹⁴瑞奇, 马林, “带动阿尔法创建项目。”康奈尔大学约翰逊管理学研究生, 纽约州, 伊萨卡。2015 年 4 月 13 日。

开发者的激励机制

筹备费用	直接方法	区域中心方法
私人配售备忘录 (PPM) 和律师费	\$60000 - \$200000	\$60000 - \$200000
商业计划	\$10000 - \$12000	\$10000 - \$12000
经济影响分析	非必要；正在开发的项目的全职工作进行计数	\$100000 - \$15000
区域中心	不适用	可租低至\$15000 加每个投资者\$3000 或高达 2%的资金筹集。或者，建立你一个新的区域中心约 200 万美元。
总计	\$70000 - \$212000	\$80000 - \$227000, 加之区域中心费用

开发商可能会被 EB-5 融资吸引的原因如下：（1）由于各种各样的原因无法获得常规贷款人融资，包括缺乏的跟踪记录，缺乏额外的抵押品，项目性质等；（2）相对于传统的选择，更有利的融资组合，（3）降低了金融风险。我们目前在本报告中我们提到的模拟酒店开发项目说明了为什么开发商可能会积极地利用 EB-5 融资，特别时当该项目是边缘项目之时。

EB-5 资金成本

正如我们上面所说，由于低效率市场的分散性，EB-5 资金和服务成本是广泛可变的。虽然这个问题超出了本报告的范围，但我们注意到，EB-5 投资资金采购可能涉及基于关系的特性融资企业或者中介的高度不透明操作。¹⁵

EB-5 融资的实际成本变化基于相关的启动成本结构的 EB-5 投资和资本筹集的数量（见表 2）。直接和间接方式之间的一个主要区别是间接区域中心方法要求开发商租赁或建立一个区域中心。由于 EB-5 方法的固定成本，资金的有效成本本身会随着募集资金的增加。最终，固定的成本，时间和精力所构建的 EB-5 体系创建一个机制去激励开发者筹集大量的 EB-5 资金，以此来规划建设更大型的项目。

模拟概述

本模拟中的 EB-5 项目的经济性的说明了为什么开发商可能会积极地利用 EB-5 融资和为什么一个不符合传统融资的项目可能会利用 EB-5 的支持而得以进行。让我们考虑“ABC 酒店”，的发展和融资，这是一个高档连锁的精选服务的酒店的发展案例，拥有融资 2000 万美元。¹⁶接下来的页面上，展示了 ABC 酒店的模拟备考利润表。在此基础上，我们计算了 ABC 酒店在三种融资结构下的理论投资回报，如图表 3 所示（注：数据录入和备考从附录 2，第 14 页中总结提取。）

传统融资与 EB-5 融资对比

在假设的传统资本堆中，除与有限合伙人贡献了的五百万美元的股权外，发起者又提供二百万美元股本。在 EB-5 资金堆栈 A 中，发起者也贡献股本二百万美元。然而，为代替有限合伙人额外五百万美元的股权，保荐机构赞助五百万初级 EB-5 投资资金，这笔资金来源于十

¹⁵请参阅：莫哈迪, loc. cit.

¹⁶详见：2015 年 STR 美国连锁规模。为简单起见，本报告中提出的开发成本和资本的贡献是近似的。精确的表格则被用来计算投资回报。附录一

位 EB-5 投资人，每个人投资 500,000 美金。高级债务保持在 65% 的资金堆栈中，这两个种情况来展示如何将有限合伙人的投资更换为 EB-5 的债务来影响到发起者的回报。在 EB-5 堆栈 B 中，我们探索与 EB-5 发起者的收益影响与替换高级债券为 EB-5 融资的关系。很常见的是，发起者会最大限度的提高 EB-5 投资者在项目中的容纳数量，为酒店创造强力的就业潜力。因为酒店要创造显著的就业潜力。我们的协议堆栈 B 的模拟扩展的 EB-5 投资者从十到二十的预计数，同时把就业机会要求从 50 增长到 100。因为该项目可能达不到相应创造就业机会的要求这会为 EB-5 的投资者在第二年底项目验证阶段增加额外的风险。有关项目验证阶段的问题将在下述详细阐述讨论。

附录 1: 酒店 ABC 模拟备考

无餐饮服务酒店	第一年		第二年		第三年		第四年	
房间数量	170		170		170		170	
入住率	62.00%		68.00%		74.00%		78.90%	
平均房价	\$135.20		\$137.90		\$140.60		\$143.40	
营业天数	365		365		365		365	
房间入住数	38,471		42,194		45,917		48,957	
营业额								
	\$ (000s)	%	\$ (000s)	%	\$ (000s)	%	\$ (000s)	%
房间数	\$5,202	96.20%	\$5,818	96.30%	\$6,457	96.40%	\$7,021	96.50%
餐食	\$42	0.80%	\$46	0.80%	\$50	0.70%	\$53	0.70%
酒水	\$11	0.20%	\$12	0.20%	\$13	0.20%	\$14	0.20%
租金及其他	\$33	0.60%	\$35	0.60%	\$37	0.60%	\$39	0.50%
其他运营部门	\$113	2.10%	\$120	2.00%	\$128	1.90%	\$134	1.80%
总营业额	\$5,409	100.00%	\$6,040	100.00%	\$6,695	100.00%	\$7,272	100.00%
部门开支								
房间	\$1,404	27.00%	\$1,480	25.40%	\$1,558	24.10%	\$1,629	23.20%
餐饮	\$48	90.60%	\$50	86.20%	\$53	84.10%	\$55	82.10%
其他运营部门和租赁	\$69	61.10%	\$72	60.00%	\$75	58.60%	\$77	57.50%
部门开支总计	\$1,521	28.10%	\$1,602	26.50%	\$1,686	25.20%	\$1,761	24.20%
部门收入	\$3,888	71.90%	\$4,438	73.50%	\$5,009	74.80%	\$5,511	75.80%
未分配部门收入								
行政部门	\$552	10.20%	\$577	9.60%	\$602	9.00%	\$625	8.60%
市场部	\$315	5.80%	\$329	5.40%	\$343	5.10%	\$356	4.90%
特许经营费用	\$265	4.90%	\$297	4.90%	\$329	4.90%	\$358	4.90%
物业运营管理费	\$289	5.30%	\$302	5.00%	\$315	4.70%	\$327	4.50%
能源成本	\$269	5.00%	\$276	4.60%	\$284	4.20%	\$291	4.00%
未分配部门总计	\$1,690	31.20%	\$1,781	29.50%	\$1,873	28.00%	\$1,957	26.90%

未减除固定费用前收益	\$2,198	40.60%	\$2,657	44.00%	\$3,136	46.80%	\$3,554	48.90%
固定支出								
管理费	\$216	4.00%	\$242	4.00%	\$268	4.00%	\$291	4.00%
财产税	\$302	5.60%	\$308	5.10%	\$314	4.70%	\$320	4.40%
保险	\$69	1.30%	\$70	1.20%	\$71	1.10%	\$73	1.00%
重置准备金	\$119	2.20%	\$133	2.20%	\$147	2.20%	\$160	2.20%
总固定支出	\$706	13.10%	\$753	12.50%	\$800	11.90%	\$844	11.60%
营业净利								
	\$1,492	27.60%	\$1,904	31.50%	\$2,336	34.90%	\$2,710	37.30%

模拟结果分析

在我们的模拟中，取代了有限合伙人的传统模式，换之以等量的 EB-5 的债务以及超过两倍的发起人利润。虽然传统的资本堆栈模式有 65 % 的 LTV，EB-5 资本堆栈模式 A 中有 90 % 的 LTV，EB-5 资本堆栈模式 A 提供了发起人相对于传统的堆栈风险较低的选择。这是因为 EB-5 投资者在默认的情况下没有任何资源，这是在传统的夹层债务市场中所未听闻过的。增加资本堆栈 EB-5 债务数额讲对发起人产生一个显著的，但不激烈的发起人回报增长，这似乎限制任何的激励去让非常多的 EB-5 投资人参与到一个项目中，相比于直接和间接的工作要求。回报中的小额增长也许并不能弥补发起人在失败的项目验证风险中所承担的任何声誉风险。

作为模拟的扩展，我们研究了压力测试对收益的影响。图表 5 比较各种情况的收益在财政紧张的情况下，其中占用率不满足标准期望。所有仿真假设如图表 4 所示保持不变，除此之外，我们认为 ABC 酒店的平均入住率在持有期保持在 50%，而不是原来的使用图表 4 预测出得稳定的 78.9% 入住率。这 50% 的入住率测试体现了 EB-5 融资如何从一个需要质疑其财务表现项目变成一个对于项目发起人可行的投资项目。

图表 5 明显的体现了，当酒店 ABC 进行了传统融资，发起人将无法说服有限的合作伙伴去投资这家酒店，当项目运营处于 50% 的入住率。在 EB-5 资本堆栈 A 中，尽管有限合作伙伴被 EB-5 投资者所替换，那些投资者的主要利益在于取得公民身份和次要利益在于投资回报。因此，酒店的发展预计到 50% 的稳定的占用率可以被推行 EB-5 债券融资，作为发起人可获得利润和积极的，尽管低于市场的回报。图表 5 中 EB-5 投资堆栈 A 的回报指标表明发起人可能被激励进而地探求 ABC 酒店的发展，因为它导致调整后发起人内部收益率为 11.61%，并且 EB-5 堆栈 B 有更好的回报在压力测试情况下。

考虑到 EB-5 堆栈 B 的结果，我们的模拟表明 EB-5 融资较高的分配可能会促使发起人和开发商投资一些并不可行的常规融资的项目，亦或一些投机的项目。我们得出这样的结论是因为发起人的项目收益在 EB-5 堆栈 B 中显著高于 EB-5 堆栈 A 收益。结果我们推测 EB-5 融资可能会造成酒店客房市场被开发，但是如果以传统融资来看的话，这在经济层面并不通。我们还需要进一步研究，去确定是否特定的市场正在经历风险，如果因为 EB-5 资金的注入和 TEA 人口普查可用性相结合起来。

EB-5 投资人风险

正如我们上面所指出的，EB-5 融资认证和验证过程对于投资者来说具有额外的风险性。潜在问题的确认和验证过程在附录 3 中，也就是第 15 页中有所描述。

资格 想要参加 EB-5 项目的国外投资者在启动项目的时候将于资本募集人一同工作（通常是一个开发商或发起人）来共同投资一个符合要求的投资项目并通过安全检查工作。外国投资者则必须完成移民局 “I-526” 的表格审查，证明他或她已经投资或者正在投资一个符合要求的美国公司，并且这笔投资依法将至少在美国创造 10 个全职就业机会¹⁷ 批准后（在撰写本文时规定需要十个月），这种形式授予 EB-5 投资者一个为期两年的在美有条件居留权¹⁸ 如果 I-526 表格被移民局拒绝，EB-5 投资者的投资 50 万（但不一定是 \$ 50,000 管理费）通常是退还的。因此，I-526 表格的审批程序是 EB-5 投资者的风险所在，风险包括了时间和金钱。¹⁹ 方面如果 I-526 表格获得批准，资金将被投资于该项目。

核实 验证过的问题基本围绕着就业机会的创建。投资两年的过程中，获得永久居留权，投资者必须完成填写表格 “I-829”，并用它证明了必要的工作机会已经被建立完成。资本募集人必须提供有关该项目的进展与创造就业机会的创建来完成表格 I-829。如果投资者并没有创造至少十个就业机会，移民局将拒绝批准手续。如果获得批准，投资移民获得永久居留权，并可以申请美国国籍。而另一方面，投资者的表格 I-829 被拒绝可以接收他们的主要回报。但是，这并不总能如愿以偿，因为这些资金是一个“风险”投资，而可能因为流动性差导致开发者可能不会在那个时候有现金溢流去偿还回报。

潜在的欺诈行为

作为一种相对较新的和无管制的市场，现在已经在 EB-5 项目中出现了大量记载的欺诈案例。根据财富杂志，“已成为一块聚集业余爱好者，管道梦想家，和骗子他们把这离当做简单的获利途径。企业，银行不会与此领域接触。与此同时，也许是因为有钱的外国人是主要的潜在受害者，美国当局似乎一不留神就胡作非为。”²⁰ 向我们详细介绍此项目的明显的欺诈性协议和行为。

作为导致这一切的主要原因是源于对于申请 EB-5 签证投资者的教育程度参差不齐以及政府部门的监管不力。根据马里兰的投资部门工作人员布拉德利格林沃特阐述，有很多来自中国的投资者伪造他们的文档来获得联邦政府的批准。

这些资金筹集者会说：“我设置了一个托管帐户。你们中国的投资者将提供给我金钱以换取

¹⁷ EB-5 绿卡过程的概述。“——美国移民律师和顾问。2015 年 3 月 23 日；www.hooyou.com/eb-5/overview.html。

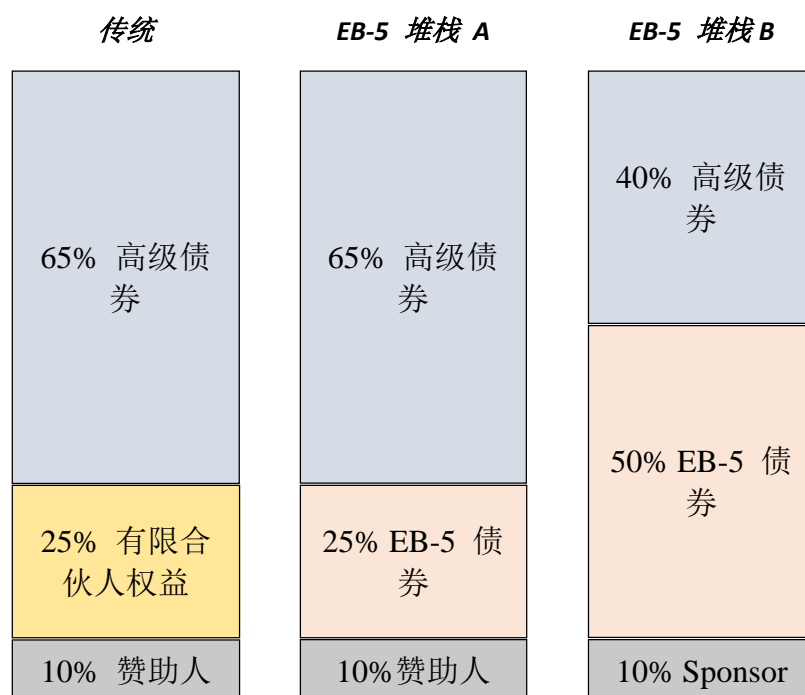
¹⁸ H-5 投资移民过程 loc.cit.; and Ibid.

¹⁹ 时间对于有接近 21 岁的孩子的家庭是一个风险因素，因为只有 21 岁以下的孩子才能有被批准 eb-5 签证的资格。

²⁰ 彼得·艾尔金德和马蒂·琼斯，在买卖签证计划的黑暗面，令人不安的世界，财富，24 July 2014. Web. 10 Feb. 2015; fortune.com/m%2F2014%2F07%2F24%2Fimmigration-eb-5-visa-for-sale%2F。

美国绿卡，如果在美国最终没能获得绿卡，你会得到退款。”²¹ 最终，其中一些人的消失与投资者钱一同消失。

展示 3 - ABC 酒店模拟 - 资本堆栈的比较研究



展示 4 - ABC 酒店 - 融资结构和投资回报对比

回报度量	传统	EB-5 堆栈 A	EB-5 堆栈 B
发起人内部收益率	27.18%	51.27%	56.10%
发起人利润	\$4,371,275	\$11,198,206	\$12,460,347
调整后发起人内部收益率	36.98%	57.28%	61.92%
调整后发起人利润	\$5,973,355	\$12,600,026	\$13,862,167
LP 内部收益率	19.68%	N/A	N/A
LP 利润	\$6,753,589	N/A	N/A
EB-5 投资者内部收益率	N/A	1.00%	1.00%

²¹科赫-威悉，伊卡博，加兰-迪兹，在美国的中国投资者：在房地产，工业和投资领域推动发展的最新趋势。众议员美中国经济与安全审查委员会，2015年2月26日 27 Mar. 2015; [origin.www.uscc.gov/sites/default/files/Research/ Ch%20inv%20paper_2%2026%2015.pdf](http://origin.www.uscc.gov/sites/default/files/Research/Ch%20inv%20paper_2%2026%2015.pdf).

<i>EB-5 投资者收益</i>	N/A	\$250, 325	\$500, 650
-------------------	-----	------------	------------

展示 5: ABC 酒店 - 强调收益的比较 (50% 占有率)

<i>回报度量</i>	<i>传统</i>	<i>EB-5 堆栈 A</i>	<i>EB-5 堆栈 B</i>
<i>发起人内部收益率</i>	-2.01%	-10.83%	9.53%
<i>发起人利润</i>	-\$178, 263	-\$557, 413	\$685, 851
<i>调整后发起人内部收益率</i>	14.85%	12.16%	24.76%
<i>调整后发起人利润</i>	\$1, 423, 817	\$844, 407	\$2, 087, 671
<i>LP 内部收益率</i>	-2.01%	N/A	N/A
<i>LP 利润</i>	-\$445, 656	N/A	N/A
<i>EB-5 投资者内部收益率</i>	N/A	1.00%	1.00%
<i>EB-5 投资者收益</i>	N/A	\$250, 325	\$500, 650

美国证券交易委员会控告芝加哥一家会展中心等人

25 岁的涉嫌诈骗者名叫 Anshoo Sethi，他于 2011 年开始为据称为一家在芝加哥奥海尔机场附近的“世界上首家零碳排放 LEED 白金认证”的酒店筹集 EB-5 资金。该酒店被宣传有斥资 9.13 亿建造 995 间房间，4 层会议空间，自带 SPA 和瑜伽教室的花园环保屋顶，迷你高尔夫球场，1720 个车位的机器泊车车库，和生物体征自助入住系统。²²

为该计划，Sethi 售出了超过 1.43 亿美金的债券，向主要来自中国的 250 名投资者收取了 1100 万美金管理费，当中每人都投资了 50 万美金。²³

除了承诺投资者如果他们的移民签证被拒投资会被返还以外，Sethi 和他的公司花掉了超过 90% 的管理费。²⁴ Sethi 同意保存约 1.45 亿美金在监管账户，直到投资者的临时绿卡被移民局批准。但是美国移民局在项目的全部文件被提供并被证实真实之前不会批准任何移民签证。当被移民局要求提供他们经营权的证明是，Sethi 提交了一份“来自凯悦酒店不真实的告慰函”。²⁵并且在移民局要求提供非 EB-5 资金来源证明时，他的律师回复提及该项目将获得来自伊利诺伊金融当局的 3.4 亿美金的保证金。Sethi 还提交了一份伪造的来自卡塔尔投资当局的备用资金证明²⁶

依据 Sethi 的行为，很明显他从来没有打算建一间酒店。相反，他似乎想利用骗局盗用

²² 请参阅：阿尔金德，琼斯，op.cit

²³ 《美国证券交易委员会控告芝加哥一家会展中心，Anshoo Sethi，芝加哥国际地区中心信托》，民事诉讼第 13-cv-982 号，请参阅：www.sec.gov%2Flitigation%2Flitreleases%2F2013%2F1r22615.htm

²⁴ Ibid

²⁵ Ibid

²⁶ 请参阅：阿尔金德，琼斯，op.cit

EB-5投资者的本金，并利用向移民局提供假材料的方式骗取监管资金。（该项目若真实存在，可提供超过2500个工作岗位）。所幸的是，在Sethi榨空所有的投资之前，一个举报者向SEC（美国证券交易委员会）透风，让SEC及时的采取了行动，保全了EB-5投资者的本金。²⁷该匿名的举报者获得了高达1400万美金的奖励，迄今为止SEC最高的举报奖励。²⁸截至本篇研究，SEC仍在追寻其他资金去向。²⁹

SEC的调查还在继续，³⁰但是该事件最令人失望的就是如果没有举报者，移民局是无法发现Sethi的骗局的。

EB-5 的政治环境：华盛顿特区对于 EB-5 的看法

目前两党一致支持当前的EB-5规划。最近的一次规划重申亦被众议院以412票支持3票反对，参议院一致赞同的结果通过³¹。2012年9月，奥巴马总统签署了批准EB-5地区中心领先计划延期三年的S. 3245法案。³² 该计划名称中“领先”一词被去除，但是该计划仍需每三年进行一次延期。与此同时，参议员帕特里克 莱西和查克 格莱斯利提出改革当前EB-5计划。在提案中（S. 1501），对于当前现状比较显著的改变包括：³³

- 将EB-5项目的执行有效期改为5年；
- 大都会地区的高失业率目标就业区仅限于一个选区
- 将投资最低标准升至：目标就业区地区80万美金，非目标就业区地区120万美金
- 国土安全局的管辖权将被加强，并可以直接否决或终止诈骗，犯罪或有害公共或国家安全的项目申请

²⁷ 《美国证券交易委员会向举报民众奖励1400万美金》，美国证券交易委员会网站，请参阅：www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539854258#.VRh2dVxuZhM

²⁸ 依据美国证券交易委员会，举报者线报办公室由多德-弗兰克法案授权在2011年成立。举报者项目奖励高质量的线报（涉案金额达100万美金以上），举报者可以获得10%-30%的奖励。请参阅：Ibid。

²⁹ Ibid

³⁰ 《美国证券交易委员会控告芝加哥一家会展中心，Ansho Sethi，芝加哥国际地区中心信托》，民事诉讼第13-cv-982号，请参阅：www.sec.gov%2Flitigation%2Flitireleases%2F2013%2F1r22615.htm

³¹ Salmon Run Capital 演讲，《所有关于EB-5你想知道但却不敢问的事儿》 Prepared for Arian Mahmoodi on 11 Nov. 2014.

³² *Bill Text Versions 112th Congress (2011-2012) S.3245*. The Library of Congress, n.d. Web. 15 Mar. 2015.

<<http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c112%3AS.3245%3A>>.

³³ 《2015年美国创造就业与促进投资改革法案，S.1501, 114th》，请参阅：《莱西与格莱斯利提出促进和扩大创造就业的外来投资计划的立法议案》，www.leahy.senate.gov/press/leahy-and-grassley-introduce-legislation-to-improve_extend-job-creating-foreign-investment-program.

-
- 建立“EB-5诚信基金”以让地区中心支付国土安全局的审计、考察费用，进一步阻止诈骗的发生
 - 强制进行地区中心项目和项目发起人的背景审查
 - 强制国土安全局在投资者将资金交予开发商之前细致审查EB-5项目
 - 增加对投资者关于项目风险、利益冲突的信息披露
 - 增加对项目实施，证券合规的监管
 - 增加付费加速审批流程的选项

若最新一次的EB-5计划被再次通过且延期，移民局前任代理局长，首席法务代表罗伯特·迪凡表示以下改变将非常有可能发生：³⁴

- 投资金额的最低标准会被提高
- 采取反诈骗和增强安全性的措施，以便否决和中止地区中心的项目
- 对于目标就业区的定义和认定流程会被改变
- 移民局可以出于国家安全或相关理由直接拒绝EB-5投资者，并保留不透露具体原因的权利
- 若可从多元化移民签证项目获取签证，EB-5投资者的家属会被移出每年1万个人的EB-5移民名额。因此EB-5投资的金额可能会增加两到三倍

除了目前的政治环境和以上列出的议案，我们还将密切关注今年9月30号过期的EB-5计划是否会面临切实的改变。很多潜在的议案会对开发商，资金发起人，还有潜在的EB-5投资者产生深远影响。

总论

总而言之，EB-5投资计划对于开发商和EB-5投资者来说是个非常值得考虑的融资方案。与常规的融资相比，采取EB-5计划可以为项目发起人和有限责任合伙人带来更高的风

³⁴ 来自与罗伯特·迪凡，项目参与者，贝克尔·唐纳森的采访。

险调整后受益，其原因是因为大部分风险被转移至投资者身上。这一点由我们的进行的“传统资本结构”和“EB-5 结构 A”量化模拟得以证实：“传统资本结构”回报发起人 600 万美金，而“EB-5 结构 A”回报达 1260 万美金。我们还发现 EB-5 融资可以刺激投机项目的发展（尤其是经济上处于边缘地位的项目）。然而，完成整个 EB-5 投资计划是非常复杂，并很有可能会被宪法修正。由于只有少量的地产符合 EB-5 投资的要求，EB-5 投资者应谨慎选择投资项目。与此同时，2015 年 9 月份的新规定对于 EB-5 投资市场的投资者和地产商带来深远的影响。

附录 2 ABC 酒店试算的假设

项目名称	假设	来源
土地成本	开发成本的 12%。备注：由开发成本乘以 12%来计算 ($\$117,800 \times 180 = \$20,026,000 \times .12 = \$2,403,120$)	2014/2015 HVS 《酒店开发成本调查》，第 9 页。该数字为土地成本占美国不提供餐饮的中档酒店开发成本的比例的中位数。
土地期权合约	期权价格为可操作土地价值的 10% ($\$2,403,120 \times .1 = \$240,312$)。期权合约被认定为发起人的花销，独立计算投资回报。	实际操作惯例
酒店房间数	170	模拟数据
每间房成本	$\$117,800$	2014/2015 HVS 《酒店开发成本调查》，第 9 页。该数据为美国不提供餐饮的中档酒店成本中位数。
建造成本（包含土地成本）	$\$117,800 \times 170 = \$20,026,000$	由上述假设计算得出。
建造周期	15 个月	实际操作惯例
持有周期（包含建造周期）	5 年	模拟数据
建造利息	本金平均分散到 15 个月的周期，利息以月为基础累计。	模拟数据
中止资本化率	9.63%	普华永道《2015 第一季度房地产投资者调查》，第 57 页。
手续费	3.0%	实际操作惯例
资金募集周期（例：建造前募集资金时间）	1 年。该周期可以更客观公平的比较投资回报。假设每个期权花一年时间：	依据实际操作惯例的模拟数据

	(1) 从普通合伙人中募集资本的 25%; (2) 从 EB-5 中募集资本的 25%	
惯例资本结构	35% 产权; 65%纯息债务	模拟数据
惯例资本结构产权架构	发起人提供 10%的资本, 有限责任人提供 25%。亦表示发起人提供 28.6%的产权。	模拟数据
惯例资本结构收益分配架构	第一级: 对有限责任人和普通合伙人提供 10%优先回报; 第二级: 15%, 有限责任人得 66.4%, 普通合伙人 33.6%; 第三级: 20%, 有限责任人获 51.4%, 普通合伙人 48.6%; 第四级: 有限责任人 41.4%, 普通合伙人 58.6%	模拟数据
惯例资本起始费用	管理费: 1% (第二年起付) 发展费: 总投资的 4% (第三年起付)	实际操作惯例
EB-5 资本结构	10% 来自发起者股本; 25% 来自 EB-5 只付息债务; 65% 来自只付息债务	模拟数据
EB-5 利率	每年 1%, 只付息。	本文作者论点, 2015。
关于优先债务的假设 (两种资本结构均适用)	小型永久贷款 1%初始费用 3+1+1 term 0.25%每次延期 LIBOR + 3.00% (假设延期期权均被使用)	Reputable Lending Institution, 于8月20日, 2015 更新
优先债务利息模型的方法论	使用月远期 LIBOR 来预测还款金额	彭博社, 于8月20日, 2015 更新
EB-5 管理费和起始费用	管理费为 5 万美金, 但已于 EB-5 起始费用涵盖。	本文作者论点, 2015。
被用于模拟损益表数据	酒店入住率, 日均房价, 花销, 营业额,	deRoos, Jan and Steve

的元素	和通货膨胀。这些因素的假设已在上方罗列。	Rushmore, 2011, 酒店估值软件 第三版, 酒店业工具, 康奈尔大学酒店管理学院, 酒店管理研究中心。
入住率	稳定的入住率应该在 78.9%	78.9% 来自 《2015 STR HOST Almanac》, 第 50 页, 高端酒店。
日均房价	基于第一年日均房价为 135.22 美金, 将起始年日均房价为调校为 132.59 美金	\$135.22 来自 《2015 STR HOST Almanac》, 第 50 页, 高端酒店。
费用与收益	除连锁费用, 管理费, 更新基金以外的假设均来在 2015 STR HOST Almanac	《2015 STR HOST Almanac》, 第 50 页, 高端酒店。
通货膨胀	每年 1.98%, 依据对于十年年均个人消费支出通货膨胀率的估计	The Survey of Professional Forecasters, 《专业预测者调查》, 2015 第二季度, 第 4 页 。
酒店现金流	基于酒店年度财务报告, 并假设年内没有季节性因素	模拟数据

附录三

下图具体的解释了 EB-5 项目发起人和投资者参与 EB-5 项目的流程。³⁵

³⁵ “投资流程”，美国地区中心 EB-5 移民签证项目，3 月 22 日，2010，网站。11 月 7 日，2014 获取
<http://www.americaregionalcenter.com/eb5/index.php?option=com_content&view=article&id=16&Itemid=36&lang=en>.

第三步前期准备

- 项目发起人于 EB-5 投资项目内容和与其一致包销准则达成共识。
- 并准备好包含意向项目的私募备忘录(PPM): 项目内容, 投资金额预期收益, 产出生就机会预测, 和退出机制。
- 项目发起人或相关公司, 银行托管户, 通过各种市场渠道分布 PPM, 向项目参与人员报项目的覆盖范围和投资要求。
- 完成项目申请所需内容(PPM, 申请表, USCIS 信息等) 并为潜在投资者建立跟进联系人, 以便尽职调查。
- 投资者审阅项目发起人提供的相关资料, 并在必要时任命商务, 法务, 移民以及税务相关顾问。

第四步申请程序

- 潜在投资者确认投资意向; 项目发起人与投资者顾问审阅申请包裹, 并确认投资者满足申请人资格要求。
- 符合要求的投资者任命移民律师来协助申请程序, 并将护照交予托管银行以于安全审核。

安全审核

安全审核通过

- 通过安全审核的投资者提交完整 I-526 申请, 并将投资资金存入托管户。
- 投资者的移民律师代表客户提交 I-526 申请书, 提交所有必需的附件项目发起人。

安全审核未通过

- 投资者无法与 EB-5 投资项目, 流程中止。

第三步: 移民局审核 I-526 申请书

- 移民局审阅完整的 I-526 申请

I-526 被批准

I-526 被拒绝

本金额被还 给投资者

第四步: 获得绿卡

- 投资者申请 EB-5 的第 90 天之内, 项目发起人提供具体文件(包含影响研究) 以保证项目进度和规定的新增就业机会。
- 符合条件的投资者的移民律师准备 I-829 呈文 提交予项目发起人审阅。
- 当申请齐全, 项目发起人授投资者的移民律师向移民局递交 I-829 申请书

I-829 被批准

I-829 被拒绝

- 移民局撤销临时移民状态, 获得永久绿卡。
- 投资根据原有投资案定去留。

- 开发商退还投资者的投资。
- 投资者可选择继续投资新项目或退出 EB-5 项目计划。

第五步: 国籍

- 在最初获得绿卡的 5 年后的 90 天内, 投资者可申请加入美国籍。