

Kinh nghiệm phát triển Quỹ tín thác đầu tư bất động sản trên thế giới và bài học cho Việt Nam

KIỀU YẾN NGỌC*
NGUYỄN THÚY ANH**
NGUYỄN NGỌC HẢI***
NGUYỄN THỊ YẾN PHƯƠNG****

Tóm tắt

Quỹ tín thác đầu tư bất động sản (BDS) có đóng góp quan trọng vào phát triển của thị trường trái phiếu và thị trường BDS trên thế giới, nhưng vẫn còn là công cụ mới mẻ ở thị trường Việt Nam. Chính vì vậy, việc nghiên cứu kinh nghiệm của các quốc gia đi trước là vô cùng quan trọng. Bài viết phân tích kinh nghiệm phát triển Quỹ tín thác đầu tư BDS tại 3 quốc gia, bao gồm: Mỹ, Nhật Bản và Malaysia, đại diện cho các nền kinh tế phát triển và đang phát triển, đảm bảo sự đa dạng về lãnh thổ và kinh nghiệm hình thành và phát triển Quỹ tín thác đầu tư BDS. Trên cơ sở đó, đưa ra một số gợi ý cho Việt Nam trong phát triển Quỹ tín thác đầu tư BDS.

Từ khóa: quỹ tín thác đầu tư bất động sản, khuôn khổ pháp luật, chính sách khuyến khích

Summary

Real estate investment trust funds have made an important contribution to the development of the bond market and real estate market in the world, but are still a new tool in the Vietnamese market. Therefore, it is extremely important to study the experiences of preceding countries. The article analyzes the experience of developing Real Estate Investment Trust Funds in 3 countries, including the US, Japan and Malaysia, representing both developed and developing economies, ensuring the diversity of territories and experience in the formation and development of Real Estate Investment Trust Funds. On that basis, the authors propose some suggestions for Vietnam in developing Real Estate Investment Trust Fund.

Keywords: real estate investment trust fund, legal framework, incentive policies

GIỚI THIỆU

Quỹ tín thác đầu tư BDS là một hình thức đầu tư vào BDS, tương tự như một mô hình quỹ tương hỗ, giúp các nhà đầu tư hưởng lợi trên BDS từ nguồn cổ tức và lợi nhuận. Mặc dù mang lại nhiều lợi ích, tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, Quỹ tín thác đầu tư BDS hiện vẫn còn trong giai đoạn sơ khai và có nhiều hạn chế, đòi hỏi sự thay đổi về khuôn khổ pháp luật, cũng như chính sách khuyến khích, đặc biệt là về ưu đãi thuế. Do đó, nghiên cứu về các Quỹ tín thác BDS của một số quốc gia trên thế giới sẽ đưa ra những đề xuất cho thị trường Việt Nam, từ đó tận dụng hết lợi ích mà Quỹ này có thể mang lại.

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BDS

Quỹ tín thác đầu tư BDS, mặc dù được ra đời từ năm 1960, nhưng cho đến nay vẫn chưa có một khái niệm được chấp nhận toàn cầu. Theo Chan và cộng sự (2005), Quỹ tín thác đầu tư BDS là một quỹ đóng

nắm giữ các tài sản BDS, tài sản liên quan đến thế chấp BDS hoặc cả hai. Tuy nhiên, theo thời gian, cùng với việc điều chỉnh quy định pháp luật tại các quốc gia, một số Quỹ tín thác đầu tư BDS hiện nay có thể coi là các công ty đang hoạt động chứ không còn là các quỹ đóng thuần túy. Phần quan trọng nhất trong tài sản của Quỹ là việc nắm giữ BDS và đa số các quỹ tín thác đầu tư BDS được xem như nhóm tài sản sản (và/hoặc thế chấp) được giao dịch trên thị trường chứng khoán (Chan và cộng sự, 2005).

Theo Hiệp hội đầu tư tín thác BDS quốc gia Mỹ (National Association of Real Estate Investment Trusts - NAREI), Quỹ tín thác đầu tư BDS là một công ty sở hữu, điều hành hoặc cấp vốn cho các BDS nhằm mục đích tạo ra thu nhập. Còn Hiệp hội Bất động sản công

*, **, ***, ****, Trường Đại học Ngoại thương
Ngày nhận bài: 15/5/2023; Ngày phản biện: 02/7/2023; Ngày duyệt đăng: 10/7/2023

châu Âu (European Public Real Estate Association, 2022) định nghĩa, Quỹ tín thác BĐS là một công ty niêm yết đầu tư vào BĐS; sở hữu, vận hành, phát triển, quản lý BĐS và có doanh thu từ thu nhập cho thuê và tăng giá vốn. Ngoài ra, Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD, 2007) định nghĩa, Quỹ tín thác đầu tư BĐS là một công ty, thỏa thuận, tín thác, hợp đồng hoặc ủy thác đầu tư dài hạn vào BĐS để có thu nhập, chủ yếu hết nguồn thu nhập hàng năm và không chịu thuế thu nhập đối với thu nhập liên quan đến BĐS được phân phối.

Đặc điểm của Quỹ tín thác đầu tư BĐS được chia thành nhiều nhóm khác nhau. Về cấu trúc tổ chức, Quỹ có thể được tổ chức theo 2 mô hình đó là: công ty cổ phần và một quỹ đầu tư dạng hợp đồng. Về phương thức quản lý, để quản lý hoạt động, Quỹ tín thác đầu tư BĐS có thể áp dụng 2 phương thức khác nhau là mô hình quản lý nội bộ và mô hình quản lý độc lập. Về hoạt động đầu tư, Quỹ tín thác đầu tư BĐS truyền thống tập trung vào lĩnh vực BĐS, bao gồm: văn phòng, BĐS công nghiệp và bán lẻ. Tuy nhiên, do nguồn cung sẵn có đối với BĐS trên toàn cầu còn hạn chế, Quỹ có xu hướng chuyển sang lĩnh vực mới, như: tự lưu trữ, trung tâm dữ liệu, các lĩnh vực phi BĐS (Hằng và cộng sự, 2022). Về kỳ hạn đầu tư, Quỹ mang tính chất đầu tư dài hạn, an toàn, rủi ro thấp với mục đích mua và giữ tài sản để tăng thu nhập và giá trị vốn trong thời gian dài. Về phân phối lợi nhuận, Quỹ phải phân phối ít nhất 90% thu nhập chịu thuế cho các cổ đông dưới dạng cổ tức (Haslam và cộng sự, 2015). Về tỷ lệ sử dụng đòn bẩy tài chính, theo Thông tư số 228/2012/TT-BTC, ngày 27/12/2012 về hướng dẫn thành lập và quản lý quỹ đầu tư BĐS, Quỹ tín thác đầu tư BĐS không được vay quá 5% giá trị tài sản ròng tại mọi thời điểm.

KINH NGHIỆM CỦA MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN THẾ GIỚI

Mỹ. Là quốc gia đầu tiên thành lập Quỹ tín thác đầu tư BĐS trên thế giới vào năm 1960. Từ đó đến nay, Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại Mỹ đã phát triển trở thành thị trường lớn nhất thế giới và là hình mẫu cho các quốc gia trên thế giới. Để có được sự thành công đó, Chính phủ Mỹ cũng liên tục cập nhật và ban hành

luật, cũng như đưa ra các chính sách để thúc đẩy sự phát triển của thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS. Về luật pháp, Quỹ tín thác đầu tư BĐS hiện đại được đặt nền móng với Luật thuế sửa đổi năm 1986, khi Quỹ tín thác đầu tư BĐS được trao quyền vận hành và quản lý BĐS, thay vì chỉ sở hữu hoặc tài trợ cho nó. Đến năm 1993, Đạo Luật điều phối ngân sách tổng hợp Omnibus được sửa đổi, đưa ra các giải pháp góp phần gia tăng đầu tư của các quỹ hưu trí vào Quỹ tín thác đầu tư BĐS, tăng giá trị giao dịch và thanh khoản của Quỹ tín thác đầu tư BĐS trên thị trường. Luật Giãn thuế năm 1997 tiếp tục tháo gỡ các rào cản đối với Quỹ tín thác đầu tư BĐS với một số biện pháp, điển hình là giảm mức yêu cầu phân chia lợi nhuận chịu thuế của Quỹ tín thác xuống còn 90% dưới hình thức cổ tức. Về chính sách khuyến khích, Mỹ cho phép các Quỹ tín thác đầu tư BĐS hưởng miễn thuế thu nhập doanh nghiệp. Đồng thời, thu nhập ròng phân phối cho nhà đầu tư cũng được miễn thuế hoàn toàn (Hằng và cộng sự, 2022).

Nhật Bản. Là quốc gia đi đầu trên thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại châu Á. Quỹ tín thác đầu tư BĐS xuất hiện lần đầu tiên tại Nhật Bản, cũng như châu Á vào năm 2001. Từ đó, số lượng Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại Nhật Bản (J-REITs) đã tăng lên con số 61 với tổng giá trị 21,239 triệu đồng Yên vào năm 2021 (The Association for Real Estate Securitization, 2023). Ra đời với tiền đề là Đạo luật sửa đổi về Ủy thác đầu tư và Công ty đầu tư cho phép các quỹ ủy thác đầu tư vào BĐS vào năm 2000, hệ thống văn bản pháp luật tại Nhật Bản được điều chỉnh nhiều lần để phù hợp với điều kiện thực tế và tạo điều kiện cho sự phát triển của J-REITs. Có thể kể đến năm 2003, Hiệp hội ủy thác đầu tư Nhật Bản thay đổi quy tắc, cho phép thành lập các J-REITs dưới dạng quỹ. Năm 2006, Bộ luật Công cụ tài chính và Sở giao dịch được sửa đổi và áp dụng nhằm ứng phó với những thay đổi trong môi trường xung quanh thị trường tài chính và thị trường vốn; thúc đẩy việc tuân thủ đầy đủ các quy tắc bảo vệ nhà đầu tư (Financial Service Agency, 2006). Năm 2009, pháp luật cho việc sáp nhập J-REITs được dự thảo, tạo tiền đề cho thương vụ sáp nhập J-REITs đầu tiên vào năm 2010 (The Association for Real Estate Securitization, 2023). Gần đây, J-REITs được quản lý bởi 4 luật: (1) Luật Ủy thác đầu tư và Công ty đầu tư; (2) Tiêu chuẩn phát hành trên sàn giao dịch chứng khoán Tokyo; (3) Luật Thuế doanh nghiệp và (4) Luật Biện pháp thuế đặc thù (Vân, 2010).

Về chính sách khuyến khích cho sự phát triển của J-REITs, về phía doanh nghiệp, thu nhập ròng phân phối cho nhà đầu tư được miễn thuế hoàn toàn. Các ngân hàng công nhận lợi nhuận từ REIT là một phần thuộc lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh. Về phía nhà đầu tư, thuế đánh vào lãi vốn và cổ tức đối với nhà đầu tư cá nhân được giảm xuống còn 10% (Hằng và cộng sự, 2022).

Malaysia. Là một trong những thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS tiêu biểu tại Đông Nam Á. Hiện nay, chỉ có 18 Quỹ tín thác đầu tư BĐS, nhưng thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại Malaysia (M-REITs) chiếm 3% giá

trị thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS của châu Á, chỉ xếp sau Nhật Bản, Singapore và Hồng Kông (Dong và cộng sự, 2022). Đặc biệt, bên cạnh M-REITs thông thường, với sự phát triển của lĩnh vực Hồi giáo, Quỹ tín thác đầu tư BĐS Hồi giáo đầu tiên trên thế giới cũng được thành lập vào 2006 tại Malaysia (Newell và Osmadi, 2009).

Về hệ thống văn bản pháp luật, năm 2005, Ủy ban chứng khoán Malaysia giới thiệu Hướng dẫn sửa đổi riêng cho M-REITs, tạo tiền đề cho sự hình thành Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại quốc gia này. Bên cạnh đó, Quỹ tín thác đầu tư BĐS Hồi giáo cũng cần tuân theo các hướng dẫn Shariah (hệ thống pháp luật của đạo Hồi) (Osmadi, 2010). Vào năm 2016, Ủy ban Chứng khoán Malaysia đã xuất bản một bài tham vấn công chúng đối với đề xuất thay đổi về hướng dẫn về Quỹ tín thác đầu tư BĐS và Quỹ tín thác đầu tư BĐS Hồi giáo (Wen, 2018). Năm 2019, Ủy ban Chứng khoán ban hành văn bản Hướng dẫn về niêm yết ủy thác đầu tư BĐS. Về chính sách khuyến khích, đối với cấp độ nhà đầu tư, không đánh thuế đối với việc bán cổ phiếu hoặc chứng khoán. Khi M-REITs được coi là minh bạch về thuế, các cá nhân và tất cả các nhà đầu tư tổ chức phải chịu thuế khấu trừ là 10% cho đến năm đánh giá 2019 (PwC, 2019).

MỘT SỐ KINH NGHIỆM TRONG PHÁT TRIỂN QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BĐS CHO VIỆT NAM

Thực trạng Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại Việt Nam
Quỹ tín thác đầu tư BĐS có đóng góp quan trọng vào phát triển của thị trường trái phiếu và thị trường BĐS trên thế giới, nhưng ở Việt Nam, sự phát triển và vận hành của quỹ được các chuyên gia đánh giá còn khá hạn chế, chưa huy động được nguồn vốn (Kiều Anh, 2022). Hiện tại trên thị trường mới có duy nhất một Quỹ tín thác đầu tư BĐS Việt Nam và chỉ có một số lượng hạn chế các nhà đầu tư tìm hiểu và đầu tư vào mô hình mới này.

Theo Hằng và cộng sự (2022), tại Việt Nam, đầu tiên là khuôn khổ pháp lý đối với Quỹ tín thác đầu tư BĐS mới chỉ tạo lập ở mức độ căn bản và áp dụng chung đối với các loại quỹ đầu tư BĐS. Tiếp đến, khái niệm Quỹ tín thác đầu tư BĐS tại Việt Nam còn mập mờ, chưa phân loại giữa các loại quỹ đầu tư BĐS và quỹ tín thác đầu tư BĐS theo cách tiếp cận quốc tế. Cụ thể, ở Việt Nam, khái niệm Quỹ tín thác đầu tư BĐS và Quỹ đầu tư BĐS vẫn chưa được tách bạch rõ ràng trong các văn bản pháp luật, mà chỉ gộp chung là Quỹ đầu tư BĐS, do đó chưa thể hiện đặc tính nổi bật của Quỹ tín thác đầu tư BĐS để thu hút sự chú ý của thị trường. Thông thường, quy định pháp luật của các quốc gia khác phân biệt rất rõ Quỹ tín thác đầu tư BĐS với các loại hình quỹ đầu tư khác ở 4 yêu cầu: Tài sản; Thu nhập; Phân phối; Quyền sở hữu. Chính sách thuế của Nhà nước Việt Nam hiện chưa hoàn thành vai trò thúc đẩy việc thành lập các Quỹ tín thác đầu tư BĐS. Theo Vietnam Finance (2022), REIT hiện tại vẫn chưa phát triển ở Việt Nam do quỹ không tập trung đầu tư phát triển dự án, mà chỉ tập trung đầu tư vào các BĐS đã hoàn thiện và có dòng tiền. Điều

này về mặt ý nghĩa là an toàn cho cổ đông nhưng cũng mất đi giai đoạn có cơ hội tạo ra lợi nhuận lớn, vì phần lớn lợi nhuận đã nằm ở đơn vị phát triển BĐS rồi.

Hiện nay, ở Việt Nam, chỉ có một Quỹ tín thác đầu tư BĐS duy nhất là Techcom Vietnam REIT Fund do Công ty TNHH Quản lý quỹ Kỹ thương (Techcom Capital) quản lý, thành lập vào năm 2017, chính thức niêm yết chứng chỉ trên sàn HOSE (mã: FUCVREIT). Theo bản báo cáo công bố trên website chính thức, về chính sách và chiến lược đầu tư của quỹ, TC REIT sẽ chủ yếu tập trung đầu tư vào các BĐS cho thuê, như: tòa nhà văn phòng, trung tâm thương mại và khách sạn, nhưng trên thực tế, từ khi thành lập đến nay, Quỹ chưa từng có tài sản đầu tư là BĐS, mà chỉ đầu tư vào chứng khoán và trái phiếu niêm yết của tổ chức kinh doanh BĐS. Như vậy, cách thức hoạt động thực tế của TC REIT hiện tại không khác gì một quỹ đầu tư chứng khoán, khi tỷ trọng của tài sản cổ phiếu BĐS chiếm chủ yếu, khoảng 65%. Tính riêng năm 2022, thu nhập từ hoạt động đầu tư của TC REIT là 1,5 tỷ đồng, Quỹ lỗ 31 tỷ đồng từ hoạt động đầu tư, giá trị tài sản ròng cuối kỳ là hơn 43,8 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận bình quân năm giảm 57,22% với tổng giá trị danh mục đầu tư là 45,8 tỷ đồng (Vietnam Finance, 2022).

Một số bài học cho Việt Nam
Từ việc nghiên cứu kinh nghiệm triển khai và phát triển của Quỹ tín thác đầu tư BĐS của 3 quốc gia: Mỹ, Nhật Bản, và Malaysia và thực tiễn phát triển tại Việt Nam, nhóm nghiên cứu có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm như sau:

Một là, hệ thống văn bản pháp luật có tầm ảnh hưởng quan trọng trong việc triển khai và phát triển Quỹ tín thác đầu tư BĐS đặc biệt là ở những quốc gia mà công cụ Quỹ tín thác đầu tư BĐS còn đang ở giai đoạn sơ khai. Theo kết quả nghiên cứu ở trên, dù cả 3 quốc gia nêu trên đều không có bộ luật riêng, nhưng đều được quản lý bởi một hoặc một vài văn bản pháp luật rõ ràng và đầy đủ liên quan trực tiếp đến Quỹ tín thác đầu tư BĐS. Ngoài ra, các quốc gia trên đều liên tục rà soát, cập nhật và thay đổi các quy định đối với Quỹ tín thác đầu tư BĐS theo từng giai đoạn nhằm thúc đẩy sự phát triển cũng như hỗ trợ tháo gỡ kịp thời những rào cản còn hiện hữu. Vì vậy, đối với Quỹ tín thác đầu tư BĐS ở thị trường Việt Nam, cơ quan quản lý nhà nước cần phải hoàn thiện khuôn

khổ pháp luật, cũng như liên tục rà soát và cập nhật tình hình để đưa ra những đề xuất trong việc sửa đổi luật phù hợp với bối cảnh thị trường đang phát triển như Việt Nam nhằm tạo động lực thúc đẩy phát triển quỹ.

Hai là, chính sách nền tảng áp dụng cho các Quỹ tín thác đầu tư BĐS ở hầu hết các quốc gia trên thế giới là chính sách ưu đãi thuế. Điều này cũng được áp dụng ở Mỹ, Nhật Bản và Malaysia như một biện pháp để thúc đẩy sự phát triển của thị trường Quỹ tín thác BĐS. Hai trong nhiều chính sách khuyến khích về thuế mà nhiều quốc gia đang sử dụng chính là: (1) Quỹ phát hành được hưởng miễn thuế thu nhập doanh nghiệp và (2) Thu nhập ròng phân phối cho nhà đầu tư cũng được miễn thuế hoàn toàn. Việc áp dụng chính sách khuyến khích về thuế đóng một vai trò quan trọng trong việc

tạo động lực cho sự phát triển thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS nói chung và các doanh nghiệp phát hành quỹ nói riêng. Vì vậy, Việt Nam nên làm thêm nhiều nghiên cứu và hội thảo về các chính sách khuyến khích, đặc biệt là ưu đãi thuế đối với Quỹ tín thác đầu tư BĐS.

KẾT LUẬN

Quỹ tín thác đầu tư BĐS là một hình thức đầu tư có nhiều tiềm năng phát triển. Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, công cụ đầu tư này vẫn chưa được phổ biến do khuôn khổ pháp luật chưa đầy đủ, cũng như thiếu những chính sách khuyến khích để tạo động lực hình thành và hoạt động Quỹ. Vì vậy, Nhà nước cần không ngừng nghiên cứu về kinh nghiệm của các quốc gia trên thế giới, từ đó hoàn thiện khung pháp lý và đưa ra các cơ chế, chính sách khuyến khích giúp tháo gỡ kịp thời những rào cản, và quan trọng nhất là thúc đẩy thị trường Quỹ tín thác đầu tư BĐS phát triển hơn, trở thành một giải pháp cho sự phát triển thị trường BĐS Việt Nam cũng như bắt kịp xu thế của thị trường thế giới. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chan, S. H., Erickson, J., and Wang, K (2005), *Real estate investment trusts: structure, performance, and investment opportunities*, New York: Oxford University Press.
2. Dong, G., Huynh, K., Zhang, K., and Zou, W (2022), *2021-2022 Asia REIT Market Insight*, CUSHMAN & WAKEFIELD.
3. European Public Real Estate Association (2022), *Listed REITs in Europe*.
4. Financial Services Agency (2006), *Financial Instruments and Exchange Act*, retrieved from <https://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/>.
5. Kiều Anh (2023), *REIT - nguồn vốn bị bỏ quên: Quỹ đầu tư tín thác bất động sản duy nhất tại Việt Nam và các mô hình tương tự*, truy cập từ <https://vietnammoi.vn/reit-nguon-von-bi-bo-quen-bai-3-quy-dau-tu-tin-thac-bat-dong-san-duy-nhat-tai-viet-nam-va-cac-mo-hinh-tuong-tu-20221014135727596.htm>.
6. Haslam, C., Tsitsianis, N., Andersson, T., and Gleadle, P. (2015), Real Estate Investment Trusts (REITs): A new business model in the FTSE100, *Accounting Forum*, 39(4), 239-248.
7. NAREIT (2023), *REITs & Real Estate Investing: Real Estate Working For You*, retrieved from <https://www.reit.com/>.
8. Newell, G., and Osmadi, A. (2009), The development and preliminary performance analysis of Islamic REITs in Malaysia, *Journal of Property Research*, 26(4), 329-347.
9. Nguyễn Thị Thúy Hằng (2022), *Thúc đẩy phát triển quỹ đầu tư tín thác bất động sản tại Việt Nam*, Viện Chiến lược và Chính sách Tài chính - Bộ Tài chính.
10. OECD (2007), *Tax Treaty issues related to REITs*, Center for Tax Policy and Administration.
11. Osmadi, A (2010), *The Malaysian REIT Development and their role in a portfolio (Doctoral Thesis)*, University of Western Sydney.
12. PwC (2019), *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes*, retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-nov-2019.pdf>.
13. The Association for Real Estate Securitization (2023), *History: Timeline of J-REIT History*, retrieved from: <https://j-reit.jp/en/history/>.
14. Vân, K (2010), *Policy recommendations to develop real estate investment trusts (REITs) in Viet Nam (Master Thesis)*, KDI School of Public Policy and Management.
15. Vietnam Finance (2022), *Tại sao Quỹ BĐS vẫn chưa phổ biến tại Việt Nam*, truy cập từ <https://vfin.vn/tai-sao-quy-bat-dong-san-reits-van-chua-pho-bien-ta-CC%A3i-vie-CC%A3t-nam/>.
16. Wen, E. T. Y. (2018), *Some Recent Developments with REITs in Malaysia*, retrieved from https://www.lh-ag.com/wp-content/uploads/2018/05/2_Some-Recent-Developments-with-REITs-in-Malaysia.pdf.