

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO  
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP.HỒ CHÍ MINH**



**LÊ THỊ PHƯƠNG THẢO**

**XÂY DỰNG  
QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN  
TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

**Chuyên ngành: Tài chính doanh nghiệp**

**Mã số: 60.31.12**

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC  
PGS. TS PHAN THỊ BÍCH NGUYỆT**

**TP.HỒ CHÍ MINH – 2008**

# MỤC LỤC

TRANG PHỤ BÌA

LỜI CAM ĐOAN

MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC BẢNG

DANH MỤC CÁC HÌNH

PHẦN MỞ ĐẦU ..... 1

CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN.  
..... 8

1.1. QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN (REIT)..... 8

1.1.1. Khái niệm..... 8

1.1.2. Phân loại REIT ..... 10

1.1.2.1. Phân loại theo đối tượng đầu tư ..... 10

1.1.2.2. Phân loại theo tổ chức ..... 13

1.1.2.3. Phân loại theo cấu trúc vận hành ..... 17

1.1.3. Một số quy tắc hoạt động của REIT ..... 20

1.1.3.1. REIT được tham gia bởi nhiều tổ chức và cá nhân với những trách nhiệm riêng biệt..... 20

1.1.3.2. Tính độc lập..... 21

1.1.3.3. Ngăn ngừa sự lạm quyền..... 21

1.1.3.4. Quản lý rủi ro ..... 21

1.1.3.5. Tính minh bạch..... 22

1.2. SỰ KHÁC NHAU GIỮA REIT VÀ CÁC CÔNG TY ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN KHÁC ..... 22

1.2.1. Chứng chỉ REIT có tính chất như trái phiếu ..... 22

1.2.2. Chi trả cổ tức ..... 22

1.2.3. Thuế..... 23

1.2.4. Quản lý ..... 24

1.2.5. Hoạt động kinh doanh chủ yếu ..... 24

<b>1.3. LỢI ÍCH CỦA REIT .....</b>	<b>25</b>
1.3.1 Lợi ích của REIT đối với nhà đầu tư .....	25
1.3.2 Lợi ích của REIT đối với nền kinh tế .....	26
1.3.2.1. <i>Mở ra nhiều cơ hội đầu tư</i> .....	26
1.3.2.2. <i>Tạo ra các điều kiện an toàn và chuyên nghiệp hơn cho hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản</i> .....	26
1.3.2.3. <i>Hỗ trợ cung cấp nhiều sản phẩm đa dạng cho thị trường bất động sản, đặc biệt là đối với thị trường tài sản cho thuê mua</i> .....	27
1.3.2.4. <i>Giúp phát triển các lĩnh vực chuyên môn và các chương trình phát triển kinh tế xã hội</i> .....	27
<b>1.4. BÀI HỌC KINH NGHIỆM TỪ QUÁ TRÌNH XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN REIT Ở CÁC NƯỚC .....</b>	<b>28</b>
1.4.1 Giới thiệu một số REIT trên thế giới .....	28
1.4.1.1. <i>Mỹ</i> .....	28
1.4.1.2. <i>Nhật Bản</i> .....	30
1.4.1.3. <i>Singapore</i> .....	31
1.4.1.4. <i>Tây Ban Nha</i> .....	32
1.4.1.5. <i>Anh Quốc</i> .....	33
1.4.2 Sự thành công của REIT ở các nước.....	34
1.4.3 Bài học kinh nghiệm .....	35
<b>CHƯƠNG 2. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VÀ CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CHO KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN Ở THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....</b>	<b>37</b>
<b>2.1 HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH.....</b>	<b>37</b>
2.1.1 Tổng quan về thị trường bất động sản Việt Nam.....	37
2.1.2 Thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh.....	39
2.1.2.1. <i>Dự án đất nền</i> .....	40
2.1.2.2. <i>Căn hộ</i> .....	41
2.1.2.3. <i>Cao ốc văn phòng</i> .....	42
2.1.2.4. <i>Khách sạn</i> .....	44
2.1.2.5. <i>Các trung tâm mua sắm</i> .....	45
2.1.2.6. <i>Khu công nghiệp, khu chế xuất</i> .....	47
2.1.2.7. <i>Dịch vụ quản lý bất động sản</i> .....	48
<b>2.2 CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CHO KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN .....</b>	<b>49</b>
2.2.1 Tổng quan về các hình thức tài trợ cho kinh doanh bất động sản.....	49
2.2.1.1 <i>Vay ngân hàng</i> .....	49

2.2.1.2	<i>Phát hành trái phiếu</i> .....	51
2.2.1.3	<i>Tài trợ từ các Quỹ Đầu tư</i> .....	52
2.2.1.4	<i>Hợp tác kinh doanh</i> .....	54
2.2.2	Các nguồn vốn chủ yếu trên thị trường bất động sản sơ cấp.....	55
2.2.3	Những khó khăn trong tài trợ cho các dự án bất động sản.....	57
2.2.3.1	<i>Giới hạn về khoản vay dài hạn của ngân hàng</i> .....	57
2.2.3.2	<i>Hoạt động mua bán tài sản nợ và chứng khoán hóa nợ vay trên thị trường tài chính thứ cấp chưa phát triển mạnh</i> .....	59
2.2.3.3	<i>Thiếu chính sách hợp lý và các kênh huy động vốn từ các khoản tiết kiệm cá nhân cho thị trường bất động sản</i> .....	60
2.2.4	Những bất lợi trong kinh doanh bất động sản do thiếu nguồn tài trợ thích hợp.....	61
2.2.4.1	<i>Khó hoàn tất các dự án bất động sản dài hạn</i> .....	61
2.2.4.2	<i>Khó thâm nhập vào phân khúc thị trường của các hàng hóa cao cấp và sang trọng như cao ốc, văn phòng, khu mua sắm giải trí</i> .....	62
2.2.4.3	<i>Khó phát triển các dự án nhà cho thuê hay thế chấp</i> .....	63
<b>2.3</b>	<b>NGHIÊN CỨU MÔ HÌNH REIT VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI XÂY DỰNG REIT Ở THÀNH HỒ CHÍ MINH</b> .....	<b>64</b>
2.3.1	Sự tồn tại của mô hình hoạt động của REIT ở Việt Nam.....	64
2.3.1.1	<i>REIT với cấu trúc như một Công ty</i> .....	64
2.3.1.2	<i>REIT với mô hình như một Quỹ Đầu tư</i> .....	65
2.3.1.3	<i>REIT nước ngoài tại Việt Nam</i> .....	65
2.3.2	Sự khác nhau giữa REIT và các Quỹ đầu tư khác ở Việt Nam.....	65
2.3.3	Sự cần thiết phải thí điểm xây dựng REIT tại thành phố Hồ Chí Minh.....	66
<b>CHƯƠNG 3. GIẢI PHÁP THÀNH LẬP QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH</b> ..... <b>68</b>		
<b>3.1</b>	<b>ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH REIT Ở THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH</b> .....	<b>68</b>
3.1.1	Các loại REIT nên thiết lập.....	68
3.1.1.1	<i>REIT đại chúng (Public REIT)</i> .....	68
3.1.1.2	<i>REIT thành viên (Private REIT)</i> .....	69
3.1.1.3	<i>Mối quan hệ giữa REIT đại chúng và REIT thành viên</i> .....	69
3.1.2	Cơ cấu tổ chức.....	70
<b>3.2</b>	<b>CƠ SỞ HÌNH THÀNH VÀ NGUYÊN TẮC VẬN HÀNH</b> .....	<b>72</b>
3.2.1	Cơ sở hình thành Công ty REIT.....	73
3.2.2	Một số nguyên tắc vận hành của Công ty REIT.....	74
3.2.3	Vận hành của Công ty REIT (tổng quát).....	75

<b>3.3</b>	<b>CÁC GIẢI PHÁP HỖ TRỢ</b> .....	<b>75</b>
3.3.1	Củng cố thị trường bất động sản.....	75
3.3.2	Củng cố thị trường chứng khoán và tạo điều kiện phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa.....	<b>76</b>
3.3.3	Xây dựng và ban hành luật về Quỹ REIT.....	77

<b>PHẦN KẾT LUẬN</b> .....	<b>84</b>
----------------------------	-----------

## **TÀI LIỆU THAM KHẢO**

## **PHỤ LỤC**

## DANH MỤC CÁC BẢNG

Bảng 1a : Thống kê thị trường căn hộ cho thuê (6/2007) .....	41
Bảng 1b : Thống kê thị trường căn hộ bán (6/2007).....	42
Bảng 2 : Thống kê thị trường cao ốc văn phòng (6/2007) .....	43
Bảng 3: Thống kê thị trường khách sạn 3-5 sao (6/2007).....	45
Bảng 4 : Thống kê 8 trung tâm bán lẻ và khu thương mại cao cấp (6/2007).....	46
Bảng 5 : Tình hình dư nợ cho vay bất động sản so với tổng dư nợ tín dụng toàn Thành.....	50
Bảng 6 : Một số đặc điểm hoạt động của REIT đại chúng và REIT thành viên.....	79

## DANH MỤC CÁC HÌNH

Hình 1: Mô hình REIT được tổ chức như một quỹ.....	15
Hình 2: Mô hình REIT truyền thống.....	17
Hình 3: Mô hình UPREIT .....	19
Hình 4: Mô hình DOWNREIT.....	20
Hình 5a: Biểu đồ cơ cấu nguồn vốn đầu tư.....	55
Hình 5b: Biểu đồ nhu cầu vốn đầu tư (2008-2010) .....	56
Hình 6: Mô hình Công ty REIT .....	70
Hình 7: Mô hình Quỹ REIT ở Việt Nam .....	71

## PHẦN MỞ ĐẦU

### a) Giới thiệu

Với sự chuyển dịch của nền kinh tế từ kế hoạch tập trung sang nền kinh tế theo cơ chế thị trường, sự hiểu biết và nhận thức về việc quản lý đất đai, phát triển nhà và thị trường bất động sản ở Việt Nam đã thay đổi rất nhiều. Thị trường bất động sản đã đạt được những bước phát triển đáng kể trong những năm gần đây nhờ vào sự phát triển Kinh tế - xã hội của Việt Nam và các chính sách phát triển nhà, sử dụng đất đai của chính phủ.

Theo số liệu của Cục Thống kê thì dân số trung bình của thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2007 là 6,6 triệu người. Thành phố Hồ Chí Minh là một trong những trung tâm kinh tế lớn nhất và năng động nhất ở Việt Nam với GDP hàng năm chiếm 20% GDP quốc gia và tốc độ tăng trưởng GDP trên 12% mỗi năm. Thành phố Hồ Chí Minh đã và đang thu hút một lượng lớn các nhà đầu tư trong và ngoài nước, các doanh nghiệp và người nhập cư trong những năm qua. Vì vậy, thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh là một trong những thị trường sôi động vào bậc nhất ở Việt Nam. Thực tế, nhà nước đã có nhiều nỗ lực nhưng thị trường bất động sản vẫn chỉ mới ở giai đoạn khởi đầu với những rủi ro tiềm tàng, và bất ổn do sự không tương xứng giữa định hướng chiến lược sử dụng đất, quy hoạch tổng thể với khung pháp lý và các công cụ hỗ trợ cho thị trường.

Về cơ bản, thị trường bất động sản ở Việt Nam vẫn còn tập trung chủ yếu vào kinh doanh chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Ngoài những nhu cầu thực sự về các bất động sản của cư dân và bất động sản để kinh doanh mua bán, thì có rất nhiều nhu cầu đầu tư vào đất đai của những người đầu cơ. Những người đầu tư vào đất thường nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất ở các vùng ngoại thành để kiếm phân chênh lệch khi đất tăng như những người đầu cơ.



Theo Sở Tài nguyên và Môi trường thành phố Hồ Chí Minh thì từ năm 2000 đến cuối năm 2006, đã có 2.500 dự án đầu tư bất động sản với tổng diện tích đất sử dụng lên tới 13.500 hecta (tương đương với diện tích của 12 quận nội thành của thành phố Hồ Chí Minh). Tuy nhiên, đa số các dự án này vẫn chưa được các nhà đầu tư thực hiện trọn vẹn. Nói cách khác, nghĩa là không có một sản phẩm bất động sản hoàn chỉnh nào như cơ sở hạ tầng, nhà ở và các bất động sản khác được tiến hành để tạo ra lợi nhuận trên thị trường sơ cấp. Chẳng qua thực tế trong thời gian qua, trên thị trường bất động sản, hoạt động chủ yếu là chuyển nhượng quyền sử dụng đất để kinh doanh trên thị trường thứ cấp.

Tình hình này làm nảy sinh rủi ro tiềm tàng và trầm trọng đối với thị trường còn non trẻ, bởi vì tình hình này có thể dẫn tới giá bất động sản quá cao và không thực tế, vượt ngoài khả năng thanh toán của những người có nhu cầu nhà ở thực sự và của cả những doanh nghiệp kinh doanh bất động sản. Sẽ càng rủi ro hơn nếu như nhiều nhà đầu tư pháp nhân và thể nhân cứ lao vào đầu tư bất động sản nhưng không có chiến lược kinh doanh phù hợp và thận trọng, trong khi nguồn đất đai thì có giới hạn. Hơn nữa, trong vài năm gần đây, mọi người có khuynh hướng thay đổi cách thức để dành tiền nhàn rỗi, tiền tiết kiệm từ vàng hoặc tiền mặt sang đầu tư địa ốc với kỳ vọng sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn là để tiết kiệm. Chính vì điều này đã làm cho thị trường “nóng” lên vào những năm 1995, 2000, 2002, 2007.

Từ năm 2004, chính phủ đã ban hành một số chính sách và quy định để giúp thị trường bất động sản phát triển mạnh mẽ và hạn chế những rủi ro có thể xảy ra. Từ khi có chỉ thị 08/2002/CT-UB ngày 22/04/2002 của Ủy Ban nhân dân thành phố và đặc biệt là Nghị Định 181/NĐ-CP của Chính Phủ ngày 29/10/2004 với các quy định liên quan đến việc cấm phân lô bán nền, thị trường bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh cũng như nhiều địa phương khác có dấu hiệu chững lại, giá đất giảm, đặc biệt là giá đất nông nghiệp, trường hợp chuyển nhượng bất hợp pháp giảm hẳn. Số lượng hồ sơ mua bán chuyển nhượng trên địa bàn

Thành Phố Hồ Chí Minh giảm 28% năm 2005, giảm 68% vào năm 2006<sup>1</sup>.

Bên cạnh đó, rất nhiều nhà đầu tư bất động sản đã thay đổi dần chiến lược kinh doanh để đầu tư vào thị trường sơ cấp với một mục đích dài hạn bởi vì nhà đầu tư tin rằng thị trường bất động sản tiếp tục sôi động và hứa hẹn triển vọng tốt đẹp trong thời gian tới.

## **b) Đặt vấn đề**

Mối quan tâm chính của các nhà đầu tư bất động sản là nguồn vốn tài trợ. Các doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực này thường cần có lượng vốn lớn và dài hạn. Tuy nhiên, thực lực các nhà đầu tư vào thị trường bất động sản hiện nay đa số không đủ năng lực tài chính để tự mình thực hiện những dự án nhằm tạo ra những sản phẩm hoàn chỉnh cho thị trường sơ cấp. Phần lớn các chủ đầu tư chỉ thực hiện những dự án có quy mô nhỏ, nhưng cũng chỉ có khả năng thực hiện giai đoạn chuẩn bị đầu tư, hoặc đền bù đất nông nghiệp. Còn nguồn vốn để xây dựng hạ tầng kỹ thuật xã hội, xây dựng nhà để bán phải dựa vào nguồn vốn ứng trước của người mua và nguồn tín dụng của ngân hàng thương mại. Thông thường, đa số các dự án bất động sản được tài trợ từ (i) vốn của các nhà đầu tư – nhưng rất nhỏ, (ii) nguồn vốn ứng trước của người mua và (iii) nguồn tín dụng trung và ngắn hạn từ các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, các nguồn tài chính này luôn có giới hạn trong khi nhu cầu về vốn thì không ngừng tăng. Hơn nữa, thị trường vốn chưa giữ một vai trò trọng yếu trong việc phát triển thị trường bất động sản trong nhiều năm qua, là do thiếu các công cụ tài chính hỗ trợ hoạt động kinh doanh bất động sản.

Chúng ta có thể nhận thấy rằng những nhà đầu tư chưa có đủ năng lực tài chính để hoàn thành các dự án bất động sản. Khi Chính phủ ban hành các chính sách và quy định đã nêu ở trên, thì các nhà đầu tư bất động sản có thể giải quyết được bài toán vốn nan giải để thực hiện dự án.

---

<sup>1</sup> Nguồn: Trung tâm Thông tin Tài nguyên - Môi trường và Đăng ký Nhà đất

Thực tế là có rất nhiều nhà đầu tư pháp nhân và thể nhân mong muốn đầu tư vào thị trường bất động sản nhưng không đủ tài chính để mua trọn vẹn một sản phẩm đơn lẻ và mặt khác, nhà đầu tư cũng quan tâm đến tính thanh khoản trong kinh doanh bất động sản và nhu cầu đa dạng hóa đầu tư vào những tài sản khác.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng, một trong những giải pháp tích cực giải quyết bài toán vốn trong thị trường bất động sản là phải tìm ra những cơ chế, công cụ huy động vốn hữu hiệu có thể kết nối thị trường bất động sản với các kênh dẫn vốn từ thị trường tài chính. Vì lý do đó, chúng tôi muốn đề cập đến việc xem xét mô hình REIT với chiến lược huy động vốn rộng rãi trong công chúng có nhu cầu đầu tư bất động sản nhưng có số vốn nhất định sẽ góp phần hạn chế những rủi ro liên quan đến việc đầu cơ nhà đất cũng như những rủi ro liên quan đến tín dụng ngân hàng trong lĩnh vực tài trợ đầu tư bất động sản. Chúng tôi mong muốn thông qua đề tài “*Xây dựng Quỹ tín thác đầu tư bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh*” sẽ gợi mở những nghiên cứu sâu hơn để tìm kiếm giải pháp mới huy động nguồn vốn tài trợ cho thị trường bất động sản của Thành phố Hồ Chí Minh.

### **c) Mục đích nghiên cứu**

Đề tài này sẽ tập trung trả lời 02 câu hỏi lớn sau:

- i. Công cụ nào thích hợp để huy động vốn rộng rãi trong công chúng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn của thị trường bất động sản?*
- ii. Xác định điều kiện và nguyên tắc cơ bản để xây dựng một mô hình như vậy ở thành phố Hồ Chí Minh trong bối cảnh hiện nay?*

### **d) Phạm vi nghiên cứu**

Do loại hình Quỹ tín thác đầu tư bất động sản còn mới lạ với Việt Nam, nhưng thật ra đã được ứng dụng tại nhiều quốc gia trên thế giới như Mỹ, Anh, Nhật, Singapore ...nên đề tài nghiên cứu này chỉ tập trung vào :

- Khu vực nghiên cứu: thành phố Hồ Chí Minh
- Hoạt động kinh doanh bất động sản (bao gồm: thực trạng thị trường bất động sản, nhu cầu phát triển sản phẩm, các nguồn vốn tài trợ...) tại các mảng thị trường bất động sản sơ cấp chủ yếu ở thành phố Hồ Chí Minh. Đề tài này không bao gồm nghiên cứu thị trường bất động sản thứ cấp, các quy định pháp luật, các chính sách liên quan đến hoạt động kinh doanh bất động sản.
- Các ngân hàng nhà nước và cổ phần, các quỹ đầu tư nước ngoài và nhà nước, các công ty bất động sản tư nhân và nước ngoài hoạt động ở thành phố Hồ Chí Minh
- Một số kiểu mẫu REIT tiêu biểu tại châu Á, châu Mỹ và châu Âu
- Góc độ của nhà đầu tư kinh doanh bất động sản và một số nguồn tài trợ sẵn có trong nước, nhưng không đi sâu vào kỹ thuật nghiệp vụ chứng khoán hóa.

Đề tài này được nghiên cứu nhằm nhận biết mô hình đầu tư thích hợp để trả lời các vấn đề đặt ra. Các kiến nghị về giải pháp thành lập REIT ở nghiên cứu này là những ý tưởng mang tính chiến lược. Việc đề xuất nên hình thành REIT ở thành phố Hồ Chí Minh được xem như một trong những giải pháp huy động vốn tài trợ cho hoạt động kinh doanh bất động sản. Vì vậy, phạm vi nghiên cứu của đề tài này sẽ bao gồm việc đưa ra các giải pháp về mô hình, nguyên tắc vận hành REIT ở thành phố Hồ Chí Minh và biện pháp hỗ trợ. Các khuyến nghị này cần có những nghiên cứu chuyên sâu hơn trên nhiều phương diện để áp dụng trong thực tiễn.

#### e) Phương pháp nghiên cứu

Đây là một nghiên cứu định tính các lý thuyết đã có cơ sở vững chắc trước đó.

Các lý thuyết này được tìm kiếm và khai thác trên cơ sở các dữ liệu đã được tập hợp một cách có hệ thống. Dựa trên việc thiết lập các mục tiêu nghiên cứu cụ thể, chúng tôi sử dụng nhiều phương pháp khác nhau. Trong đó, phương pháp chủ yếu được sử dụng là phương pháp phân tích nhằm làm rõ nhu cầu về các sản phẩm bất động sản và xác định mô hình công cụ huy động vốn mới để đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư bất động sản. Mặt khác, phân tích làm rõ lợi ích của kênh đầu tư mới để các nhà đầu tư có thể sử dụng khi muốn đầu tư kinh doanh bất động sản.

Ngoài ra, đề tài nghiên cứu này sử dụng phương pháp so sánh nhằm so sánh REIT tại các quốc gia trên thế giới để có thể rút ra những bài học thực tiễn khi áp dụng vào Việt Nam. Các phương pháp hỗ trợ khác như khảo sát kinh nghiệm, phỏng vấn chuyên sâu cũng được sử dụng nhằm làm sáng tỏ hơn các vấn đề về thực tiễn nghiên cứu.

Trong nghiên cứu này, chúng tôi phần lớn sử dụng các nguồn dữ liệu thứ cấp – tức là những dữ liệu đã có được trong quá khứ. Những dữ liệu này sẽ được sử dụng chủ yếu trong chương 1 và chương 2 của luận văn này, bao gồm các tài liệu lý thuyết từ các tác giả nước ngoài và các dữ liệu trong nước từ các tài liệu chuyên môn, báo chí, website ...

#### **f) Kết cấu luận văn**

Luận văn này được kết cấu thành 03 chương (không kể phần mở đầu và phần kết luận) như sau:

**Chương 1. “Tổng quan về Quỹ Tín thác đầu tư bất động sản (REITs)”** sẽ phác họa được vị trí của REIT trong thị trường tài chính bất động sản; mang đến những hiểu biết cơ bản về REIT cho người đọc và đúc kết nguyên tắc hoạt động của REIT và lợi ích do REIT mang lại; Đồng thời cũng nêu ra những khác biệt của REIT với các Công ty đầu tư kinh doanh bất động sản thông thường.

**Chương 2. “Hoạt động thị trường bất động sản và các nguồn tài trợ cho kinh doanh bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh”.** Trong chương này, chúng tôi đề cập đến thực trạng thị trường bất động sản ở Thành phố Hồ Chí Minh và nhu cầu phát triển thị trường trong tương lai. Đồng thời, sẽ phân tích các nguồn tài trợ chính cho thị trường bất động sản, những khó khăn trong nguồn tài trợ và những bất lợi do thiếu công cụ huy động vốn phù hợp. Từ đó, sẽ khảo sát nghiên cứu mô hình REIT và xác định sự cần thiết phải thí điểm lập REIT ở thành phố Hồ Chí Minh.

**Chương 3. “Giải pháp thành lập Quỹ tín thác đầu tư bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh”.** Qua kết quả phân tích ở chương 01 và 02, chúng tôi sẽ đưa ra mô hình đề nghị, cơ sở pháp lý vận hành và các biện pháp hỗ trợ cần thiết để xây dựng REIT trong điều kiện hiện tại.

# **CHƯƠNG 1. TỔNG QUAN VỀ QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN**

## **1.1. QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN (REIT)**

### **1.1.1 Khái niệm**

REIT (**Real Estate Investment Trust**) là tên gọi của Quỹ tín thác đầu tư bất động sản là một loại hình công ty đầu tư chuyên mua, phát triển, quản lý và bán bất động sản dựa trên việc quản lý chuyên nghiệp danh mục đầu tư bất động sản. Đây là một hình thức đầu tư kinh doanh trên thị trường bất động sản thông qua các loại tài sản sở hữu hoặc tài sản đảm bảo nợ mà các tổ chức và cá nhân có thể tham gia bằng cách mua hoặc bán cổ phần.

Các REIT thường đầu tư vào các khu mua sắm, cao ốc văn phòng, căn hộ, kho hàng và khách sạn. Một số REIT chuyên đầu tư vào một hay nhiều lĩnh vực trong kinh doanh bất động sản tại một hoặc nhiều nơi trong nước hoặc ngoài nước.

Các hoạt động kinh doanh của REIT nói chung thường tạo ra thu nhập từ việc cho thuê bất động sản và lãi thu được khi bán bất động sản. Một thế mạnh chính trong đầu tư của REIT là khả năng thanh khoản (chuyển tài sản thành tiền mặt) khá dễ dàng so với chủ sở hữu bất động sản là cá nhân. Một lý do cho tính thanh khoản trong đầu tư của REIT là cổ phiếu của REIT chủ yếu được mua bán trên các sàn giao dịch tập trung. Tại đây, các cổ phiếu của REIT được mua bán dễ dàng hơn là mua bán các tài sản trên các thị trường bất động sản. Một lợi ích nữa khi đầu tư vào REIT là nhà đầu tư có thể tái đầu tư bằng cổ tức để làm tăng thêm lợi nhuận đầu tư.

REIT hoạt động như một tổ chức trung gian có thể phân phối phần lớn lợi tức cho nhà đầu tư mà không phải chịu thêm thuế doanh nghiệp (miễn là đáp ứng được các điều kiện cụ thể). Để hưởng được chế độ thuế đặc biệt này,

REIT phải tuân thủ nhiều tiêu chuẩn, hạn chế và các điều kiện bao gồm các tiêu chuẩn về cổ đông, tài sản và lợi tức...

Hiện tại, REIT thường được hiểu theo 3 cách sau đây:

- i. Một loại hình kinh doanh mà nhà đầu tư mua cổ phiếu từ sự tín nhiệm của các nhà đầu tư vào khả năng chuyên nghiệp, kinh nghiệm và uy tín của REIT, và ủy thác cho REIT này đầu tư vào bất động sản để kiếm lời.
- ii. Quy định pháp luật áp dụng cho loại hình doanh nghiệp đề cập ở mục (i) trên đây được gọi là gọi là Quy chế về REIT. Ngày nay, khi đề cập đến Quy chế về REIT thì REIT được hiểu là một định chế được pháp luật điều chỉnh, REIT có chức năng chính là giúp huy động các vốn dài hạn phát triển thị trường bất động sản thông qua các ưu đãi có điều kiện về thuế.
- iii. REIT là bất kỳ doanh nghiệp nào tồn tại đáp ứng các yêu cầu và được điều chỉnh bởi Quy chế REIT đã được đề cập trên đây.

Tóm lại, trong phân nghiên cứu về REIT, các từ ngữ liên quan được hiểu như sau:

- *Thị trường bất động sản*: bất động sản (BDS) được hiểu là các tài sản không di dời được, bao gồm đất đai; nhà ở; công trình xây dựng gắn liền với đất đai, kể cả các tài sản gắn liền với nhà ở, công trình xây dựng đó; và các tài sản khác gắn liền với đất. Thị trường BDS là nơi mua bán và diễn ra các giao dịch khác về BDS
- *Hoạt động kinh doanh bất động sản*: hoạt động bao gồm kinh doanh bất động sản và kinh doanh dịch vụ bất động sản.
- *Kinh doanh bất động sản*: là việc bỏ vốn đầu tư tạo lập, mua, nhận chuyển nhượng, thuê, thuê mua bất động sản để bán, chuyển nhượng,



cho thuê, cho thuê lại, cho thuê mua nhằm mục đích sinh lợi.

- *Kinh doanh dịch vụ bất động sản*: là các hoạt động hỗ trợ kinh doanh bất động sản và thị trường bất động sản, bao gồm các dịch vụ môi giới bất động sản, định giá bất động sản, sàn giao dịch bất động sản, tư vấn bất động sản, đấu giá bất động sản, quảng cáo bất động sản, quản lý bất động sản.
- *Quỹ tín thác đầu tư bất động sản (Real Estate Investment Trust – REIT)*: là một loại công ty đầu tư nguồn tiền bán cổ phần công ty để mua, phát triển, quản lý và bán bất động sản nhằm thu lợi nhuận về cho các cổ đông. REIT đầu tư vào danh mục bất động sản và được quản lý một cách chuyên nghiệp. Kết quả hoạt động kinh doanh của REIT thường là do lợi tức cho thuê tài sản. Các cổ đông nhận được lợi tức và giá trị tăng thêm của vốn đầu tư khi các bất động sản đem bán thu được lợi nhuận. Chứng khoán của REIT phát hành sẽ được mua bán trên thị trường chứng khoán, và đem lại mức sinh lời cho các nhà đầu tư khi bán lại danh mục đầu tư bất động sản (*theo Investopedia.com and Barron's Business Terms – 2004*)

## 1.1.2 Phân loại REIT <sup>2</sup>

### 1.1.2.1. Phân loại theo đối tượng đầu tư

Có 3 dạng cơ bản của REIT: REIT khai thác bất động sản (equity REIT), REIT cho vay (mortgage REIT) và dạng REIT kết hợp cả hai dạng này (hybrid REIT)

- *REIT khai thác bất động sản (Equity REIT - Equity trust)*

Phần lớn các REIT thuộc về loại này. Các REIT này đầu tư trực tiếp vào bất động sản. REIT nhận được lợi tức cho thuê bất động sản và các khoản thanh toán từ cho thuê bất động sản và đôi khi là từ việc bán tài sản. REIT phát

---

<sup>2</sup> Dựa theo các kiểu REIT ở Mỹ

hành cổ phiếu tạo lập quỹ vốn chung (blind-pool) nhằm mục đích đầu tư nhiều lĩnh vực không nhất định và hình thành các bất động sản trong khoảng thời gian không xác định. Từ đó, REIT thu lợi nhuận từ tiền cho thuê bất động sản và phân phối lại lợi tức này như là cổ tức cho các cổ đông.

Một REIT đúng nghĩa theo lý thuyết là sẽ đầu tư vào bất động sản hoặc tài sản đảm bảo nợ vay (sau đây gọi tắt là tài sản đảm bảo) được thể hiện chi tiết trong bản cáo bạch của REIT khi phát hành cổ phiếu. Các khoản đầu tư này không thay đổi theo thời gian. Nhờ đó, các nhà đầu tư có thể thực hiện việc đánh giá chất lượng của bất động sản trong danh mục đó trước khi quyết định đầu tư vào REIT. Ngược lại, một quỹ vốn chung tín thác có thể huy động vốn ban đầu trước và sau đó mới tìm kiếm bất động sản hoặc tài sản đảm bảo để đầu tư.

Một số REIT được tổ chức như các quỹ đầu tư hoặc quỹ tín thác chuyên biệt. Khác với các quỹ vốn chung tín thác, quỹ tín thác bán – cho thuê lại sẽ đầu tư vào phần đất dưới các công trình cao ốc và sau đó cho chính người bán thuê trở lại. Các REIT đặc thù này đạt được lợi tức cao hơn từ tiền cho các bên thuê tài sản hoặc giá trị tăng thêm từ việc tái đầu tư các cao ốc đó.

Trên thực tế, các REIT thường thuê các công ty quản lý bất động sản chuyên nghiệp để quản lý các tài sản tạo ra thu nhập từ tiền cho thuê và cung cấp các dịch vụ liên quan cho các bên thuê bất động sản.

- *REIT cho vay (Mortgage REIT - Mortgage trust)*

REIT cho vay được sẽ đầu tư tiền thu được từ việc bán cổ phần vào tài sản đảm bảo được bảo đảm bởi bất động sản hoặc chứng thư chuyển quyền sở hữu và nghĩa vụ thanh toán (mortgage-backed pass-through certificates). Các REIT này rất nhạy cảm với chất lượng tín dụng của những người vay. Một số REIT cho vay hạn chế các khoản đầu tư của REIT vào xây dựng và các tài

sản đảm bảo ngắn hạn; một số khác chỉ đầu tư vào tài sản đảm bảo dài hạn hoặc vĩnh viễn, và một số REIT cho vay đầu tư vào cả hai loại tài sản đảm bảo này.

Một dạng quỹ cho vay khác – quỹ cho vay chuyên dụng – được tổ chức để cung cấp cho các đơn vị chuyên phát triển dự án bất động sản các khoản vay có đảm bảo đối với một dự án được xác định trước.

Tóm lại, mortgage REIT cho chủ sở hữu bất động sản hoặc những người khai thác bất động sản vay tiền, ví dụ REIT cho vay để mua lại quyền khai thác một khách sạn trong vòng một số năm nhất định.

Trong những năm gần đây, nhiều quỹ REIT cho vay đã bắt đầu phát hành loại trái phiếu đảm bảo bằng các khoản vay có cầm cố thế chấp bất động sản (Collateralized Mortgage Obligations - CMOs) với lãi suất thấp hơn lãi suất cho vay có tài sản đảm bảo hoặc chứng thư chuyển quyền sở hữu và nghĩa vụ thanh toán do REIT yêu cầu phát hành để đảm bảo cho CMOs tương ứng.

- *REIT hỗn hợp (Hybrid REIT - Hybrid trust)*

Các REIT hỗn hợp được thành lập để đầu tư vào bất động sản sở hữu và tài sản đảm bảo.

Các REIT loại này có thể được phân biệt bởi các đặc điểm khác, như REIT đóng hay REIT mở. Đối với REIT đóng, số cổ phần phát hành ra công chúng lần chào bán đầu tiên được giới hạn nhằm bảo vệ các cổ đông không bị sụt giảm cổ tức của cổ phiếu phổ thông và giá trị cổ phiếu trong tương lai. Thực tế đưa lại kết quả là các phương án thu lợi nhuận dễ dự đoán hơn và giảm sự biến động về giá của chính các cổ phiếu. Trái lại, đối với các REIT mở, REIT sẽ phát hành và bán cổ phần mới khi khám phá được cơ hội đầu tư mới. Mặc dù các cổ phần mới làm giảm lợi tức của các cổ đông hiện hữu, các nhà quản lý và cổ đông tin rằng tổng giá trị của một cổ phần về cơ bản

vẫn tăng nhờ các khoản đầu tư tăng thêm.

Các REIT hỗn hợp cũng có thể được phân biệt dựa trên mức độ hoặc kỳ hạn hoạt động của REIT. Các quỹ tín thác có xác định thời hạn hoạt động được thành lập như một công cụ đầu tư tự thanh khoản; các tài sản của quỹ phải được thanh lý và phân phối lại lợi tức cho cổ đông trong một thời điểm xác định. Trong những trường hợp đó, tài sản sẽ phải được thu về trong nhiều khoảng thời gian khác nhau, thường từ khoảng 4 đến 15 năm, sau đó thì tài sản đó được bán và lợi tức được phân phối cho cổ đông khi quỹ được tắt toán. Theo lý thuyết, lợi thế của một quỹ tín thác có thời hạn xác định là giá cổ phần của REIT phù hợp với giá trị hiện tại của tài sản bởi vì nhà đầu tư có thể ước lượng khá chính xác trị giá số dư của tài sản tương ứng. Các REIT không xác định thời hạn có thời gian tồn tại vĩnh viễn và đặc điểm có thể tái đầu tư vào bất kỳ hoạt động kinh doanh hoặc tài chính cho tài sản mới hoặc hiện hữu. Nhằm duy trì trạng thái của mình, các REIT tồn tại vĩnh viễn phải phân phối hầu hết dòng tiền thu từ cho thuê bất động sản hoặc các khoản lãi thanh toán cho cổ đông.

Các REIT hỗn hợp cũng có thể được phân biệt dựa trên “tác động đòn bẩy”. Khi một REIT đòn bẩy mua lại tài sản, REIT sẽ tìm khoản nợ tài trợ cho tài sản mua lại đó. Thông thường, khoản tiền tài trợ có thể lên tới 90% trị giá tài sản mua được. Ngược lại, các REIT không đòn bẩy thì sẽ không tận dụng các khoản tài trợ nợ để đầu tư vào tài sản có được. Khi đó, REIT sẽ mua tài sản bằng tiền mặt hoặc đầu tư quỹ của REIT vào tài sản đảm bảo.

#### **1.1.2.2. Phân loại theo tổ chức**

- *REIT được tổ chức dạng công ty (REIT pháp nhân)*

REIT loại này được thành lập theo luật doanh nghiệp như một công ty với Ban giám đốc hoặc Người được ủy quyền (Trustees) do cổ đông bầu ra. Cổ phiếu của REIT có thể mua bán trên các sàn giao dịch chứng khoán lớn, cả

thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Theo mục đích quản lý, REIT dạng này có thể chia thành hai phân nhóm sau:

- *Phân nhóm 1: REIT tự quản (REIT self-managed)*

Dạng này được áp dụng ở Mỹ, các nước Tây Âu và Nhật. REIT loại này thường tự quản lý tài sản của REIT để thu lợi. Quy định pháp luật có liên quan ở những quốc gia này rất chặt chẽ đối với tiêu chuẩn của Ban Giám đốc và nhân viên điều hành của các REIT này. Đó là những người phải có chuyên môn phù hợp, kinh nghiệm và uy tín trong lĩnh vực tài chính và bất động sản; không được phép có những quan hệ cá nhân hoặc quan hệ đầu tư có thể mang lại những quyết định kinh doanh không vô tư.

- *Phân nhóm 2: REIT được quản lý bởi công ty quản lý bất động sản (REIT managed by a hired Properties Management Company)*

Dạng này khá phổ biến ở nhiều quốc gia. REIT giao phó hoặc ủy thác một công ty quản lý bất động sản chuyên nghiệp (sau đây gọi là công ty quản lý) để tiến hành các hoạt động đầu tư. Ban giám đốc/ Những người nhận ủy thác hạn chế phạm vi hoạt động theo theo hợp đồng với công ty quản lý và ngân hàng giám hộ và cả trong việc quyết định chiến lược đầu tư, kế hoạch kinh doanh, chính sách cổ tức...

Trong trường hợp này, lợi tức thu được từ việc bán cổ phần của REIT phải được chia thành 2 phần. Một phần dành cho khoản đầu tư đưa vào ngân hàng giám hộ đã được chọn; phần rất nhỏ còn lại được sử dụng để thanh toán các chi phí quản lý.

Giống như ngân hàng, các công ty quản lý bất động sản được thành lập theo một trình tự thủ tục chặt chẽ đảm bảo các tiêu chuẩn và điều kiện đặc biệt. Hoạt động của các công ty quản lý này được kiểm soát và giám sát bởi cả những người được ủy thác hoặc đại diện cổ đông và cơ quan

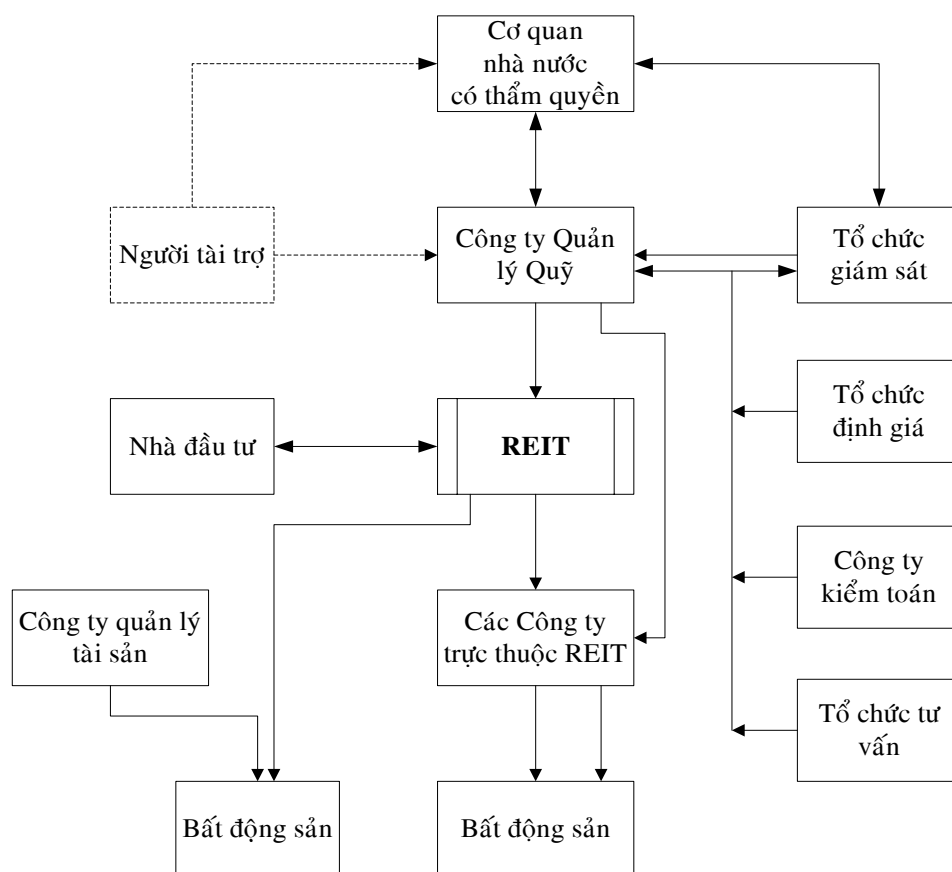
giám hộ có thẩm quyền (thường là một ngân hàng được chọn và chỉ định bởi chính phủ) với hỗ trợ từ các cơ quan tổ chức có liên quan như công ty kiểm toán, tổ chức định giá tài sản.

Thêm vào đó, trong một số trường hợp, REIT được tổ chức theo dạng công ty cũng có thể chính là các công ty quản lý tài sản.

- *REIT được tổ chức như một quỹ (REIT organized as a fund)*

REIT dạng này là một hình thức hợp tác hoặc liên kết của những nhà đầu tư muốn ủy thác khoản tiền đóng góp đầu tư của mình vào việc kinh doanh bất động sản. Dạng này có thể được mô tả lại theo sơ đồ sau:

Hình 1: Mô hình REIT được tổ chức như một quỹ



Toàn bộ các giao dịch kinh doanh của REIT được công ty quản lý quỹ thay mặt cho REIT này tiến hành. Quan hệ giữa nhà đầu tư và công ty quản lý dựa

trên sự kiểm soát của hợp đồng ủy thác quản lý quỹ.

Dạng REIT này khá giống với quỹ hỗ tương chi phối hoạt động kinh doanh chứng khoán ở Mỹ và một số quốc gia khác trên thế giới. Vào thời điểm hiện nay, các quỹ đầu tư chứng khoán hoạt động theo Luật chứng khoán Việt Nam tương tự với dạng REIT này.

*Dạng REIT này phải được tham gia bởi các thành phần và nhà tài trợ sau đây:*

- Cơ quan có thẩm quyền của chính phủ: chịu trách nhiệm cấp phép và kiểm tra
- Các nhà đầu tư thể nhân hoặc pháp nhân đầu tư vốn của mình vào REIT
- Công ty quản lý: công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn đủ điều kiện tiến hành các dịch vụ quản lý quỹ. Toàn bộ các giao dịch kinh doanh của REIT sẽ được các công ty này thay mặt REIT tiến hành như chuẩn bị danh mục đầu tư, triển khai các kế hoạch đầu tư... Một công ty quản lý có thể thiết lập và quản lý nhiều quỹ khác nhau tại cùng một thời điểm.
- Nhà tài trợ, hỗ trợ: thông thường, các công ty quản lý cũng đồng thời là các nhà tài trợ hoặc hỗ trợ thành lập các REIT.
- Quỹ: khoản tiền đóng góp bởi các nhà đầu tư và ủy thác cho công ty quản lý để thực hiện việc đầu tư kiếm lời. Khoản tiền tổng cộng này là thu nhập phát sinh từ việc bán cổ phần của REIT cho các nhà đầu tư.
- Người nhận ủy thác và giám hộ: có thể là một người, hoặc một nhóm người đáp ứng được yêu cầu, hay một tổ chức đáp ứng được điều kiện (ngân hàng hoặc công ty ủy thác). Đây là các đại diện chịu trách nhiệm trông nom, giám sát và bảo vệ tài sản, lợi ích của các nhà đầu tư.
- Kiểm toán, định giá hay thẩm định viên
- Tổ chức đặc biệt (Special Purpose Vehicles - SPV): giống một công ty

con khá phổ biến ở Việt Nam. SPV này được REIT đầu tư thành lập hoặc REIT cùng với các nhà đầu tư khác đầu tư riêng rẽ vào tài sản đặc biệt. Tình trạng tài sản của các SPV này không thể hiện trong bản cân đối tài sản của REIT, vì vậy SPV thường được gọi là “công ty ngoại bảng cân đối tài sản” (off–balance–sheet companies)

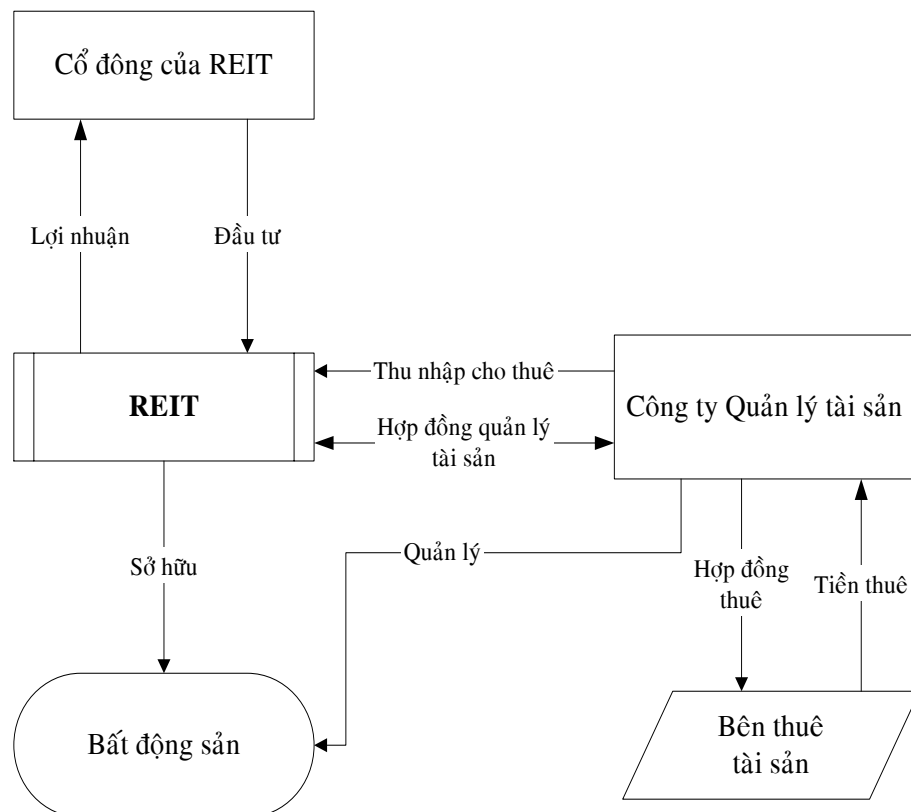
- Các tổ chức tư vấn trên thị trường bất động sản và quản lý tài sản.

### 1.1.2.3. Phân loại theo cấu trúc vận hành

- REIT truyền thống (Traditional REIT)

REIT truyền thống thường trực tiếp nắm giữ tài sản của mình, trong khi UPREIT và DOWNREIT (sẽ được đề cập dưới đây) nắm giữ tài sản của REIT thông qua các đối tác. Vận hành của REIT truyền thống được mô tả như sau:

Hình 2: Mô hình REIT truyền thống





- *UPREIT*

UPREIT được thành lập từ năm 1992, UPREIT là chữ viết tắt của Umbrella Partnership REIT. Trong một UPREIT kiểu mẫu, một nhóm các đối tác có chọn lọc sẽ kết hợp cùng nhau trong một tổ chức sẵn sàng đăng ký như là một REIT - tạm gọi là đối tác của REIT để thành lập một tổ chức hợp tác vận hành mới (Operating Partnership - OP). Nói cách khác, UPREIT là một REIT được hình thành thông qua liên kết tài sản từ nhóm đối tác hiện hữu có chọn lọc.

Nói chung, khi tham gia vào UPREIT, các đối tác của REIT tiến đến việc IPO (chào bán lần đầu cho công chúng) và lợi tức thu được phải được đóng góp vào UPREIT (thường được dùng để cải tiến hoặc nâng cấp tài sản hiện hữu hoặc tái cấu trúc khoản vay của các đối tác hiện hữu). Các đối tác ban đầu đưa tài sản vào hợp tác để đổi lấy các chứng chỉ lợi tức (gọi là Operating Partnership Units – OP Units) trong giai đoạn chuyển tiếp. Sau một khoảng thời gian, thường là 1 năm, những chứng chỉ OP này có thể được bán hoặc trao đổi lấy cổ phần của REIT. Các chứng chỉ OP thường được định giá ở mức tương đương cổ phần của REIT và OP cũng có thể được trao đổi trên thị trường chứng khoán, ngoại trừ khi UPREIT là một REIT thành viên.

Đối với UPREIT, tất cả đối tác đều có trách nhiệm giới hạn tương ứng với vốn đóng góp. REIT đối tác luôn là đối tác chính với phần vốn góp chi phối.

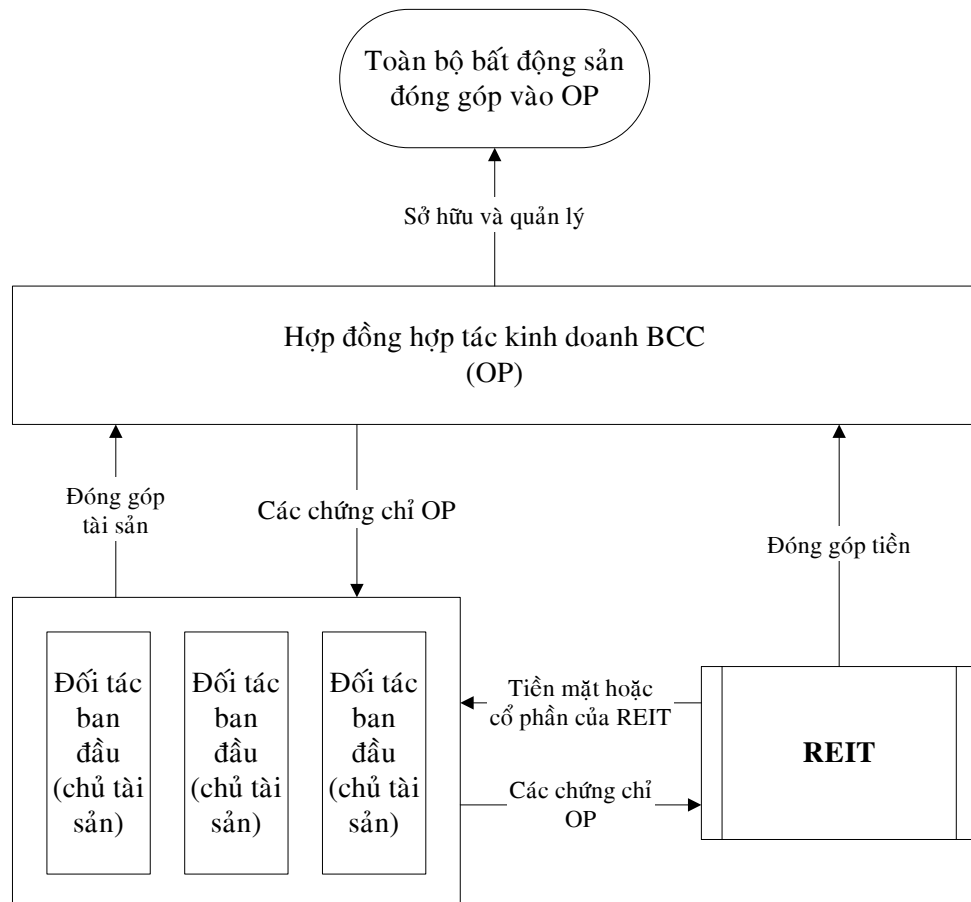
Tổ chức hợp tác hiện hữu có thể được hưởng lợi từ việc trao đổi tài sản lấy các chứng chỉ OP vì : nếu bán tài sản cho UPREIT thì có thể hoãn được các khoản thuế cho đến khi các chứng chỉ OP này được đổi thành tiền mặt hoặc cổ phiếu.

Dạng REIT này cũng là một giải pháp mà một số công ty muốn tham gia để được áp dụng quy chế dành cho REIT, sử dụng để thực hiện việc mua bán, sáp nhập các tài sản hiện hữu để chuyển tài sản nhằm đa dạng hóa danh mục

đầu tư mà không phát hành cổ phiếu hoặc vay, hoặc thực hiện khoản thanh toán với quy mô lớn một lúc.

Sự vận hành của UPREIT được mô tả như sau:

Hình 3: Mô hình UPREIT



- **DOWNREIT**

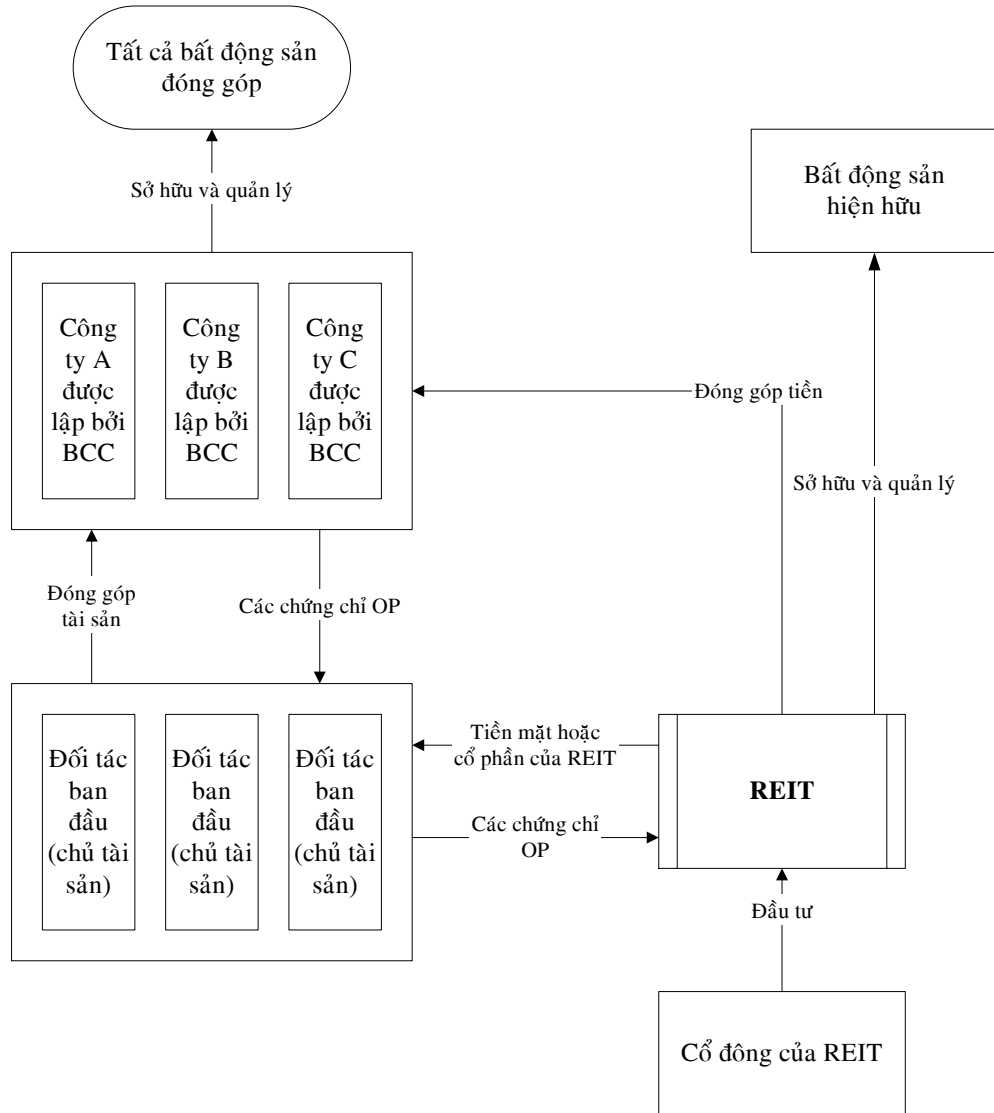
Về cơ bản, việc thành lập và hoạt động của DOWNREIT tương tự với UPREIT. DOWNREIT là một công cụ được REIT sử dụng để mở rộng quy mô mà không làm ảnh hưởng đến tài sản hiện hữu.

Nhờ những ưu thế về cấu trúc của UPREIT, một số “phi UPREIT” đã được thành lập, tạm gọi là các DOWNREIT. Điều này giúp REIT có thể sử dụng các thành viên đối tác của DOWNREIT để mua các tài sản. Hiệu quả hoạt

động của dạng này cũng tương tự UPREIT; tuy nhiên về cấu trúc, DOWNREIT là đơn vị trực thuộc của REIT.

Sự vận hành của DOWNREIT được mô tả như sau:

Hình 4: Mô hình DOWNREIT



### 1.1.3 Một số quy tắc hoạt động của REIT

#### 1.1.3.1. REIT được tham gia bởi nhiều tổ chức và cá nhân với những trách nhiệm riêng biệt

- Công ty quản lý chịu trách nhiệm lựa chọn và quyết định kế hoạch kinh

doanh để thực hiện đầu tư vốn của quỹ

- Người nhận ủy thác và/ hoặc giám hộ chịu trách nhiệm trông nom tài sản của REIT và giám sát hoạt động của REIT
- Tổ chức định giá tài sản xác định giá trị của toàn bộ hoặc một phần tài sản của REIT theo định kỳ hoặc khi có yêu cầu đột xuất
- Công ty kiểm toán chịu trách nhiệm trong việc kiểm toán
- Công ty quản lý tài sản trực tiếp quản lý duy trì, cho thuê các tài sản hữu hình (cao ốc, khách sạn, bãi đỗ xe, khu mua sắm,...)

#### ***1.1.3.2. Tính độc lập***

Tất cả các thành viên tham gia vào REIT phải độc lập về lợi ích cá nhân nhằm ngăn ngừa các giao dịch và quyết định kinh doanh không công bằng

#### ***1.1.3.3. Ngăn ngừa sự lạm quyền***

- Có nhiều quy định nhằm ngăn ngừa khả năng lạm dụng quyền lực của cá nhân hoặc nhóm các nhà đầu tư trong một REIT. Quy tắc này quy định một số tiêu chuẩn mà REIT phải tuân thủ, như số cổ phần tối thiểu (hay chứng chỉ quỹ) phải phát hành ra công chúng, số lượng tối đa cổ phần mà một nhóm cổ đông lớn nhất có thể nắm giữ,...
- Các quy định liên quan cũng đưa ra những hạn chế khắt khe đối với các cổ đông chính (chiến lược) trong một số hoạt động kinh doanh của REIT và của riêng các cổ đông chính này.
- Chính sách đánh giá tài sản trong các giao dịch kinh doanh và thẩm định danh mục đầu tư cũng được quy định khá cụ thể.

#### ***1.1.3.4. Quản lý rủi ro***

Hoạt động quản lý rủi ro được yêu cầu nghiêm ngặt. Mỗi REIT phải để một lượng nhất định tài sản của REIT dưới những dạng đầu tư có tính

thanh khoản cao như ký quỹ ngân hàng, trái phiếu,... Danh mục đầu tư cũng được đòi hỏi quản lý đảm bảo tối thiểu hóa rủi ro. .

#### **1.1.3.5. Tính minh bạch**

Mọi REIT phải chịu trách nhiệm nghiêm ngặt trong việc công bố thông tin ra công chúng (bản cáo bạch, báo cáo tài chính định kỳ, thay đổi trong quản lý điều hành...) theo yêu cầu của quy định pháp luật hiện hành về sự minh bạch.

## **1.2. SỰ KHÁC NHAU GIỮA REIT VÀ CÁC CÔNG TY ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN KHÁC**

### **1.2.1 Chứng chỉ REIT có tính chất như trái phiếu**

Các chứng chỉ quỹ tín thác REIT thực sự là cổ phiếu mà người nắm giữ có thể hưởng lợi từ tiềm năng gia tăng giá trị cổ phiếu nhờ vào những chuyển biến tích cực trong thị trường cho thuê bất động sản, thay đổi lãi suất hay cầu về cổ phiếu REIT gia tăng.

Trong thực tiễn gần đây, các REIT thường tạo ra hiệu suất cổ tức cao bởi và đa số REIT chi trả phần lớn thu nhập của REIT cho cổ đông dưới dạng cổ tức. Cổ tức này thường khá ổn định và trong thực tế thường cao hơn trái phiếu chính phủ cũng như tín phiếu ngân hàng. Cổ đông của REIT có thể nhận cổ tức đều đặn mà không phải can dự vào việc quản lý REIT vốn được ủy thác cho công ty quản lý chuyên nghiệp dưới sự giám sát của chính phủ. Kết quả là, nhiều nhà đầu tư đã xem chứng chỉ đầu tư của REIT đơn giản là một loại trái phiếu có tỉ suất sinh lời cao.

### **1.2.2 Chi trả cổ tức**

REIT thực tế là một công ty đầu tư ủy thác, do vậy, REIT chi trả phần lớn thu nhập hàng năm (thường trên 90%). Không có lãi suất cố định như trái phiếu hay tiếp tục giữ lại thu nhập kiếm được để tái đầu tư như các doanh

nghiệp bình thường khác.

### 1.2.3 Thuế

Mỗi quốc gia có chính sách thuế và quy định pháp luật riêng để điều chỉnh hoạt động kinh doanh của REIT. Trong thực tế, REIT hầu như không phải chịu thuế ở hầu hết các quốc gia. Nghĩa vụ thuế liên quan đến hoạt động kinh doanh của REIT được chuyển sang cho các nhà đầu tư/ cổ đông của REIT, theo đó, các nhà đầu tư/ cổ đông của REIT phải trả thuế đánh vào cổ tức hoặc lợi nhuận mà nhà đầu tư/cổ đông thu được từ cổ phần của REIT.

Mỗi quốc gia có một số quy định chặt chẽ mà bất kỳ REIT nào cũng phải tuân thủ nhằm đạt được các lợi thế từ việc trở thành một “định chế được miễn thuế” đối với thuế thu nhập công ty.

Chẳng hạn như, ở Mỹ, để đạt được tiêu chuẩn áp dụng miễn thuế thu nhập công ty, một REIT phải đáp ứng:

- Có cơ cấu như một công ty, quỹ tín thác, hoặc một hiệp hội
- Được quản lý bởi một Ban giám đốc hoặc những người được ủy thác
- Có cổ phần có thể chuyển nhượng được hoặc chứng chỉ đầu tư có thể chuyển nhượng được
- Có thể đóng thuế khác như một công ty nội địa
- Không phải là một tổ chức tài chính hay một công ty bảo hiểm
- Được tham gia sở hữu bởi 100 người trở lên
- Có 95% thu nhập thu nhập có nguồn gốc từ cổ tức, lãi suất và thu nhập từ tài sản
- Trả cổ tức ít nhất 90% thu nhập có thể tính thuế của REIT
- Không quá 50% cổ phần được nắm giữ bởi từ 5 cá nhân trở xuống trong suốt sáu tháng cuối của năm đóng thuế.

- Ít nhất 75% tổng số tài sản đầu tư là bất động sản
- Ít nhất 75% thu nhập mang lại từ tiền cho thuê tài sản hoặc lãi suất cho vay đầu tư tài sản thế chấp
- Có ít hơn 20% tài sản là cổ phiếu trong các công ty trực thuộc REIT chịu thuế.

#### **1.2.4 Quản lý**

REIT thực sự là một dạng quản lý kinh doanh. Do đó, việc quản lý vốn và đầu tư của REIT phải được tiến hành bởi một công ty quản lý chuyên nghiệp (còn gọi là bên được ủy thác) theo một số điều kiện nhất định. Ngay cả khi được thành lập như một công ty, thì phần vốn đầu tư của REIT cũng sẽ được ủy thác cho một công ty quản lý chuyên nghiệp thực hiện.

Các cổ đông của REIT, hay là những nhà đầu tư, không bao giờ là những người quản lý. Bởi vì các cổ đông ủy quyền cho công ty quản lý với hầu hết quyền quản lý điều hành và đầu tư mà không bị can thiệp trong những điều kiện bình thường, chính phủ phải ban hành những quy định nghiêm ngặt để bảo vệ các nhà đầu tư.

#### **1.2.5 Hoạt động kinh doanh chủ yếu**

Sự khác nhau chủ yếu trong các hoạt động kinh doanh giữa REIT và các công ty bất động sản là REIT thường mua hoặc xây dựng các bất động sản cho thuê nhằm kiếm thu nhập từ tiền thuê. REIT mua hoặc phát triển bất động sản để vận hành và quản lý như là một phần trong danh mục đầu tư của REIT chứ không phải bán ngay sau khi dự án hoàn tất. Đây cũng chính là điểm mấu chốt trong việc phát triển bất động sản. Còn các Công ty bất động sản thường kinh doanh mua bán các tài sản này để kiếm lời, chứ ít khi cho thuê để nhận tiền thuê. Mặt khác, REIT là nhà đầu tư tài chính, không làm chức năng thi công xây dựng như các công ty bất động sản. Các hoạt động

của REIT được điều hành, quản lý bởi các tổ chức chuyên ngành trên từng lãnh vực mà REIT thực hiện.

### **1.3. LỢI ÍCH CỦA REIT**

Sau hơn 45 năm kể từ khi mô hình đầu tiên được hình thành, REIT đã được thành lập và phát triển ở nhiều quốc gia trên thế giới và trở thành một định chế năng động và ảnh hưởng lớn đối với thị trường bất động sản. Dưới đây là một số lợi ích đáng quan tâm của REIT:

#### **1.3.1 Lợi ích của REIT đối với nhà đầu tư**

Nói chung REIT và sự vận hành của REIT có một số đặc điểm chung với thị trường cổ phiếu quy mô nhỏ và hình thức trái phiếu đầu tư. Tuy nhiên, REIT cũng có nhiều lợi thế hơn về cổ tức so với cổ phiếu và lãi trái phiếu.

Hoạt động dài hạn của một REIT riêng lẻ được xác định bởi giá trị tài sản là bất động sản của REIT tại bất kỳ một thời điểm xác định nào đó. Một trong những lý do cơ bản để đầu tư vào REIT là ít có sự tương quan giữa giá trị của REIT với các tài sản tài chính khác. Do vậy, REIT ít có mối liên hệ với những biến động đột ngột trong lịch sử hình thành và đưa ra một mức độ bảo vệ nhất định đối với lạm phát. Bên cạnh lợi thế tránh bị đánh thuế chồng trong đầu tư và không giới hạn mức đầu tư tối thiểu, REIT mang lại cho nhà đầu tư thu nhập trong hiện tại ổn định và hấp dẫn. Một nhân tố khác hấp dẫn nhà đầu tư là sự vận hành của REIT được giám sát dựa trên khuôn khổ pháp lý, bởi ban giám đốc độc lập, các chuyên gia phân tích, kiểm toán, các phương tiện truyền thông chuyên về kinh doanh và tài chính.

Những lợi ích mà REIT có thể mang lại cho các nhà đầu tư:

- Cổ tức định kỳ
- Khoản thu từ giá cổ phiếu của REIT gia tăng trên thị trường chứng khoán



### **1.3.2 Lợi ích của REIT đối với nền kinh tế**

#### ***1.3.2.1. Mở ra nhiều cơ hội đầu tư***

REIT mang lại nhiều cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư cá nhân lẫn tổ chức có thể tham gia vào thị trường bất động sản. REIT cung cấp nguồn vốn dài hạn từ việc huy động vốn rộng rãi để hình thành một loại hình đầu tư có khả năng đáp ứng nhu cầu vốn rất lớn cho các dự án bất động sản và cũng đồng thời hỗ trợ các ngân hàng và những công ty phát triển bất động sản sơ cấp trong việc thu hồi vốn đã bỏ ra để đầu tư cho dự án khác.

Chúng chi đầu tư của REIT với mệnh giá nhỏ có thể mang lại nhiều cơ hội đầu tư cho bất kỳ ai có thể tham gia vào thị trường bất động sản. Do đó, mô hình đầu tư này có thể được xem như một công cụ xã hội hóa trong đầu tư bất động sản. Thời hạn hoạt động của REIT thường hơn 2 năm. Hoạt động chính của REIT là mua các tài sản đã hình thành để cho thuê. Vì vậy, REIT có thể giúp các công ty bất động sản cũng như ngân hàng đã cung cấp khoản vay cho các công ty bất động sản có thể thu hồi vốn cho dự án khác. Hoạt động đầu tư của REIT vẫn còn duy trì ở các tài sản này thậm chí đến hàng chục năm. Tuy nhiên, nếu cần, nhà đầu tư có thể rút khỏi hoạt động đầu tư này thông qua các sàn giao dịch chứng khoán.

Với một lượng vốn và khoảng thời gian xác định, REIT có thể tham gia kinh doanh các tài sản mà REIT muốn mua sau khi các tài sản này được xây dựng hoàn thiện. Điều đó có thể giúp các công ty phát triển bất động sản giảm bớt gánh nặng từ các khoản vay ngân hàng và thoải mái hơn trong việc bán các sản phẩm. Hơn nữa, các ngân hàng có thể bán lại các khoản nợ đã cho các công ty phát triển bất động sản vay cho các REIT.

#### ***1.3.2.2. Tạo ra các điều kiện an toàn và chuyên nghiệp hơn cho hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản***

Các chính sách đầu tư và cấu trúc của REIT được giám sát theo quy định pháp luật nhằm đảm bảo an toàn đầu tư và thu nhập ổn định. Phần lớn REIT

sử dụng tiền vốn của REIT để mua các tài sản đã hoàn thiện sau đó đem cho thuê lại. Tiền thuê là nguồn thu nhập chính của các REIT. REIT thường không được phép cho vay hoặc vay tiền. Những hạn chế này được cởi bỏ một phần hoặc toàn bộ đối với các công ty trực thuộc REIT.

Các công ty quản lý có trách nhiệm đầu tư an toàn và hợp pháp của tiền REIT vào tài sản để đạt được kết quả tốt nhất. Những công ty này cùng với nhân sự chủ chốt của REIT phải đạt được những tiêu chuẩn chuyên nghiệp và đạo đức kinh doanh theo quy định của chính phủ thông qua việc cấp phép hành nghề trong lĩnh vực này. Nói cách khác, quy định pháp luật điều chỉnh các REIT ít nhất cũng chặt chẽ như quy định đối với các ngân hàng.

**1.3.2.3. *Hỗ trợ cung cấp nhiều sản phẩm đa dạng cho thị trường bất động sản, đặc biệt là đối với thị trường tài sản cho thuê mua***

Như đã đề cập ở phần trên, hoạt động chủ yếu của REIT là nắm giữ tài sản để cho thuê và thu nhập chủ yếu của REIT là từ cho thuê tài sản. REIT có thể mua lại nhiều loại tài sản như khách sạn, trường học, bệnh viện, kho hàng, khu mua sắm,... từ bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào không có đủ kinh nghiệm quản lý, bị thua lỗ, gặp khó khăn trong việc xử lý ..., sau đó REIT có thể thuê một công ty quản lý tài sản chuyên nghiệp để thu lợi từ các tài sản mua được.

Vì REIT là mô hình có thể huy động vốn dài hạn nên REIT thường không cần bất cứ khoản vay nào từ ngân hàng. REIT không phải xử lý gánh nặng nợ vay và tiền thuê khác, do vậy có thể giữ được sự ổn định và hợp lý khi tham gia cạnh tranh trên thị trường dài hạn.

**1.3.2.4. *Giúp phát triển các lĩnh vực chuyên môn và các chương trình phát triển kinh tế xã hội***

- REIT tạo động lực giúp cho nhiều công ty xây dựng và kinh doanh bất động sản phát triển chuyên môn và lợi thế cạnh tranh trên thị trường bất

động sản

- REIT tạo động lực phát triển tính chuyên nghiệp và kinh nghiệm trong các dịch vụ quản lý tài sản
- REIT hỗ trợ phát triển một số chương trình nhà ở xã hội như đầu tư các dự án nhà ở xã hội với nguồn vốn dài hạn. Trong điều kiện không bị gánh nặng tiền vay ngân hàng, REIT có thể giữ giá bán hoặc cho thuê ở mức hợp lý mà những người thụ hưởng có thể chấp nhận được
- Sự hình thành của REIT và các quy định về REIT và hỗ trợ của thị trường chứng khoán có thể bảo vệ hợp pháp cho các nhà đầu tư cá nhân thiếu kinh nghiệm tham gia đầu tư vào bất động sản và cải thiện tính thanh khoản trong danh mục đầu tư.
- Nhờ đầu tư vào tài sản cho thuê, REIT có thể mang lại một số lợi thế cho nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, giúp tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp mà không chịu áp lực từ các khoản đầu tư tài sản cần thiết cho hoạt động doanh nghiệp.

## **1.4. BÀI HỌC KINH NGHIỆM TỪ QUÁ TRÌNH XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN REIT Ở CÁC NƯỚC**

### **1.4.1 Giới thiệu một số REIT trên thế giới**

Hiện tại, có khoảng 30 quốc gia trên thế giới có luật quy định, điều chỉnh về REIT. Sau đây là một số REIT tiêu biểu ở một số nước Châu Mỹ, Châu Á, và Châu Âu :

#### **1.4.1.1. Mỹ**

Quốc hội Mỹ đã cho phép lập REIT vào năm 1960 nhằm mở rộng mức độ tham gia đầu tư kinh doanh của các nhà đầu tư nhỏ lẻ vào bất động sản. Các nhà đầu tư trung bình có thể đầu tư vào các bất động sản thương mại lớn thông qua việc mua cổ phần của REIT. Tương tự như với các cổ đông thu lợi

từ việc sở hữu cổ phiếu trong một công ty cổ phần, thì cổ đông của một REIT cũng nhận được lợi nhuận sinh ra từ việc sở hữu các bất động sản thương mại. REIT có thuận lợi là có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư bất động sản, điều này sẽ tốt hơn là chỉ đầu tư vào một bất động sản duy nhất. Việc quản lý, điều hành REIT sẽ được thực hiện bởi những chuyên gia có kinh nghiệm trong lĩnh vực bất động sản.

Các quy định dành cho REIT đều nằm trong hệ thống Luật thu nhập nội địa Mỹ. Một REIT có thể có cấu trúc như một công ty cổ phần, hiệp hội, quỹ tín thác... nếu như có thể đóng thuế như một công ty cổ phần, nhưng không được là tổ chức tài chính như ngân hàng hay công ty bảo hiểm. Để được thừa nhận là một REIT thì một công ty phải nộp lên Cơ quan dịch vụ thu nhập nội địa bộ hồ sơ khai thuế đặc biệt (theo mẫu 1120 Luật thu nhập nội địa). Khi trở thành REIT thì hàng năm Công ty phải gửi cho các cổ đông các tài liệu chi tiết về lợi nhuận của cổ đông. REIT sẽ bị phạt nghĩa vụ tài chính nếu REIT không gửi tài liệu trên cho các cổ đông.

REIT phải được quản lý bởi một hay nhiều người được ủy thác hoặc quản lý và cổ phần của REIT có khả năng chuyển nhượng được. REIT ở Mỹ không bị quy định về số vốn tối thiểu, nhưng phải có ít nhất 100 cổ đông. Từ 5 nhà đầu tư trở xuống không được nắm giữ hơn 50% tổng số cổ phần REIT trong suốt sáu tháng cuối của năm đóng thuế. Ở Mỹ, không có giới hạn về cổ đông nước ngoài, không bắt buộc niêm yết và được phép lập REIT thành viên.

Theo quy định, REIT phải đầu tư ít nhất 75% tổng tài sản vào bất động sản, trái phiếu chính phủ hoặc tiền mặt, không được sở hữu quá 10% chứng khoán của công ty cổ phần khác hoặc REIT khác. Ít nhất 75% tổng thu nhập phải xuất phát từ việc cho thuê bất động sản hoặc lợi nhuận thu từ tài sản cầm cố nợ vay. Hơn nữa, ít nhất 95% tổng thu nhập có nguồn gốc từ bất động sản, cổ tức và lợi tức từ tài sản. Vào cuối mỗi quý, REIT không được có hơn 20% tổng tài sản của REIT là cổ phiếu của các Công ty con thuộc

REIT. Luật yêu cầu REIT phân phối cổ tức hàng năm bằng ít nhất 90% tổng thu nhập chịu thuế. Cổ tức phân phối được miễn thuế thu nhập, phần thu nhập giữ lại sẽ chịu thuế thu nhập doanh nghiệp thông thường.

REIT được phép cung cấp tất cả các dịch vụ cho người thuê nhà, như: dịch vụ cung cấp tiện nghi (đồng hồ nhánh), dịch vụ bảo vệ, dịch vụ vệ sinh, internet và cáp truyền hình... REIT cũng được phép sở hữu, vận hành, quản lý và phát triển bất động sản theo danh mục REIT sở hữu. REIT có thể phát triển bất động sản hoặc mua bán bất động sản thông qua công ty con của REIT và được phép đầu tư vào tài sản ở nước ngoài. Sau 40 năm, REIT rất thành công ở Mỹ với tổng vốn hóa thị trường lên tới 450 tỷ USD.

#### **1.4.1.2. Nhật Bản**

REIT ở Nhật được hình thành dựa trên cơ sở Luật Quỹ tín thác đầu tư (2000). Cùng thời gian này, luật thuế cũng được phát triển để áp dụng cho REIT. Về nguyên tắc, REIT cũng chịu thuế như các doanh nghiệp của Nhật. Tuy nhiên, REIT có thể được khấu trừ phần cổ tức đã chia trong thu nhập chịu thuế nếu như ít nhất 90% thu nhập chịu thuế của REIT được phân phối cho cổ tức. Hai REIT đầu tiên được niêm yết ở Sở Giao dịch chứng khoán Tokyo vào tháng 9 năm 2001. Đến nay, thị trường REIT Nhật ngày càng mở rộng và có tới 41 REIT niêm yết với thị giá xấp xỉ 5.700 tỷ JPY.

Thông thường, phải mất thời gian một năm để thiết lập một REIT. Bước đầu tiên là phải thiết lập một Công ty quản lý tài sản và xin Giấy phép kinh doanh xây dựng từ Bộ Địa chính - Hạ tầng - Vận tải. Sau đó, Công ty quản lý tài sản đăng ký hoạt động với Cơ quan dịch vụ tài chính (FSA). Khi được chấp thuận, Công ty quản lý tài sản có thể chuyển thành REIT. REIT phải trình FSA hồ sơ kê khai theo quy định dành cho REIT và nộp hồ sơ lên Văn phòng pháp vụ. Bất cứ một REIT nào hình thành thì phải đăng ký với FSA để khởi đầu hoạt động như một REIT và phải chịu sự kiểm soát của FSA và Cơ quan tài chính địa phương.

REIT có vốn tối thiểu là 100 triệu JPY. REIT chỉ phát hành một loại cổ phiếu duy nhất là loại có quyền biểu quyết. REIT ở Nhật thường có cấu trúc là một công ty. Những REIT đầu tiên được hình thành đã cho thấy loại cấu trúc như một quỹ tín thác rất khó quản lý và tốn rất nhiều chi phí để thiết lập. Hơn nữa, các quy tắc quản lý công ty đối với loại cấu trúc công ty thì có nhiều hấp dẫn đối với nhà đầu tư hơn. Kết quả là cho đến tháng 3/2007, tất cả các REIT niêm yết đều có cấu trúc như một công ty. Điều kiện để REIT niêm yết là REIT phải là quỹ dạng đóng; có ít nhất 70% tổng tài sản đầu tư vào bất động sản (tại Nhật); tài sản thuần phải hơn 1 tỷ JPY và tổng tài sản phải hơn 5 tỷ JPY; và có hơn 1.000 nhà đầu tư. REIT Nhật không được phép đầu tư vào bất động sản ở nước ngoài và không được sở hữu từ 50% trở lên tổng số cổ phần có quyền biểu quyết của một công ty khác.

#### ***1.4.1.3. Singapore***

REIT ở Singapore được quy định bởi Luật chứng khoán và giao dịch Future (1999), Hệ thống các quy định đầu tư tập thể và Hướng dẫn lập Quỹ Bất động sản được quy định bởi Cơ quan quản lý tiền tệ của Singapore. Hướng dẫn lập Quỹ Bất động sản áp dụng cho việc đầu tư tập thể vào bất động sản hoặc tài sản có liên quan đến bất động sản. REIT đầu tiên được niêm yết ở Sở giao dịch chứng khoán Singapore vào tháng 7 năm 2002. Đến nay, có 16 REIT được niêm yết với tổng số vốn hóa thị trường là 17 tỷ USD.

Một REIT được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Singapore được hưởng ưu đãi về thuế. Để được niêm yết thì một REIT phải tuân theo Luật Chứng khoán và giao dịch Future của Singapore, Hệ thống các quy định đầu tư tập thể và Hướng dẫn các Quỹ Bất động sản và Sổ tay niêm yết Sở Giao dịch chứng khoán Singapore. Ngoài ra, các trường hợp miễn giảm thuế khác phải được sự cho phép của Bộ Tài chính Singapore. REIT ở Singapore có thể được thành lập dưới dạng một Công ty hay một Quỹ tín thác (Quỹ mở). 16 REIT được niêm yết ở Singapore đều là các quỹ vì ở dạng quỹ có một số

thuận lợi nhất định hơn so với dạng Công ty. Ví dụ, việc yêu cầu áp dụng chế độ thuế minh bạch chỉ có thể dễ dàng thực hiện khi REIT là một quỹ tín thác. Với cấu trúc là một quỹ, REIT tiến hành việc phân phối một cách linh động và sẽ không bị hạn chế bởi số lợi nhuận đem ra phân phối. Việc quản lý REIT có thể là tự quản nhưng thực tế là thuê quản lý từ các Công ty chuyên ngành. Để niêm yết trên Sở giao dịch thì REIT phải có vốn tối thiểu là 20 triệu SGD và phải có ít nhất 25% vốn REIT được nắm giữ bởi ít nhất 500 nhà đầu tư cá nhân. REIT không bắt buộc phải niêm yết nhưng để được giảm thuế thì phải niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Singapore. Một REIT niêm yết trên thị trường nước ngoài thì sẽ không được hưởng sự giảm thuế.

Theo Hướng dẫn lập Quỹ bất động sản, REIT có thể đầu tư ít nhất 35% tổng tài sản vào bất động sản và ít nhất 70% vào bất động sản và tài sản liên quan đến bất động sản (trong nước hoặc ngoài nước). REIT không phát triển tài sản, không đầu tư vào đất trống và tài sản thế chấp. Một REIT có thể đầu tư vào bất động sản bằng cách nắm giữ cổ phần của một tổ chức đặc biệt (Special Purpose Vehicle – SPV) do REIT hình thành để nắm giữ hoặc sở hữu bất động sản. SPV có thể là một công ty, một quỹ, hoặc một đối tác... Vì REIT không được đầu tư quá 5% tổng tài sản vào cùng một tổ chức nên khi đầu tư vào bất động sản như một người đồng sở hữu của những SPV, REIT sẽ thu được cổ phần và lợi nhuận nhiều hơn trong những SPV không niêm yết đó. Về phân chia lợi nhuận, REIT sẽ phân phối cổ tức bằng 90% lợi nhuận và chia hàng năm, chia nửa năm hoặc hàng quý. Nợ vay không vượt quá 35% tổng tài sản của REIT.

#### **1.4.1.4. Tây Ban Nha**

Ở Tây Ban Nha, có 2 loại công cụ đầu tư vào bất động sản mang đặc tính của REIT được điều chỉnh bởi Luật về các định chế đầu tư (Luật 35/2003). Bộ luật này tán thành 2 loại phương tiện đầu tư tập thể vào bất động sản bao gồm: Công ty đầu tư Bất động sản (SII hoặc REIC) và Quỹ đầu tư bất động

sản (FII hoặc REIF). Các định chế đầu tư tập thể này trong lĩnh vực bất động sản được gọi chung là RECII. RECII ban đầu được ban hành bởi Luật 46/1984. Sau đó Luật này được thay thế bằng Luật hiện hành 35/2003. Luật 35/2003 được sửa đổi bởi Sắc Lệnh Hoàng Gia số 1309/2005. Chế độ thuế dành cho các công cụ đầu tư này dựa trên Luật thuế thu nhập doanh nghiệp (được ban hành bởi Sắc lệnh Luật pháp của Hoàng Gia số 4/2004).

Các RECII phải được cấp phép bởi Ủy ban giao dịch Chứng khoán Quốc Gia, nếu niêm yết thì phải bắt buộc thông qua Cơ quan đăng ký Quản lý Ủy Ban Giao dịch Chứng khoán Quốc Gia. REIC được tổ chức như là một công ty thông thường (SA), người quản lý phải ở tại Tây Ban Nha. Ngược lại, REIF có cấu trúc tương tự với quỹ tín thác (trust) với đặc điểm riêng biệt. REIF được quản lý bởi Công ty quản lý độc lập. Công ty quản lý quỹ phải ở Tây Ban Nha và thực hiện theo Luật của Tây Ban Nha.

Vốn tối thiểu của một REIC hay REIF là 9 triệu EUR. Mỗi RECII phải có tối thiểu 100 cổ đông. Các RECII không bắt buộc phải niêm yết. Về hoạt động, RECII phải có mục đích đầu tư vào bất động sản đô thị để cho thuê; ít nhất 50% tài sản phải bao gồm khu dân cư, nhà ở cho sinh viên hoặc người lớn tuổi; Thời gian đầu tư tối thiểu là 3 năm; RECII có thể đầu tư 35% tổng tài sản vào một bất động sản riêng lẻ; REIF được đầu tư 10% và REIC đầu tư 20% tổng tài sản vào các Công ty niêm yết. Về phân phối lợi nhuận, không có quy định bắt buộc về tỷ lệ phân phối lợi nhuận và REIT phải chịu thuế thu nhập 1%.

Đến tháng 8/2007, Tây Ban Nha có 9 REIF và 8 REIC. Gần đây, ở Tây Ban Nha đã có những cuộc thảo luận về việc xây dựng và ban hành luật mới dành riêng cho REIT tương tự như các nước khác.

#### **1.4.1.5. Anh Quốc**

REIT ở Anh được hình thành theo Luật Tài chính 2006 (ngày 17/07/2006) và có hiệu lực từ 01/01/2007. Vào ngày 01/01/2007, 9 tập đoàn bất động sản



Anh quốc được chọn chuyển thành REIT. Điều kiện để một công ty chuyển sang REIT: tọa lạc tại Anh; cổ phiếu được niêm yết trên sở giao dịch có uy tín, chỉ phát hành một loại cổ phiếu thường và có thể có cổ phần ưu đãi không có quyền biểu quyết (có lãi suất cố định); công ty chuyển đổi không phải là một Công ty đầu tư dạng mở; công ty này cũng không có liên quan đến việc cho vay, mượn. Khi chuyển thành REIT, hàng năm, REIT phải nộp 2 bảng kê khai thuế và 3 bộ Báo cáo tài chính để chứng tỏ REIT đã đáp ứng điều kiện kiểm tra.

Một Công ty niêm yết ở Anh phải có vốn tối thiểu là 50 ngàn GBP. Một REIT phải là một công ty niêm yết dạng đóng, có thể tự quản lý hoặc được quản lý bởi bên ngoài. Một cổ đông không thể nắm giữ hơn 10% tổng số cổ phiếu có quyền biểu quyết. REIT bắt buộc phải niêm yết trên Sở Giao dịch London hoặc các Sở Giao dịch khác theo quy định. REIT phải nắm giữ ít nhất là 3 tài sản riêng lẻ, một tài sản không thể chiếm hơn 40% thị giá của toàn danh mục đầu tư. REIT được miễn thuế đối với lợi nhuận thu từ hoạt động kinh doanh cho thuê bất động sản trong nước, với điều kiện là ít nhất 75% thu nhập thuần phát sinh từ cho thuê bất động sản và REIT phải có ít nhất 75% tổng tài sản được sử dụng trong kinh doanh cho thuê. Về phân phối lợi nhuận, 90% thu nhập cho thuê bất động sản (miễn thuế) sẽ được phân chia cho các cổ đông (phần thu nhập từ việc tham gia vào các REIT khác sẽ không được miễn thuế).

*Một số thông tin về REIT ở quốc gia khác (xem Phụ lục 1-3 từ trang 92-97 )*

#### **1.4.2 Sự thành công của REIT ở các nước**

REIT đầu tiên được áp dụng tại Mỹ vào năm 1960, đến nay được đánh giá là thị trường REIT phát triển nhất thế giới. Từ năm 2001, REIT bắt đầu hình thành ở châu Á, đầu tiên là Nhật, sau đó đến Hàn Quốc, Thái Lan, Đài Loan, Hồng Kông... REIT được xem như là một phương tiện đầu tư sinh lợi nhanh ở châu Á. REIT phát triển rất nhanh ở Châu Á và có khả năng phát triển xa

hơn nữa. Cụ thể, trong hơn 6 năm qua, thị trường REIT Châu Á tăng từ 2 tỷ USD ( năm 2001) lên đến 87 tỷ USD (năm 2007). Chỉ riêng tại Châu Á (không kể Nhật Bản), ước tính có 40 quỹ REIT được niêm yết với tổng vốn huy động đạt 29,6 tỷ USD.

Tại Nhật, đến nay đã có 41 REIT được niêm yết chủ yếu là ở thị trường trong nước, vốn hóa thị trường là 47,6 tỷ USD. Các REIT Nhật Bản sử dụng thu nhập tiền thuê trong danh mục đầu tư bất động sản để trả tiền lãi vào khoảng trung bình 3,5%, trong khi lợi nhuận của trái phiếu chính phủ 10 năm chỉ vào khoảng 1,7%-1,8%. Hiện nay, Nhật được đánh giá là chiếm thị phần REIT lớn nhất châu Á.

Trong số các thị trường REIT Châu Á mới nổi phải kể đến thị trường Singapore. Trong một năm qua, giá trị vốn hoá của thị trường REIT Singapore là 19 tỷ USD với hơn 20 quỹ REIT tại Singapore phát triển đa dạng với rất nhiều lĩnh vực và địa lý khác nhau từ quỹ REIT địa ốc, REIT chăm sóc sức khỏe, REIT cung cấp dịch vụ nhà hàng, khách sạn...

### **1.4.3 Bài học kinh nghiệm**

Đối với các nước, ngoài việc hỗ trợ tài chính cho sự phát triển của ngành bất động sản, tăng cung sản phẩm trên thị trường sơ cấp, việc hình thành REITs cũng sẽ thêm sức sống mới cho thị trường vốn trong nước và thị trường chứng khoán. Các nhà đầu tư được hưởng quyền lợi từ lợi tức trên thị trường bất động sản được chứng khoán hóa. Đây là cách thu lợi nhanh nhất và thanh khoản dễ dàng các khoản đầu tư trên thị trường bất động sản, không giống như lối kinh doanh bất động sản truyền thống.

Thế mạnh của REIT trong thị trường BĐS chính là tính đa dạng, tính thanh khoản, cổ tức cao cũng như lợi nhuận thu nhập bình quân hàng năm ổn định. So với cổ phiếu của một số ngành khác như ngân hàng, dầu khí, bảo hiểm... Chứng chỉ REIT mang tính ổn định hơn. Đơn cử khi cổ phiếu các ngành dầu khí, ngân hàng, bảo hiểm... rớt thê thảm trong đợt khủng hoảng quỹ tín

dụng cầm cố vừa qua tại Mỹ, thì chứng chỉ các quỹ REIT vẫn giữ ở mức giá chấp nhận được, có nghĩa là giá chứng chỉ REIT không bị giảm sút nhiều. Điều quan trọng hơn cả khi đầu tư vào REIT là nhà đầu tư có thể phân tán rủi ro thay vì đem cả gia sản đặt vào một dự án nào đó.

Về mô hình REIT, ở các nước thường được cơ cấu như một công ty hoặc quỹ. Đa số các quỹ này thuộc dạng Equity REIT (Quỹ REIT khai thác bất động sản). Các REIT này đầu tư trực tiếp vào bất động sản, ít nhất là 75% số vốn hoạt động. REIT nhận được lợi tức cho thuê bất động sản và các khoản thanh toán tiền thuê bất động sản và đôi khi là nhờ bán tài sản.

Để tạo điều kiện cho REIT ra đời và hoạt động được, cần phải bắt đầu bằng việc cải cách và cải thiện thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán. Trong những điều kiện để REIT phát huy ưu thế là có luật về REIT cũng như luật bảo vệ các nhà đầu tư. Các REIT thường được sự ủng hộ của chính phủ và các ưu đãi thuế quan khuyến khích đầu tư vào REIT. Các REIT hoạt động dưới sự giám sát chặt chẽ để đảm bảo tính minh bạch trong hoạt động của REIT trên thị trường chứng khoán lẫn thị trường bất động sản. Ưu thế của các REIT là dồi dào về mặt tài chính và kinh nghiệm quản trị bất động sản chuyên nghiệp.

### ***Kết luận Chương 1:***

*Phân tích tổng thể về REIT trên đây có thể chứng tỏ được mô hình đầu tư trong lĩnh vực bất động sản này có thể là một giải pháp thích hợp cho những vấn đề được đặt ra ở phần mở đầu bởi vì REIT giúp huy động vốn từ các cá nhân và công chúng một khoảng thời gian dài. Điều đó rất cần thiết cho những dự án bất động sản thiết yếu. Mặt khác, REIT mở ra một kênh đầu tư mới, hiệu quả mà các nhà đầu tư muốn đầu tư vào thị trường bất động sản cho mục đích kinh doanh hay tiết kiệm - đều có thể tham gia đầu tư và thanh khoản dễ dàng. Hơn nữa, những lợi ích khác mang lại từ REIT cũng rất đáng được quan tâm.*

## **CHƯƠNG 2. HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN VÀ CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CHO KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN Ở THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

### **2.1 HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

#### **2.1.1 Tổng quan về thị trường bất động sản Việt Nam**

Trên thị trường bất động sản Việt Nam, có các sản phẩm chủ yếu bao gồm: Đất nền, nhà xây sẵn, căn hộ ... Các sản phẩm cho thuê bao gồm: Cao ốc văn phòng, căn hộ cao cấp, khu công nghiệp, khu chế xuất, trung tâm mua sắm... Tham gia trên thị trường bất động sản có các công ty kinh doanh nhà và xây dựng thuộc sở hữu nhà nước, các công ty kinh doanh nhà và xây dựng tư nhân, quỹ đầu tư của nước ngoài và các nhà đầu tư cá nhân.

Thị trường bất động sản Việt Nam vừa mới hình thành và phát triển mạnh mẽ trong vài năm gần đây nhưng đã trải qua 3 cơn sốt thị trường vào những năm 1995, 2000, 2002 và thị trường bị đóng băng vào 1997, 1999, 2004 và 2005. Đến năm 2006, thị trường dần hồi phục và trở lại sôi động vào năm 2007.

Tình hình những năm gần đây như sau:

Trước năm 2003, nhìn chung, sự phát triển của thị trường bất động sản khá năng động mặc dù có một vài điểm yếu và bất lợi như cơ chế luật pháp chưa hoàn thiện, thị trường chính thức non yếu và không hiệu quả, thị trường chợ đen lớn mạnh (chiếm 70%-80% tổng giao dịch bất động sản).

Từ cuối năm 2003, thị trường đã đi xuống vì một số thay đổi liên quan đến chính sách chính phủ và một số luật mới được ban hành. Trong năm 2005, số dự án cao ốc văn phòng và dự án công tăng đáng kể. Theo Bộ Xây dựng,

trong năm 2005, tổng diện tích khu dân cư ước tính khoảng 21,8 triệu m<sup>2</sup>, tăng diện tích dân cư đô thị trung bình lên 10,8 m<sup>2</sup> trên đầu người. Hiện tại, có hơn 1.500 dự án phát triển đô thị chính thức được chấp nhận với tổng diện tích khoảng 15,000 hecta với tổng mức đầu tư là 43.300 tỷ đồng Việt Nam.

Năm 2006, số giao dịch bất động sản trong 6 tháng cuối năm tăng 20% so với 6 tháng đầu năm và 25% so với cùng kỳ năm 2005. Điều này cho thấy thị trường bất động sản trong nước đang dần phục hồi sau thời gian dài trì trệ.

Với điều kiện chính trị Việt Nam ổn định, cùng với các nỗ lực của chính phủ để cải thiện môi trường kinh doanh và cơ cấu pháp luật, bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư đã ngày càng thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào Việt Nam, bao gồm cả đầu tư vào thị trường bất động sản. Các nhà đầu tư nước ngoài mà trước đây không đầu tư vào Việt Nam vì lo ngại về môi trường đầu tư thì nay sẽ cảm thấy an toàn về đầu tư ở Việt Nam khi Việt Nam chính thức trở thành thành viên của WTO. Gần đây, có nhiều doanh nghiệp từ Hàn Quốc, Mỹ, Úc, Trung Quốc, Singapore, Hồng Kông, Đài Loan... đến Việt Nam có mối quan tâm sâu sắc về thị trường bất động sản Việt Nam, đặc biệt là các dự án xây cao ốc, căn hộ cao cấp, nhà cho người thu nhập thấp ở các thành phố lớn.

Năm 2007 đi qua với những thành tựu đáng kể, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng mạnh, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng cao kỷ lục, việc Việt Nam gia nhập WTO thúc đẩy nhiều công ty thâm nhập vào thị trường, đời sống người dân phát triển và sức tiêu dùng tăng nhanh. Mảng thị trường nhà ở diễn ra sôi động và nguồn vốn đầu tư ngày một tăng. Các công ty Nhà nước đang trong tiến trình cổ phần hóa, dẫn tới tăng nhu cầu về văn phòng chất lượng cao, tạo thêm áp lực trên thị trường; cầu tăng cao chưa từng có đặt ra đòi hỏi cấp thiết về nguồn cung các dịch vụ văn phòng, khách sạn,

khu vực bán lẻ, căn hộ. Đây là thời điểm vô cùng quan trọng để đầu tư vào lĩnh vực bất động sản với kỳ vọng thị trường sẽ tiếp tục phát triển hơn nữa.

### **2.1.2 Thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh**

Thị trường bất động sản ở thành phố và thủ đô Hà Nội được xem là sôi động nhất ở Việt Nam trong các năm qua. Sự phát triển của thị trường này đã đóng góp vào sự phát triển của đô thị, cải thiện nhà cửa và sự phát triển của những ngành công nghiệp khác. Tuy nhiên, thị trường này chỉ mới ở bước phát triển đầu tiên có nhiều rủi ro tiềm năng cao bởi những sự thiếu hoàn thiện và đồng bộ của cơ cấu luật và các chính sách, định hướng chiến lược phát triển thị trường và các vấn đề đầu tư, đầu cơ đất đai... Cùng với sự phát triển của nền kinh tế xã hội, chính phủ Việt Nam và chính quyền thành phố đã nỗ lực khắc phục nhược điểm nội tại để đảm bảo thị trường bất động sản phát triển lành mạnh như một ngành quan trọng của nền kinh tế.

Thị trường bất động sản những năm gần đây luôn ở trong tình trạng cung không đáp ứng đủ cầu. Vì thế, việc có những cơn sốt hay tăng giá quá nhanh là điều không tránh khỏi. Đặc biệt trong những năm qua, thị trường chứng khoán có nhiều biến động dẫn đến biến động trong thị trường bất động sản. Các nhà đầu tư chuyển nguồn vốn đầu tư sang thị trường dễ sinh lợi nhuận và ít mạo hiểm này. Nền kinh tế tăng trưởng mạnh, việc Việt Nam gia nhập WTO, đời sống người dân phát triển, thu nhập cao, nguồn tiền nhàn rỗi trong dân lớn mạnh, nhu cầu đầu tư và đầu cơ cao. Những điều đó dẫn đến cơ hội đầu tư vào lĩnh vực này với các nhà đầu tư trong và ngoài nước để thoả mãn lượng lớn nhu cầu đang còn bỏ ngõ cũng như đóng góp vào sự tăng trưởng của thị trường bất động sản.

Trong thời gian gần đây, trong lĩnh vực bất động sản thành phố đã có các sự kiện nổi bật. Việc xếp hàng mua căn hộ tại các dự án như Vista, Sky Garden, Hoàng Anh Gia Lai... tại thành phố Hồ Chí Minh hồi giữa năm 2007 cho

thấy sự tăng cao về nhu cầu trong thị trường căn hộ và giá cả tiếp tục bị đẩy lên cao. Nghị định 84/2007/NĐ-CP ngày 25/5/2007 của Chính phủ đưa ra những nội dung bổ sung khuyến khích đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực này như là việc tăng thời gian giấy phép sử dụng đất cho các nhà đầu tư nước ngoài từ 50 năm lên 70 năm. Như vậy, những hợp đồng thuê đất dài hạn sẽ tự động được gia hạn thêm 50 đến 70 năm nữa mà không phải bỏ thêm chi phí. Ngoài ra, Việc đưa ra dự thảo và phê duyệt quyền sở hữu nhà đất của một số nhóm Việt kiều và đối tượng nước ngoài sinh sống và làm việc tại Việt Nam đã nói lỏng và đơn giản hóa quá trình thủ tục.

Sau đây là tình hình các mảng thị trường bất động sản chủ yếu ở thành phố Hồ Chí Minh:

#### **2.1.2.1. Dự án đất nền**

Trước năm 2002, kinh doanh đất và giao dịch nhà cửa đã từng sinh ra lợi nhuận khổng lồ. Do đó, có nhiều doanh nghiệp và cá nhân đổ xô mua đất và nhà của các công ty xây dựng và kinh doanh nhà để đầu cơ. Tại thời điểm đó, hầu hết các công ty bất động sản tập trung mua đất, khoanh vùng và phân lô đem bán (chuyển nhượng quyền sử dụng đất) mà không cần xây dựng cơ sở hạ tầng cho khách hàng là những người muốn tự xây dựng nhà cho chính mình hoặc là đem bán lại. Những nhà đầu tư ở phân khúc thị trường này bao gồm các doanh nghiệp nhà nước, doanh nghiệp tư nhân và cá nhân. Trong đó, có một số nhà đầu tư thậm chí còn vay tiền để đầu tư vào những dự án như vậy để đầu cơ.

Những năm 2002-2003, thị trường nhà đất thành phố hầu như chỉ rao bán một sản phẩm duy nhất: nền đất phân lô thuộc các dự án nhà ở. Gần đây, do có một số quy định về giao dịch đất như Nghị định 181/2004 nên tình trạng đầu tư như trên có giảm bớt. Năm 2007 đóng vai trò bản lề, là buổi giao thời của mua bán đất nền phân lô với căn hộ cao ốc. Giai đoạn chuyển tiếp này sẽ kéo dài thêm vài ba năm nữa trước khi đất phân lô thoái trào.

### 2.1.2.2. Căn hộ

Thị trường căn hộ cho thuê và bán đang phát triển mạnh trong những năm qua. Một lượng lớn khách hàng có nhu cầu đối với căn hộ cao cấp là những người mua với mục đích để ở chứ không phải vì đầu cơ hoặc đầu tư. Những căn hộ cho thuê ở thành phố thì vẫn còn đang thiếu, với khoảng nhu cầu căn hộ cho thuê loại A tăng nhẹ trong vài năm nay.

Gần đây, thị trường này thu được lợi nhuận từ sự phát triển nóng của thị trường chứng khoán. Nhiều nhà đầu tư có khoản lợi nhuận lớn từ thị trường chứng khoán đang tìm kiếm những căn hộ cao cấp để ở hoặc chỉ đơn giản là đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình. Nhiều công ty cũng sử dụng lợi nhuận đã kiếm được từ thị trường chứng khoán để đầu tư vào những dự án địa ốc. Đối với thị trường này, các doanh nghiệp trong nước thích đầu tư vào các căn hộ để bán hơn là cho thuê vì khả năng tài chính của các doanh nghiệp bị giới hạn nên không thể kéo dài thời gian thu hồi vốn.

- Căn hộ cho thuê:

*Bảng 1a : Thống kê thị trường căn hộ cho thuê (6/2007)*

Loại căn hộ	Số cao ốc	Số căn hộ	Công suất
Loại A	6	401	97%
Loại B	13	1.213	99%
Loại C	31	753	94%
<b>Tổng cộng/Trung bình</b>	<b>50</b>	<b>2.367</b>	<b>97%</b>

*(Nguồn: Savills Research & Consultancy)*

Thị trường căn hộ cho thuê năm 2007 bị hạn chế về nguồn cung và trong năm 2008 sẽ không có gì khác biệt, điều này gây ra sự thiếu hụt cho thị trường căn hộ chi phối thị trường mua để cho thuê (các nhà đầu tư tư nhân mua căn hộ với mục đích cho người nước ngoài thuê lại). Trong năm 2008 không có dự án căn hộ cho thuê cao cấp nào hoàn thành. Hiện có 50 cao ốc cho thuê bao gồm 2.367 căn hộ loại A đến C. Theo dự đoán, nhu cầu căn hộ



cho thuê vẫn tiếp tục tăng trong vài năm nữa. Tuy nhiên, nguồn cung đến năm 2010 không vượt quá con số 4.000 căn hộ.

- Căn hộ bán:

*Bảng 1b : Thống kê thị trường căn hộ bán (6/2007)*

<b>Loại căn hộ</b>	<b>Số cao ốc</b>	<b>Số căn hộ</b>	<b>Giá trung bình (USD/m<sup>2</sup>)</b>
Cao cấp	16	7.506	1.407
Trung bình	27	9.500	620
Thấp	11	3.529	415
<b>Tổng cộng</b>	<b>54</b>	<b>20.535</b>	-

*(Nguồn: Savills Research & Consultancy)*

Đến tháng 6 năm 2007, chỉ có vài cao ốc tiêu chuẩn quốc tế hoàn thành ngoài khu vực Phú Mỹ Hưng bao gồm The Manor (giai đoạn 1), Lancaster, Cantavil An Phú, Avalon và Indochina Park Tower. Đó chỉ là một số trong 16 dự án đã và đang thực hiện, có thể cung cấp cho thị trường 7.506 căn hộ tiêu chuẩn cao cấp.

Đến cuối năm 2007, có 21 dự án hoàn thành với 5.800 căn từ các dự án Cantavil, Garden Plaza, Hoàng Anh Gia Lai 1, Botanic, Tanda Court... Theo dự đoán của CBRE (Công ty quản lý và tư vấn bất động sản CB Richard Ellis), trong năm 2008 sẽ có 49 dự án sẽ được hoàn thành như Saigon Pearl, Panorama, Phú Mỹ, Garden Plaza 2, Hoàng Anh Gia Lai 2... Tính đến năm 2010, có thêm 14 dự án dự kiến hoàn thành (Vista, Estella, Sky Garden 3, Preche...) có thể cung cấp khoảng 30.000 căn hộ cho thành phố.

### **2.1.2.3. Cao ốc văn phòng**

Từ năm 1995, sau khi cao ốc văn phòng quốc tế đầu tiên được đầu tư bằng vốn nước ngoài bắt đầu hoạt động tại thành phố Hồ Chí Minh, thị trường cao ốc văn phòng hiện đại bắt đầu phát triển chậm trong thập niên 90, đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính của Đông Nam Á

Mặc dù thị trường bất động sản chỉ mới ở giai đoạn ban đầu, nhưng tỷ lệ cao ốc văn phòng cho thuê ở thành phố Hồ Chí Minh lại rất cao. Tình trạng này dẫn đến giá thuê tăng trong suốt nhiều năm qua.

Trong 4 năm trở lại đây, thị trường cao ốc văn phòng đã phát triển mạnh mẽ. Trong 5 năm qua, diện tích đất cho thuê văn phòng trung bình khoảng 30.000 m<sup>2</sup>/năm, cao nhất là vào năm 2003 và 2004. Công suất trung bình cho thuê cao ốc văn phòng đạt 99% và riêng đối với cao ốc loại A đạt 100%. Đến năm 2006, có 67 cao ốc cho thuê, có công suất cho thuê trung bình đạt 99%, và đạt 100% với cao ốc loại A, và 99% đối với loại B. Hiện tại, có khoảng 442.833 m<sup>2</sup> văn phòng với nhiều chất lượng khác nhau.

*Bảng 2 : Thống kê thị trường cao ốc văn phòng (6/2007)*

Loại cao ốc	Số cao ốc	Diện tích sàn (m <sup>2</sup> )	Công suất
Loại A	5	74.307	100%
Loại B	15	133.314	100%
Loại C	53	135.282	98,4%
Ngoại thành	11	99.930	97,4%
<b>Tổng cộng/Trung bình</b>	<b>84</b>	<b>442.833</b>	<b>98,9%</b>

*(Nguồn: Savills Research & Consultancy)*

Tính đến hết năm 2007, có 31 cao ốc đã hoàn thành, cung cấp thêm cho thị trường 165.381 m<sup>2</sup> diện tích sàn cho thuê. Năm 2008, sẽ có thêm 261.949 m<sup>2</sup> (Gemadep, VPBank, Paragon, Happiness Square). Các cao ốc văn phòng ngày càng có những yêu cầu mới về hệ thống giao thông, nguồn lao động, bãi đậu xe, khu ẩm thực... và đang có xu hướng chuyển từ khu trung tâm về các quận Tân Bình, Quận 7, khu vực Thủ Thiêm. Tính từ nay đến 2010, sẽ có thêm 916.000 m<sup>2</sup> mặt bằng mới cung cấp cho thành phố.

Việc mở rộng này đã giải quyết được khó khăn về việc tìm kiếm những văn phòng có giá thuê thấp và diện tích lớn. Mặc dù hàng trăm dự án văn phòng

quy mô nhỏ vẫn đang được thi công, các công ty nước ngoài và trong nước có thể vẫn lựa chọn các mặt bằng nhỏ trong các tòa nhà văn phòng như vậy để giải quyết một phần nhu cầu thuê diện tích ngay trước mắt nhưng trong tương lai sắp tới lượng cung này vẫn không thể đáp ứng được lượng lớn nhu cầu hiện nay. Bởi nhiều dự án lớn đang được triển khai, loại trừ việc chậm trễ trong công tác thi công, nhu cầu về văn phòng sẽ được đáp ứng nhưng không phải là trong năm 2008.

Tóm lại, phân khúc thị trường này đang ngày càng hấp dẫn với nhiều dự án mới vì nhu cầu gia tăng không ngừng, giá cho thuê và công suất cho thuê cao. Kể từ vài năm trở lại đây, ngoài sự tham gia của những doanh nghiệp nước ngoài, nhiều nhà đầu tư trong nước đã tham gia phân khúc thị trường này nhưng với chất lượng thấp hơn.

#### **2.1.2.4. Khách sạn**

Nhờ vào sự phát triển của ngành du lịch, sự hấp dẫn đầu tư và cơ hội kinh doanh mở rộng, điều kiện tự nhiên và nền chính trị an toàn vững bền..., nhu cầu xây khách sạn có thể tăng đáng kể từ nay cho tới năm 2020. Ngoài ra, công suất phòng có thể tăng lên khi chi phí máy bay thấp hơn và triển vọng du lịch gia tăng.

Trong năm 2006, khả năng cung cấp phòng đối với khách sạn 5 sao là 84,28%, là 90% đối với khách sạn 4 sao, và 80% cho khách sạn 3 sao.

Ở thời điểm hiện nay, khả năng cung cấp phòng còn thấp. Nguồn cung cấp phòng khách sạn sẽ thiếu trong vòng 3 năm nữa, đặc biệt là phòng khách sạn thuộc hạng sang. Điều này dẫn tới giá phòng tăng trong vài năm tới. Trước mắt, từ đây đến 2010, theo Sở Du lịch thì thành phố cần 12.000 phòng các loại, trong đó có 7.000 phòng từ 3-5 sao để phục vụ cho 7,3 triệu du khách, trong đó có 2,8 triệu khách nước ngoài. Xa hơn nữa, CBRE dự đoán thành phố Hồ Chí Minh sẽ cần khoảng 11.100 phòng khách sạn 3-5 sao và 20.000 phòng khách sạn 1-2 sao cho tới năm 2020.

Bảng 3: Thống kê thị trường khách sạn 3-5 sao (6/2007)

Loại khách sạn	Số khách sạn	Số phòng	Công suất
5 sao	11	3.594	72,8%
4 sao	8	1.351	78,0%
3 sao	22	1.890	86,7%
<b>Tổng cộng/Trung bình</b>	<b>41</b>	<b>6.835</b>	<b>77,7%</b>

(Nguồn: Savills Research & Consultancy )

Thị trường khách sạn hấp dẫn các nhà đầu tư và các tập đoàn khách sạn quốc tế. Thành phố Hồ Chí Minh đã có 11 khách sạn năm sao và dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực khách sạn, và đang tiến hành các dự án cải tạo và dự án mới nhưng chưa dự án nào được hoàn thành trong năm 2008. Một vài khách sạn năm sao nổi bật sẽ được khánh thành vào năm 2009 gồm có Intercontinental trong Asiana Plaza, Times Square và Saigon Happiness Square. Việt Nam đang thu hút các nhà điều hành khách sạn quốc tế tham gia vào thị trường Việt Nam. Một trong các chiến lược đang được thực hiện là mua lại và đổi tên, phát triển và bắt tay với các nhà đầu tư trong nước như Movenpick mua lại Omni và ParkRoyal mua lại Novotel ở Sài Gòn.

Tình trạng này đã mở ra một vài cơ hội tốt cho các nhà đầu tư có nguyện vọng đầu tư vào công nghiệp khách sạn và còn thu hút những định chế trung gian tài chính tham gia vào tài trợ cho các kế hoạch trên.

#### 2.1.2.5. Các trung tâm mua sắm

Thị trường của những trung tâm mua sắm cao cấp và đa chức năng đã phát triển mạnh mẽ vì chất lượng đời sống cao hơn và sự thay đổi trong thói quen mua sắm của cư dân thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài ra, sự phát triển của ngành du lịch đã góp phần cho nhu cầu gia tăng mua sắm. Các vùng đô thị mới phát triển cũng đòi hỏi những tiện nghi mua sắm để tạo điều kiện thuận lợi cho cuộc sống.

Tính đến nay, có hơn 20 trung tâm bán lẻ và khu thương mại với tổng diện tích trên 145.000 m<sup>2</sup>. Các trung tâm bán lẻ và khu thương mại chính bao gồm:

*Bảng 4 : Thống kê 8 trung tâm bán lẻ và khu thương mại cao cấp (6/2007)*

<b>Loại cao ốc</b>	<b>Vị trí</b>	<b>Diện tích sàn (m<sup>2</sup>)</b>
Thuận Kiều Plaza	Quận 5	18.000
An Đông Plaza	Quận 5	18.000
CMC Plaza	Quận Tân Bình	18.000
Parkson Saigontourist Plaza	Quận 1	16.000
Parkson Hùng Vương Plaza	Quận 5	24.000
Diamond Plaza	Quận 1	8.000
Tax Plaza	Quận 1	7.000
Zen Plaza	Quận 1	5.760
<b>Tổng cộng</b>	<b>-</b>	<b>114.760</b>

*(Nguồn: Savills Research & Consultancy)*

Trung tâm mua sắm cao cấp và đa chức năng mới vừa hoạt động ở Việt nam nhiều năm nay. Hầu hết các trung tâm này được đầu tư bởi các doanh nghiệp liên doanh có vốn nước ngoài dựa trên lợi thế của cả hai bên đối tác: như tài trợ và sự quản lý của người nước ngoài; quyền sử dụng đất và thi công của đối tác Việt Nam.

Công nghiệp kinh doanh bán lẻ ở thành phố đang ngày càng lớn mạnh khi Việt Nam là thành viên WTO. Do đó, thị trường bán lẻ cũng đang có nhu cầu tăng mạnh. Thị trường bán lẻ tại Việt Nam hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư nước ngoài với lợi thế dân số trẻ và nguồn tiền nhàn rỗi ngày càng tăng. Trong khi những nhà bán lẻ nổi tiếng như Central từ Thái Lan, Carrefour từ Pháp, Takashimaya từ Nhật, và Wal-Mart từ Mỹ đang trong giai đoạn nghiên cứu thị trường thì Lotte từ Hàn Quốc và Parkson từ Malaysia đã tiến hành hoạt động với rất nhiều dự án trên khắp Việt Nam, tập trung tại Hà Nội,

thành phố Hồ Chí Minh và Hải Phòng.

Nguồn cung mới đang trong giai đoạn xây dựng với hơn 140.000m<sup>2</sup> diện tích cho thuê từ năm 2008-2010. Trong đó, năm 2008 sẽ có 45.000m<sup>2</sup> từ dự án mới là Saigon Happiness Square ở Quận 1 cùng với các cửa hàng bán lẻ khác ở Quận Tân Bình (C.T.Plaza), Quận 11 (Saigon Palace), và Quận 7 (Saigon Paragon). Năm 2009, theo cam kết với WTO, Việt Nam cho phép các hãng bán lẻ được sở hữu 100% vốn nước ngoài, điều này sẽ càng tạo nên áp lực lớn trên thị trường vốn dĩ đã khan hiếm diện tích. Đây cũng là thách thức đối với các nhà kinh doanh bất động sản trong nước khi thị trường này đang là ưu thế của các nhà đầu tư nước ngoài.

#### **2.1.2.6. Khu công nghiệp, khu chế xuất**

Thị trường này ở thành phố đã du nhập vào từ đầu những năm 90 nhưng phát triển rất chậm vì thiếu vốn đầu tư. Hiện nay, có 3 khu chế xuất và 12 khu công nghiệp với hơn 2.354 hecta để cho thuê. Tổng vốn đầu tư vào những khu này khoảng 25.700 tỷ đồng Việt Nam (tương đương 1,6 tỷ USD). Hầu hết các khu công nghiệp và khu chế xuất đều đã cho thuê từ 60% đến 100%.

Vào thời điểm này, hầu hết các nhà đầu tư ở khu công nghiệp là những doanh nghiệp trong nước, trong đó hầu hết là các doanh nghiệp nhà nước. Cũng có vài nhà đầu tư nước ngoài nhưng chỉ tập trung vào đầu tư ở các khu chế xuất.

Theo kế hoạch phát triển tới năm 2020, thành phố Hồ Chí Minh sẽ phát triển 23 khu chế xuất và khu công nghiệp có tổng diện tích 6.500 hecta để thỏa mãn nhu cầu phát triển kinh tế xã hội, yêu cầu cải tạo đất của thành phố, và nhu cầu di dời rời khỏi khu vực trong nội thành, tập trung vào khu công nghiệp để giải quyết nạn ô nhiễm và bảo vệ môi trường. Chính quyền thành phố cũng lên kế hoạch đầu tư vào sự phát triển của khu công nghiệp như Khu công nghiệp ngành cơ khí ô tô, khu công nghiệp ngành dệt may, khu công

nghệ kỹ thuật cao, ... có rất nhiều ưu đãi. Ngoài ra, vì Việt Nam là thành viên của WTO nên sự phát triển của phân khúc thị trường này sẽ ngày càng thịnh vượng.

#### **2.1.2.7. Dịch vụ quản lý bất động sản**

Những năm qua, việc quản lý bất động sản của những dự án lớn ở Việt Nam được thực hiện chủ yếu bởi các công ty nước ngoài. Dẫn đầu là Chesterton Petty (nay là Savills Việt Nam từ tháng 05/2007). Đây là công ty bắt đầu hoạt động ở Việt Nam trong những năm cuối của thập niên 90 - thời điểm mà những dự án cao ốc văn phòng được đầu tư tại thành phố Hồ Chí Minh như Diamond Plaza, Saigon Riverside... Ngoài ra đồng hành cùng Chescherton, còn có công ty TAAP (từ Singapore) với dự án 33 tầng Saigon Center. Tiếp theo là công ty Dining & Associate and CB Richard Ellis chuyên cung cấp dịch vụ quản lý cho những tài sản lớn có chất lượng cao. Hiện nay, xét về thị phần, công ty CB Richard Ellis Việt Nam (CBRE Việt Nam) vẫn nằm trong tốp đầu. Công ty này hầu như dành hết các hợp đồng quản lý và tư vấn các dự án bất động sản đất giá tại Thành phố Hồ Chí Minh như tiếp thị độc quyền Capital Place, Lý Tự Trọng Court, Hai Bà Trưng Court, Avalon... Đứng sau CBRE là Savills và D&A. Tuy nhiên, thứ bậc này sắp tới sẽ có sự thay đổi lớn khi ngày càng có nhiều công ty tiếp thị và quản lý bất động sản trong và ngoài nước tham gia vào thị trường Việt Nam.

Gần đây, nhiều công ty trong nước đã thành lập chuyên cung cấp dịch vụ quản lý tài sản như Sacomreal, Đất Xanh, Tân Điền... Trên thực tế, các công ty trong nước ít tham gia vào thị trường quản lý các tài sản cao cấp như (cao ốc văn phòng loại A, khách sạn hạng sang, khu vui chơi sang trọng). Thông thường lúc đầu, các Công ty thương hiệu ngoại sẽ đứng ra nhận các dự án lớn, sau đó sẽ chia lại cho các công ty Việt Nam trực tiếp thực hiện. Trong tương lai, sự phát triển của thị trường bất động sản sẽ mở ra nhiều cơ hội cho doanh nghiệp Việt Nam trong dịch vụ này phát triển một cách độc lập.

## **2.2 CÁC NGUỒN TÀI TRỢ CHO KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN**

### **2.2.1 Tổng quan về các hình thức tài trợ cho kinh doanh bất động sản**

Ngoài vốn tự có, các doanh nghiệp thường huy động vốn kinh doanh bất động sản từ các chủ thể khác nhau trên thị trường bất động sản, chủ yếu như sau:

#### **2.2.1.1 Vay ngân hàng**

Theo báo cáo của của ngân hàng nhà nước chi nhánh thành phố Hồ Chí Minh thì có trên 67 ngân hàng thực hiện cung cấp cho vay đầu tư vào các dự án bất động sản. Những ngân hàng dẫn đầu trong dịch vụ này là Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng Công thương, Ngân hàng Á Châu, Ngân hàng Phát triển nhà, Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín... Hầu hết các ngân hàng này đều cung cấp các khoản vay ngắn và trung hạn (từ 2 – 5 năm) với lãi suất khoảng 10% - 12%/năm. Rất ít dự án có thể nhận được khoản vay dài hạn lên tới 8-10 năm. Bên vay thường phải thế chấp các quyền sử dụng đất, tài sản ... hoặc thậm chí cả những tài sản hình thành từ vốn vay.

Tuy nhiên, cho vay thời hạn càng dài thì rủi ro tiềm ẩn sẽ càng cao. Về khách quan, sẽ có rủi ro về kinh tế, về chính sách, về lãi suất và cả về sức khỏe của người đi vay,... Còn về chủ quan, là rủi ro trong việc huy động vốn ngắn hạn nhưng lại cho vay dài hạn. Hiện nay, tại đa số các ngân hàng thương mại cổ phần của Việt Nam, có hơn 80% là huy động với kỳ hạn từ 12 tháng trở xuống.

Theo chi nhánh Ngân hàng nhà nước Việt Nam tại thành phố Hồ Chí Minh, đến năm 2006, dư nợ vay kinh doanh bất động sản là 31.233 tỷ đồng, chiếm 13,8% tổng dư nợ toàn thành phố. Số dư nợ cho vay bất động sản năm 2007 tăng 40,5% so với năm 2006 nhưng vẫn không đáp ứng hết nhu cầu. Riêng trong năm 2007, cho vay bất động sản chiếm 10,8% tổng dư nợ.



Bảng 5 : Tình hình dư nợ cho vay bất động sản so với tổng dư nợ tín dụng toàn Thành

Đơn vị tính: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2005	2006	2007
Tổng dư nợ tín dụng	175.727	226.336	406.353
Dư nợ tín dụng cho vay BĐS	28.654	31.233	43.886
Tỷ lệ tăng trưởng trong cho vay BĐS	15,51%	9.00%	40,51%
Tỷ trọng dư nợ BĐS trong tổng dư nợ	16,31%	13,8%	10,8%
Dư nợ tín dụng trung hạn	71,169	87,818	162,948
Tỷ trọng dư nợ BĐS trong tổng dư nợ cho vay trung dài hạn	40,3%	35,6%	26,9%

Hiện nay, cơ cấu cho vay bất động sản bao gồm: vay sửa chữa, mua nhà chiếm hơn 27%; kể đến là cho vay bất động sản khác 25%; cho vay xây dựng khu đô thị, khu công nghiệp gần 20%; cho vay xây nhà ở để bán hơn 18%; cho vay xây dựng văn phòng cho thuê hơn 10%.

Theo quy định về việc bảo đảm an toàn trong tín dụng của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thì tổng số dư nợ vay trung và dài hạn của một ngân hàng chỉ chiếm tối đa 30% tổng số dư nợ của Ngân hàng. Để cho vay một dự án lớn, các ngân hàng Việt Nam thường dàn xếp những khoản cho vay có sự tham gia đồng tài trợ với các ngân hàng khác để cùng các ngân hàng này có thể quản lý rủi ro, tái cấu trúc các khoản nợ... và đồng thời cũng khắc phục tình trạng các khoản vay như trên sẽ làm vượt quá hạn mức tín dụng quy định cho các khoản vay trung và dài hạn.

Tóm lại, hầu hết các ngân hàng đều định giá các khoản vay dựa trên lãi suất thả nổi mà hàng năm hoặc mỗi sáu tháng sẽ được điều chỉnh đối với dịch vụ cho vay. Năm 2006 và 2007, lãi suất trung và dài hạn tại các ngân hàng hầu hết xoay quanh mức 11,6 % - 12,5% / năm. Tại thời điểm tháng 3 năm 2007, các khoản vay đầu tư trung dài hạn tăng cao 18% - 20%/năm do lãi suất huy động tiền gửi tăng lên tới 12%/năm. Sự gia tăng đột biến này có liên quan

đến việc Ngân hàng nhà nước yêu cầu các ngân hàng mua 20.300 tỷ đồng tín phiếu nhằm thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ, kiềm chế lạm phát vào những tháng đầu năm 2008. Điều đó, sẽ dẫn tới khó khăn đối với nguồn tài trợ vốn đầu tư bất động sản chủ lực này mà chúng tôi sẽ phân tích tiếp ở phần 2.2.3

### **2.2.1.2 Phát hành trái phiếu**

Hiện nay, một hình thức huy động vốn đang được các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản chú ý, đó là phát hành trái phiếu. Nếu so sánh với các giải pháp tài chính khác thì phương thức huy động vốn này có nhiều ưu thế. Đây là cách huy động được vốn dài hạn từ nhiều đối tượng khác nhau như quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm, các tập đoàn tài chính, từ chính các khách hàng và các nhà đầu tư bất động sản. Trái phiếu phát hành có lãi suất linh hoạt, thậm chí thấp hơn lãi suất của các ngân hàng thương mại cho vay do bớt đi phần chi phí trung gian. Doanh nghiệp sẽ không bị động trong việc trả lãi và gốc. Đặc biệt đối với vấn đề trả lãi, doanh nghiệp có thể áp dụng nhiều cách trả lãi khác nhau sao cho phù hợp với đặc điểm dòng tiền của dự án thông qua việc lựa chọn phát hành các loại trái phiếu khác nhau. Ví dụ, doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu trả lãi một lần khi đáo hạn hoặc phát hành trái phiếu chiết khấu để trả lãi ngay khi phát hành bằng cách bán với giá thấp hơn mệnh giá... Doanh nghiệp sẽ chủ động hơn trong việc quản trị tài chính bằng cách thực hiện việc mua đi bán lại trái phiếu của chính mình trên thị trường thứ cấp.

Vừa qua, việc phát hành thành công 1.000 tỉ đồng trái phiếu doanh nghiệp của Công ty cổ phần Vincom để huy động vốn đầu tư cho cụm dự án bất động sản cao cấp tại trung tâm Quận 1 vào tháng 10/2007 đã cho thấy huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu là một giải pháp hữu ích đối với doanh nghiệp bất động sản, nhất là trong thời điểm các Ngân hàng kiểm soát chặt chẽ việc cho vay bất động sản. Vào đầu năm 2008, Công ty cổ phần Đầu

tư Masan đã phát hành 720 tỉ đồng trái phiếu để thực hiện dự án 289 Trần Hưng Đạo và một số dự án khác. Công ty cổ phần địa ốc Sài Gòn Thương Tín (Sacomreal) cũng vừa phát hành 100 tỉ đồng trái phiếu công ty kèm theo quyền mua sản phẩm căn hộ chung cư cao cấp Phú Lợi, quận 8. Mỗi trái phiếu Sacomreal phát hành có mệnh giá 500 triệu đồng, lãi suất 4,4% trong vòng sáu tháng. Khách hàng mua một trái phiếu được quyền ưu tiên mua một căn hộ và được giảm 5% trên giá bán tại thời điểm công bố. Với hình thức phát hành trái phiếu, khách hàng không phải chịu nhiều ràng buộc, có thể tự do chuyển nhượng trên thị trường. Khi đến thời điểm đáo hạn mà người sở hữu trái phiếu không muốn mua căn hộ, nền nhà của doanh nghiệp thì sẽ được hoàn trả vốn và lãi như đã thỏa thuận trong hợp đồng.

Trong thời gian tới, hình thức này sẽ còn tiếp tục được các doanh nghiệp sử dụng khi nguồn cung tiền từ ngân hàng bị hạn chế. Tuy nhiên, nếu việc phát hành trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản thực hiện theo một trong các phương thức sau (theo điều 6.12 Luật Chứng khoán) thì doanh nghiệp phải thực hiện theo Luật chứng khoán (tức là phải được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp phép phát hành chứng khoán):

- ✚ Thông qua phương tiện thông tin đại chúng, kể cả Internet;
- ✚ Chào bán chứng khoán cho từ một trăm nhà đầu tư trở lên, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp;
- ✚ Chào bán cho một số lượng nhà đầu tư không xác định.

### **2.2.1.3 Tài trợ từ các Quỹ Đầu tư**

Khái niệm và mô hình của các quỹ đầu tư địa phương được du nhập và phát triển ở Việt Nam trong vài năm gần đây. Có vài hình thức quỹ đầu tư địa phương được thành lập trên thị trường trong nước nhưng vẫn chưa có quỹ nào chuyên về thị trường bất động sản.

Quỹ Đầu tư Phát triển Đô thị thành phố Hồ Chí Minh (HIFU) là quỹ đầu tư

nhà nước đầu tiên được thành lập vào năm 1997 như một thí điểm để hỗ trợ tài chính cho các dự án phát triển kinh tế và xã hội của thành phố Hồ Chí Minh. Với vốn điều lệ hiện tại là 1.700 tỷ đồng (100 triệu USD), HIFU còn cung cấp các khoản vay trung và dài hạn từ 5-10 năm cho các dự án bất động sản thuộc chương trình phát triển của chính quyền thành phố Hồ Chí Minh. Tuy nhiên, hoạt động này của HIFU vẫn còn hạn chế và chưa được xem là hoạt động đầu tư dài hạn chủ yếu.

Các Quỹ phát triển nhà ở như Quỹ Phát triển Nhà Thành phố Hồ Chí Minh (HOF), một quỹ đầu tư thuộc sở hữu nhà nước và phi lợi nhuận có vốn điều lệ là 1.000 tỷ VND (60 triệu USD), được thành lập vào năm 2004 để cung cấp các nguồn tài chính cho các dự án phát triển nhà cho những người thu nhập thấp của thành phố. Quỹ này vừa mới chính thức đi vào hoạt động trong năm năm 2005 với các hoạt động liên quan đến cho đối tượng vay mua nhà là cá nhân.

Khi thị trường chứng khoán Việt Nam được thành lập vào năm 2000, đã có một vài quỹ đầu tư được thành lập như VF1, VF2, PruBF1, VOF,.. theo luật chứng khoán của Việt Nam. Do đó, hoạt động kinh doanh của các quỹ này tập trung vào đầu tư trực tiếp như giao dịch chứng khoán dài hạn. Các quỹ này không tập trung vào thị trường bất động sản bởi vì thị trường này có độ rủi ro cao và thời gian hoạt động của quỹ này khá ngắn (khoảng 5 – 7 năm).

Gần đây, có một số quỹ đầu tư nước ngoài tăng cường đầu tư vào thị trường bất động sản Việt Nam. Indochina Capital lập Quỹ Indochina Land Holdings 1 (42 triệu USD) vào năm 2005, Quỹ Indochina Land Holdings 2 (265 triệu USD) năm 2006. Riêng Quỹ Vina Land (205 triệu USD) do VinaCapital thành lập vào tháng 03/2006 đã đầu tư vào một số dự án lớn ở Việt Nam và đã tăng vốn lên 595 triệu USD. Mới đây Công ty đầu tư bất động sản hàng đầu của Singapore - Pacific Star đã hợp tác với Công ty Alony Hetz của Israel để thành lập quỹ đầu tư bất động sản tại Việt Nam với số quỹ dự kiến

khoảng 200 triệu USD.

Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, đề tài nghiên cứu này không tập trung vào phân tích những nguồn tài trợ nước ngoài.

#### **2.2.1.4 Hợp tác kinh doanh**

- *Hợp đồng hợp tác kinh doanh giữa các pháp nhân:*

Loại hình công ty này được hình thành từ một vài công ty xây dựng và kinh doanh nhà với mục đích để thực hiện những dự án lớn có yêu cầu đầu tư vượt khả năng tài chính của từng công ty. Những doanh nghiệp như thế sẽ hợp tác với nhau thông qua hợp đồng liên kết với các điều khoản và lợi ích tương ứng cho từng bên. Thật sự, các đối tác chỉ đóng góp vào những dự án này bằng thế mạnh tự có hơn là vấn đề tiền bạc

Hình thức này không tạo ra thực thể luật pháp độc lập mới để thực hiện dự án. Do đó, hình thức này có thể gặp phải một số khó khăn liên quan đến vấn đề pháp luật, thuế, vay mượn, quản lý dự án..., đặc biệt là đối với dự án dài hạn

- *Hợp đồng hợp tác kinh doanh giữa pháp nhân – thể nhân:*

Các cá nhân cùng với một số tổ chức đầu tư bất động sản chuyên nghiệp thông qua hợp đồng hợp tác để sử dụng tiền nhàn rỗi của các cá nhân cho một số dự án. Đổi lại, những cá nhân trên có thể hưởng lợi từ việc nhận được quyền sở hữu của một số đất và nhà dự án tương ứng với đóng góp.

Thực tế, loại hình này chỉ nên sử dụng với các dự án bất động sản mà lợi nhuận thu được là từ việc giao dịch đất đai và nhà cửa. Mặt khác, những đóng góp của các cá nhân đó gần như chỉ là một khoản trả trước của khách hàng.

Vì thiếu sự bảo vệ của luật pháp và chưa có hướng dẫn cụ thể từ các cơ quan chức năng, hình thức này có thể gây ra một số tranh chấp và tổn thất cho nhà đầu tư cũng như có tác động không tốt đến môi trường kinh doanh.

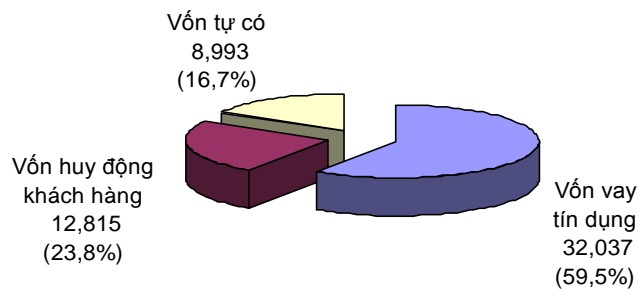
### 2.2.2 Các nguồn vốn chủ yếu trên thị trường bất động sản sơ cấp

Hiện nay, có 3 nguồn chủ yếu đầu tư vào thị trường bất động sản sơ cấp, bao gồm: nguồn vốn tự có của doanh nghiệp, vốn huy động của khách hàng và vốn vay. Trong đó, vốn vay chủ yếu là từ các tổ chức tín dụng. Ngoài ra, còn có nguồn vốn đầu tư nước ngoài như trình bày ở mục 2.2.1.3. Tuy nhiên, nguồn vốn này chỉ có trong các dự án đầu tư nước ngoài hoặc hợp tác, liên doanh với nước ngoài. Khi đó, cơ cấu vốn tự có sẽ là nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Ở đây, chúng ta sẽ khảo sát 3 nguồn tài trợ trong nước để thấy sự thuận lợi và khó khăn của từng nguồn, từ đó có giải pháp huy động vốn thích hợp. Vì vậy, nguồn vốn đầu tư nước ngoài không nằm trong cơ cấu vốn mà chúng tôi trình bày ở đây.

Theo số liệu của Sở Kế hoạch đầu tư thì đến cuối năm 2007, các nguồn vốn đầu tư vào các bất động sản như sau:

Hình 5a: Biểu đồ cơ cấu nguồn vốn đầu tư

Đơn vị tính : tỷ đồng



Hiện tại, nguồn vốn vay từ ngân hàng vẫn là nguồn vốn chủ lực của các doanh nghiệp bất động sản. Thông thường, thời gian thực hiện một dự án phải mất từ 5-6 năm. Vì vậy, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ rất chật vật vì vốn. Nếu doanh nghiệp có dự án lớn nhưng nguồn vốn không ổn định sẽ có

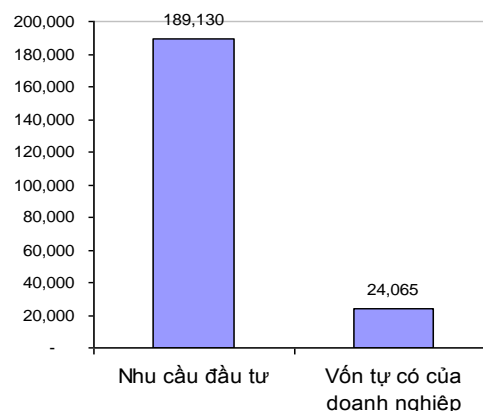
nguy cơ bỏ công trình dở dang. Nhiều doanh nghiệp phát hành cổ phiếu huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên chỉ một số ít doanh nghiệp có hệ thống tài chính minh bạch và bộ máy quản trị chuyên nghiệp mới biết cách và đủ sức để thu hút các cổ đông.

Ngoài nguồn vốn từ việc phát hành cổ phiếu, các công ty trong nước bao gồm các công ty xây dựng và kinh doanh nhà sử dụng nguồn tài trợ chính để đầu tư vào các dự án bất động sản lớn là các khoản vay từ các ngân hàng thương mại. Kế đến là các khoản huy động của khách hàng. Nguồn của khách hàng có thể là nguồn tự có hoặc cũng có thể là từ nguồn vay ngân hàng nhất là đối với các khách hàng tham gia chương trình mua nhà trả góp. Gần đây, các ngân hàng liên kết với các chủ đầu tư dự án bất động sản để cho vay mua nhà đối với các khách hàng có thu nhập khá hoặc trung bình. Như vậy, vốn huy động từ khách hàng cũng có nguồn gốc từ vay ngân hàng.

Theo ước tính các chuyên gia dựa trên dự báo của CBRE về nhu cầu các sản phẩm chính yếu thì nhu cầu vốn đầu tư cho lĩnh vực bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh từ năm 2008 đến năm 2010 là 189.130 tỷ đồng, nhưng khả năng đáp ứng vốn của các doanh nghiệp đối với nhu cầu đầu tư thì rất thấp (12,72%) theo biểu đồ sau:

Hình 5b: Biểu đồ nhu cầu vốn đầu tư (2008-2010)

Đơn vị tính : tỷ đồng



Hiện nay, nhu cầu vốn đầu tư vào bất động sản thương mại trong thực tế còn rất lớn nhưng chưa được đáp ứng đầy đủ. Sự hạn chế về vốn là một trong những yếu điểm lớn nhất của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và của các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh nói riêng.

Nhìn chung, các doanh nghiệp bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh chưa có thực lực về tài chính vì tỷ trọng vốn tự có quá nhỏ so với nhu cầu đầu tư. Nhiều dự án có tỷ lệ cho vay lên tới 70 - 80% tổng vốn đầu tư, với thời hạn 10 - 15 năm. Điều đó làm ảnh hưởng tới tiến độ đầu tư và khả năng thanh toán. Thậm chí, các doanh nghiệp Việt Nam cũng mất nhiều cơ hội để thâm nhập vào phân khúc thị trường bất động sản cao cấp do yếu vốn. Nhu cầu đầu tư thì còn rất nhiều mà vốn đang là thế mạnh các doanh nghiệp và các quỹ đầu tư bất động sản nước ngoài. Điều đó làm nảy sinh một vấn đề là làm sao để các doanh nghiệp trong nước có được nguồn vốn khả dụng dài hạn dồi dào và không hạn chế?

### **2.2.3 Những khó khăn trong tài trợ cho các dự án bất động sản**

#### **2.2.3.1 Giới hạn về khoản vay dài hạn của ngân hàng**

Theo thống kê ở trên, số vốn đầu tư vào bất động sản hiện nay có tới hơn 60% là vốn vay ngân hàng. Hầu hết dòng tiền vào của ngân hàng là các khoản ngắn hạn. Theo chi nhánh Ngân hàng nhà nước tại thành phố Hồ Chí Minh, có khoảng 20% trên tổng số tiền gửi huy động có kỳ hạn trên 12 tháng. Do đó, những ngân hàng cung cấp khoản vay trung và dài hạn phải đối mặt với rủi ro tín dụng tiềm ẩn cao và rủi ro lãi suất bởi tình trạng mất cân bằng giữa kỳ hạn tiền gửi và thời hạn cho vay.

Tại thành phố Hồ Chí Minh, chỉ có 7/17 ngân hàng cổ phần có tỷ lệ dư nợ tín dụng so với tổng huy động vốn dưới 100%, còn lại đều trên 100%. Trong đó, có 6 ngân hàng có tỷ lệ dư nợ tín dụng so với huy động vốn 130 -



267%. Điều này có nghĩa là nguồn vốn huy động từ các tổ chức kinh tế và người dân đều được ngân hàng triệt để sử dụng. Số vốn còn lại (tỷ lệ dư nợ tín dụng so với huy động vượt 100%) được các ngân hàng sử dụng vốn trên thị trường liên ngân hàng để cho vay.

Các khoản vay ngân hàng thường tiến hành bằng việc thế chấp để bảo đảm nợ vay. Tuy nhiên, các thủ tục luật pháp và việc đăng ký thế chấp, định giá và bán tài sản hiện nay khá phức tạp và chưa bám sát tình hình thực tế. Tình trạng này có thể làm hạn chế khả năng thực tế trong việc cung cấp hoặc vay mượn nợ ngân hàng

Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu lại đang có xu hướng tăng lên theo dư nợ cho vay đầu tư bất động sản của các ngân hàng. Tỷ lệ nợ xấu trong cho vay bất động sản vào cuối năm 2007 là 4,8%. Trước tình trạng trên, sau một thời gian “mở cửa” cho vay bất động sản thì hiện nay, các ngân hàng đã trở nên thận trọng hơn, từ chối nhiều dự án đầu tư kinh doanh bất động sản. Vì vậy, tỷ trọng cho vay đầu tư bất động sản trong tổng dư nợ tín dụng trung dài hạn của hệ thống ngân hàng đã giảm từ 40,3% năm 2005, xuống còn 35,6% năm 2006 và năm 2007 là 26,9%.

Vào giữa tháng 2 năm 2008, các ngân hàng đua nhau nâng lãi suất huy động lên tới 12%/năm, có ngân hàng huy động tới 14%/năm nhằm thu hút lượng tiền gửi tiết kiệm. Chính vì vậy, lãi suất cho vay cũng sẽ tăng. Đồng thời, Ngân hàng nhà nước cũng yêu cầu các Ngân hàng kiểm soát chặt chẽ việc cho vay bất động sản. Điều đó sẽ dẫn tới việc làm hạn chế nguồn cung tiền cho các nhà đầu tư bất động sản.

Ngoài ra, Luật Đất đai chưa quy định việc xử lý giá trị quyền sử dụng đất thế chấp để thu hồi nợ, chưa có các quy định về căn cứ để xác định giao dịch bất động sản (hợp pháp) để cho vay cũng như những quy định về việc xác định giá trị tài sản là quyền sử dụng đất của các doanh nghiệp Nhà nước được giao đất trước đây nay chuyển sang thuê... đã khiến nhiều doanh

nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn từ các ngân hàng.

### **2.2.3.2 Hoạt động mua bán tài sản nợ và chứng khoán hóa nợ vay trên thị trường tài chính thứ cấp chưa phát triển mạnh**

Các ngân hàng thương mại gặp khó khăn khi mở rộng thời hạn vay trong khi hầu hết các khoản tiền gửi đều là ngắn hạn. Trên thế giới, một số ngân hàng có thể đưa ra những khoản vay có thời gian từ 20 tới 30 năm bởi vì ngân hàng có thể bán những khoản nợ như thế cho một số tổ chức đặc biệt như quỹ bảo hiểm, quỹ phúc lợi ... khi cần thu hồi vốn.

Một tổ chức thứ cấp như vậy hoạt động ở cấp độ quốc gia đã hình thành ở Việt Nam, đó là Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng (DATC) thuộc Bộ Tài Chính đã được thành lập theo Quyết định số 109/2003/QĐ-TTg ngày 5/6/2003 của Chính phủ và chính thức hoạt động từ ngày 1/1/2004. Công ty này cũng đã thực hiện mua nợ tồn đọng của một số đơn vị như Ngân hàng Công thương Việt Nam, Ngân hàng thương mại cổ phần Eximbank, Ngân hàng Việt Hoa... Thông qua hoạt động mua bán nợ, Công ty đã giúp các ngân hàng này giải phóng được lượng vốn chết từ nhiều năm nay trở lại thành vốn hoạt động, làm trong sạch tình hình tài chính. DATC cũng được phát hành trái phiếu mua nợ để mua các khoản nợ lớn có tài sản đảm bảo. Tuy nhiên, chức năng mua bán nợ của công ty chỉ mới dừng lại ở mức độ mua bán các khoản nợ tồn đọng chứ chưa xem xét đến các khoản nợ vay dài hạn đang còn hiệu lực như các khoản nợ vay có tài sản đảm bảo. Hiện nay, ở Việt Nam nói chung và thành phố Hồ Chí Minh nói riêng, đã có một số tổ chức trung gian (đa số là các Công ty khai thác tài sản thuộc các Ngân hàng) thường mua lại hay đầu tư vào các khoản nợ vay dài hạn có đảm bảo nhưng cũng chỉ có rất ít khoản vay được mua bán lại như vậy.

Trên thế giới, một công cụ trên thị trường tài chính thứ cấp thường được sử dụng là chứng khoán hóa. Đây là một quá trình tập hợp và tái cấu trúc các tài sản thiếu tính thanh khoản nhưng lại có thu nhập bằng tiền cao trong

tương lai như các khoản phải thu, các khoản nợ rồi chuyển đổi thành chứng khoán và đưa ra giao dịch trên thị trường tài chính. Chứng khoán được đảm bảo bằng chính tài sản đó hoặc khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản đảm bảo, chứ không phải bằng khả năng thanh toán của chủ thể phát hành. Chủ thể phát hành không còn là nhân tố quyết định chất lượng của chứng khoán phát hành, mà khả năng sinh lời của các tài sản dùng làm tài sản đảm bảo sẽ quyết định thu nhập và độ an toàn của chứng khoán phát hành. Ở thành phố Hồ Chí Minh, đã từng có Công ty cổ phần Đầu Tư hạ tầng kỹ thuật (CII) được thành lập năm 2002 đã phát hành hành cổ phần mua quyền khai thác thu phí 2 con đường Hùng Vương và Điện Biên Phủ trong 10 năm. Đổi lại, CII phải hoàn trả vốn đầu tư cho Ngân sách thành phố và vốn vay đầu tư trong vòng 18 tháng. Việc phát hành cổ phiếu được bảo đảm bằng quyền khai thác 2 con đường như trên là một dạng nghiệp vụ chứng khoán hóa. Sau này, CII còn đầu tư vào nhiều dự án khác nên mô hình này không còn mang tính chất chứng khoán hóa như trước nữa.

Tuy nhiên, nếu xem xét về nghiệp vụ chứng khoán hóa nợ vay trên thị trường tài chính thứ cấp trong lĩnh vực bất động sản, thì trái phiếu có thể chấp CDO (Collateralized Debt Obligations) rất phổ biến ở các nước như Mỹ, Tây Âu.. nhưng hiện nay ở Việt Nam chưa phổ biến. Điều này sẽ là ảnh hưởng đến tính linh hoạt cho quá trình “thoát vốn” của bên cho vay, làm hạn chế nguồn cho vay cũng như làm cản trở kênh dẫn vốn mới vào thị trường bất động sản.

### ***2.2.3.3 Thiếu chính sách hợp lý và các kênh huy động vốn từ các khoản tiết kiệm cá nhân cho thị trường bất động sản***

Tài khoản tiết kiệm cá nhân là nguồn tài trợ rất quan trọng có xu hướng ngày càng lớn hơn và bền vững hơn so với các nguồn tài trợ nước ngoài. Lượng tiền nhà rỗi trong dân cư rất lớn nhưng việc thu hút đầu tư vào thị trường bất động sản vẫn còn hạn chế. Lý do là bởi sản phẩm bất động sản

có giá trị lớn, trong khi vốn nhàn rỗi của người dân thường lại nhỏ lẻ nên khó có thể tham gia vào được.

Việc quản lý đối với các tài khoản tiết kiệm thay đổi dần dần theo điều kiện kinh tế cũng như chính sách cải cách kinh tế của chính phủ. Những thay đổi này có xu hướng linh hoạt hơn và hiệu quả hơn đối với sự phát triển kinh tế xã hội. Thay vì giữ một khoản lớn tiền mặt, vàng và các ngoại tệ ở nhà như nhiều năm trước đây thì bây giờ các cá nhân đã đầu tư nhiều hơn vào các kênh đầu tư để sinh lợi nhiều hơn như gửi ngân hàng, đất đai và nhà cửa. Theo Viện kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, kể từ năm 2003, cấu trúc tiết kiệm cá nhân như sau: dự trữ tiền mặt giảm từ 50% xuống 40%, tiết kiệm vàng và nữ trang giảm từ 35% xuống 13%, gửi ngân hàng tăng từ 3% đến 10% , đặc biệt trong đầu tư nhà đất, hầu hết là đầu cơ nhưng không chuyên nghiệp- tăng tới 32% tổng số tiết kiệm. Tháng 2/2008, theo khảo sát của Công ty VietRees, thì có tới 61,81% cho rằng sẽ tiếp tục đầu tư vào bất động sản (tỷ lệ này đối với chứng khoán là 18,08%; gửi tiết kiệm là 5,2%)

Gần đây, vì sự bùng nổ của thị trường chứng khoán, càng ngày có nhiều tiết kiệm đổ vào mua bán cổ phiếu đã tạo nên lợi nhuận có tính thanh khoản nhiều hơn. Tuy nhiên, kênh đầu tư này dường như có nhiều rủi ro vì cơn bùng nổ cổ phiếu chỉ trong thời gian ngắn

Tình trạng đề cập ở trên đã thể hiện là các nguồn tài trợ cá nhân trong những năm tới là to lớn và sẵn sàng cho các dự án bất động sản dài hạn nếu như bất kỳ các kênh đầu tư hay hình thức đầu tư nào có thể kết hợp lại để đầu tư quản lý một cách chuyên nghiệp trên thị trường bất động sản.

## **2.2.4 Những bất lợi trong kinh doanh bất động sản do thiếu nguồn tài trợ thích hợp**

### **2.2.4.1 *Khó hoàn tất các dự án bất động sản dài hạn***

Trước năm 2004, vì thiếu tài trợ nên có nhiều dự án bất động sản bị đình trệ trong một thời gian dài, gây nên nhiều hệ quả tiêu cực trong phát triển kinh

tế - xã hội thành phố.

Sau năm 2004, do những quy định và chính sách mới về kinh doanh bất động sản nên các chủ đầu tư đã dùng một lượng vốn lớn để hoàn tất việc đầu tư trước khi kiếm được lợi nhuận. Tại thời điểm đó, những nguồn vốn đầu tư ban đầu thường rất lớn, đến nỗi các chủ đầu tư hoặc các ngân hàng không thể tiến hành một mình. Thực tế, một số dự án đã được chia thành nhiều dự án nhỏ được đầu tư riêng lẻ bởi các chủ đầu tư khác nhau. Kết quả là, nhiều dự án ban đầu có quy mô lớn đã bị thất bại về mặt tổng thể.

Mới đây, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 153/2007/NĐ-CP ngày 15-10-2007 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Kinh doanh bất động sản. Trong đó, theo điều 5 Nghị định quy định về điều kiện năng lực tài chính: *“Đối với dự án khu đô thị mới, dự án hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp, chủ đầu tư dự án phải có vốn đầu tư thuộc sở hữu<sup>3</sup> không thấp hơn 20% tổng mức đầu tư của dự án đã được phê duyệt. Đối với dự án khu nhà ở thì không thấp hơn 15% tổng mức đầu tư của dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20 ha, không thấp hơn 20% tổng mức đầu tư của dự án có quy mô sử dụng đất từ 20 ha trở lên đã được phê duyệt”*. Rõ ràng những doanh nghiệp có đủ năng lực để triển khai cùng lúc nhiều dự án là rất ít, nhất là những dự án lớn. Vì vậy, các doanh nghiệp rất cần huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau.

#### **2.2.4.2 Khó thâm nhập vào phân khúc thị trường của các hàng hóa cao cấp và sang trọng như cao ốc, văn phòng, khu mua sắm giải trí**

Gần đây có một số công ty trong nước tham gia vào thị trường này. Tuy nhiên, vì công ty này không thật sự chuyên nghiệp và không có đủ vốn, thị trường đã rơi vào tay các nhà đầu tư nước ngoài vốn có thể huy động các

---

<sup>3</sup> Vốn thuộc sở hữu của chủ đầu tư là vốn thực có tính đến năm trước liền kề của năm thực hiện dự án, được thể hiện trong báo cáo tài chính và có cơ quan kiểm toán độc lập xác nhận.

quỹ từ bên ngoài và rất chuyên nghiệp trong quản lý tài sản.

Nghị định số 153/2007/NĐ-CP ngày 15-10-2007 quy định chỉ cho phép doanh nghiệp huy động vốn khi bắt đầu triển khai hạ tầng, nên sẽ có nhiều doanh nghiệp ít vốn lâm vào tình trạng khó khăn. Bởi trong thực tế, khi đền bù giải tỏa xong và đóng tiền sử dụng đất thì doanh nghiệp đã bỏ vào dự án ít nhất 50 - 60% vốn trên tổng vốn đầu tư. Số vốn này trước đây doanh nghiệp thường huy động từ khách hàng. Hiện nay, doanh nghiệp đầu tư kinh doanh bất động sản phải có thực lực, bỏ vốn ra ít nhất là 70% trên tổng giá trị dự án thì mới làm được. Nếu không chủ động về nguồn tài chính, các doanh nghiệp trong nước sẽ không thể tham gia vào những dự án lớn và thâm nhập thị trường bất động sản cao cấp được.

#### **2.2.4.3 Khó phát triển các dự án nhà cho thuê hay thế chấp**

Những dự án này là một thị trường tốt trong dài hạn và cũng đáp ứng nhu cầu nhà cửa của người dân, đặc biệt là người có thu nhập thấp. Tuy nhiên, toàn thành phố hiện có khoảng 5.000 doanh nghiệp kinh doanh bất động sản, nhưng hầu hết doanh nghiệp đều nhắm đến thị phần nhà ở cao cấp. Do đó, nhà ở cho người thu nhập thấp cũng cần có sự hỗ trợ từ chính quyền như giảm thuế, hỗ trợ đền bù và giải tỏa ... Tuy nhiên, theo ước tính, những dự án trên cần đến 20-30 năm để thu hồi chi phí đầu tư. Các doanh nghiệp vừa phải đảm bảo giá nhà bán hoặc nhà cho thuê thấp, trong khi các doanh nghiệp còn phải đối mặt với một khoản nợ vay lớn từ ngân hàng phải trả và vốn huy động.

Đầu tư nhà cho thuê và thế chấp đang rất phổ biến trên thế giới nhưng ở Việt Nam thì lĩnh vực này chưa thật sự thu hút các nhà đầu tư. Hiện tại, có một vài ngân hàng Việt Nam đề nghị cho vay thế chấp với thời hạn tối đa là 20 năm nhưng còn bị hạn chế vì vẫn chưa có một định chế tài chính chuyên biệt như REITs...có thể mua lại hay bảo đảm cho những khoản vay này.

## 2.3 NGHIÊN CỨU MÔ HÌNH REIT VÀ SỰ CẦN THIẾT PHẢI XÂY DỰNG REIT Ở THÀNH HỒ CHÍ MINH

### 2.3.1 Sự tồn tại của mô hình hoạt động của REIT ở Việt Nam

#### 2.3.1.1. REIT với cấu trúc như một Công ty

Cho dù đến nay Việt Nam vẫn chưa có một quy định pháp lý chính thức nào, nhưng một hình thức của REIT với mô hình cấu trúc như là một công ty đã tồn tại ở Việt Nam. Đó là Công ty CII (Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh) – là một Công ty cổ phần, được hình thành theo Luật Doanh nghiệp Việt Nam.

Với cơ chế huy động vốn rộng rãi trong công chúng qua hình thức bán cổ phần, đã hình thành một công ty đại chúng có hơn 900 cổ đông, thu hút các nguồn vốn nhàn rỗi trong công chúng và các thành phần kinh tế khác.

Vốn huy động từ việc bán cổ phần được dùng để mua quyền thu phí 2 con đường Hùng Vương và Điện Biên Phủ trong 13 năm theo một hợp đồng chuyển nhượng giữa CII và Ủy ban nhân dân Tp.Hồ Chí Minh. Bằng sự nhượng quyền này, chính quyền Tp.Hồ Chí Minh đã thu hồi nhanh chóng tất cả khoản vốn đầu tư 2 con đường này và dùng khoản tiền thu hồi này được để đầu tư vào các công trình khác. Trong khi đó, cổ đông CII có thể thu được lợi nhuận từ việc thu phí 2 con đường nói trên.

Thông qua việc bán cổ phần của công ty ra công chúng, sẽ tạo điều kiện để người dân được đóng góp và hưởng lợi ích từ hoạt động đầu tư khai thác cơ sở hạ tầng của công ty.

CII cũng đã được niêm yết trên Trung tâm Giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh (nay là Sở Giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh - HOSE) từ năm 2006. Do đó, cổ phiếu CII có thể được mua bán dễ dàng trên thị trường chứng khoán và các cổ đông có thể hưởng lợi từ việc tăng giá của chứng

khoán CII (đầu tháng 2/2008, giá cổ phiếu CII gấp 5,6 lần mệnh giá).

Như đã đề cập ở trên, việc điều hành ở công ty này tương tự như một REIT (Loại hình cấu trúc như một Công ty).

Thực ra, cho dù vẫn chưa có một quy định pháp lý phù hợp nhưng với sự hỗ trợ từ chính quyền Tp. Hồ Chí Minh trong những năm qua, CII đã thành công trong việc điều hành như một REIT.

### **2.3.1.2. REIT với mô hình như một Quỹ Đầu tư**

Loại REIT với những mô hình UPREIT và DOWNREIT cho đến nay vẫn chưa xuất hiện ở Việt Nam

### **2.3.1.3. REIT nước ngoài tại Việt Nam**

Gần đây, có nhiều REIT do nước ngoài thành lập (như VINA Land, Indochina) đang hoạt động ở Việt Nam với tổng số vốn lên tới 300 triệu. Các REIT này đầu tư vào một số dự án lớn tại Việt Nam như các cao ốc phức hợp, các resort sang trọng.

## **2.3.2 Sự khác nhau giữa REIT và các Quỹ đầu tư khác ở Việt Nam**

Ở Việt nam, có một vài Quỹ đầu tư nhà nước liên quan tới thị trường bất động sản nhưng thực tế thì phần lớn những quỹ này được cấp vốn có phần rất hạn chế từ ngân sách nhà nước, mà không phải từ những nhà đầu tư khác. Hoạt động đầu tư của các quỹ này được tiến hành thông qua một số chương trình phát triển đặc biệt của chính phủ. Chính những đặc điểm này làm cho Quỹ đầu tư khác với REIT.

Từ năm 2002, theo Luật Chứng khoán Việt nam, ngoài những quỹ đó, các quỹ đầu tư chứng khoán và các công ty quản lý quỹ thành lập ngày càng nhiều, ví dụ như VF1, VF2, VOF, và PBF1, đã đưa chứng chỉ quỹ ra công chúng. Tuy nhiên, theo quy định của luật hiện hành thì các quỹ này không được đầu tư quá 10 % tổng giá trị tài sản của quỹ đóng vào bất động sản và



đầu tư vốn của quỹ mở vào bất động sản. Hiện nay, tất cả các quỹ đã đa dạng hóa danh mục vốn đầu tư vào cổ phiếu niêm yết và không niêm yết và chỉ tập trung vào việc kinh doanh cổ phiếu. Trong khi đó, các REIT yêu cầu đầu tư phần lớn vốn vào những dự án bất động sản có thể sinh lời từ tiền thuê hay khai thác tài sản trong thời gian dài. Vì vậy, trên thực tế, mô hình quỹ đầu tư theo Luật Chứng khoán Việt nam không thể hoàn toàn đáp ứng để phát triển REIT ở Việt nam.

Những quỹ này ít năng động hơn REIT về mặt tham gia vào việc quản lý kinh doanh của những công ty đã đầu tư vào. Ngược lại, REIT có thể tham gia xây dựng hay mua lại hoặc cho thuê toàn bộ tài sản và quản lý tài sản này để kiếm lợi nhuận.

Về vấn đề thuế, các quỹ chứng khoán như vậy không phải nộp thuế trên phần thu nhập. Thuế thu nhập được chuyển sang những nhà đầu tư của họ. Hiện nay, những cá nhân không phải trả thuế thu nhập trên lãi cổ tức và khoản thu từ vốn (capital gain) nhưng tổ chức thì bị đánh thuế.

### **2.3.3 Sự cần thiết phải thí điểm xây dựng REIT tại thành phố Hồ Chí Minh**

Ở thành phố Hồ Chí Minh, hiện đang có những điều kiện và các nhân tố thuận lợi để áp dụng thí điểm một mô hình REIT. Đó là:

- Có nhiều doanh nghiệp kinh doanh bất động sản, công ty quản lý tài sản, và các công ty quản lý quỹ chuyên nghiệp hơn so với các tỉnh, thành phố khác trong cả nước.
- Thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh đang nổi lên với những triển vọng đầy hứa hẹn trong tương lai
- Thị trường chứng khoán đang phát triển với chiều hướng tăng trưởng tốt hơn các địa phương khác. Có thể nói, sàn giao dịch chứng khoán chính là

ở thành phố Hồ Chí Minh

- Có rất nhiều tổ chức tài chính trung gian tầm cỡ có thể cung cấp vốn và hạn mức tín dụng lớn trong ngắn và trung hạn để khởi động bất kỳ một dự án bất động sản nào
- Người dân thành phố Hồ Chí Minh dường như rất quen thuộc với việc kinh doanh trong một nền kinh tế thị trường
- Chính phủ cho phép thành phố Hồ Chí Minh phát triển một số cơ chế mới ở mức độ thí điểm.

### ***Kết luận*** **Chương 2:**

*Tiềm lực tài chính của hầu hết doanh nghiệp kinh doanh bất động sản vẫn còn hạn chế nên chưa thể tự tạo được những sản phẩm hoàn chỉnh, dồi dào để cung cấp cho thị trường bất động sản. Mặt khác, Việt Nam chưa có cơ chế tài chính phù hợp để thúc đẩy thị trường bất động sản Việt Nam phát triển. Thị trường bất động sản cần phải liên thông với thị trường vốn, trong khi đó hệ thống ngân hàng chưa sẵn sàng cho vay dài hạn, lãi suất cho vay trung hạn vẫn còn rất cao. Vì vậy, cần có công cụ huy động vốn dựa vào nguồn lực dồi dào từ phía các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Qua đó, có thể mở ra cơ hội đầu tư cho những ai mong muốn tham gia thị trường bất động sản để thu lợi nhuận có tính thanh khoản. Một trong những giải pháp đó là xây dựng REIT càng sớm càng tốt.*

## **CHƯƠNG 3. GIẢI PHÁP THÀNH LẬP QUỸ TÍN THÁC ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

### **3.1 ĐỀ XUẤT MÔ HÌNH REIT Ở THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH**

#### **3.1.1 Các loại REIT nên thiết lập**

Nhà đầu tư cá nhân hay pháp nhân thường quyết định đầu tư bất động sản thông qua REIT bởi 05 yếu tố:

- Giảm thiểu rủi ro nhờ đa dạng hóa danh mục đầu tư
- Tiết kiệm chi phí nhưng vẫn đạt các yêu cầu về lợi nhuận
- Được quản lý chuyên nghiệp
- Giám sát chặt chẽ bởi các cơ quan thẩm quyền hoặc các đơn vị chuyên nghiệp
- Tính năng động, đa dạng của quỹ đầu tư

Mỗi nhà đầu tư tham gia đầu tư vào quỹ sẽ sở hữu một phần trong tổng danh mục đầu tư của REIT. Việc nắm giữ này được thể hiện thông qua việc sở hữu chứng khoán do REIT phát hành. Các thành viên tham gia vừa có thể là thể nhân, vừa có thể là cá nhân có những mức độ đóng góp vào REIT cũng khác nhau về nguồn tài chính, kinh nghiệm quản lý...

Vì vậy, chúng tôi đề nghị xây dựng 2 loại REIT (chia theo tính chất nguồn vốn huy động) dựa trên những đặc tính riêng có của mỗi loại để có thể phân khúc thị trường một cách tương đối như sau:

##### **3.1.1.1. REIT đại chúng (Public REIT)**

REIT đại chúng có những đặc điểm như sau:

- Huy động vốn đại chúng từ những nhà đầu tư nhỏ và trung bình (gồm các cá nhân và các công ty)
- Tiền huy động thu được từ việc phát hành cổ phần được sử dụng để mua

tài sản và sau đó đem cho thuê tài sản đó

- Thu nhập chủ yếu của loại REIT này hình thành từ tiền cho thuê tài sản đã đầu tư. Cổ tức sẽ được chi trả bằng tối thiểu là 90% tổng thu nhập từ việc cho thuê tài sản.
- Thiết lập quy định chặt chẽ bao gồm các quy tắc chung đối với hoạt động của REIT (đã đề cập tại mục 1.1.3 chương 1)
- REIT có thể thuê các công ty quản lý tài sản chuyên nghiệp để quản lý hoạt động cho thuê bất động sản
- Niêm yết ngay trên Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) càng sớm càng tốt

### **3.1.1.2. REIT thành viên (Private REIT)**

REIT thành viên có những đặc điểm như sau:

- Huy động vốn riêng lẻ từ các nhà đầu tư chuyên nghiệp, chiến lược, đặc biệt là từ các định chế tài chính (như các ngân hàng, các công ty bảo hiểm...)
- Phần lớn tiền từ phát hành cổ phần được dùng để đầu tư xây dựng các tài sản để bán sau khi công trình hoàn thành; hoặc cũng có thể cho thuê
- Thiết lập các quy tắc chung đối với hoạt động của REIT (đã đề cập tại mục 1.1.3 chương 1)
- REIT có thể thuê công ty quản lý chuyên nghiệp để quản lý các hoạt động xây dựng và tiếp thị.
- Không cần niêm yết tại Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

### **3.1.1.3. Mối quan hệ giữa REIT đại chúng và REIT thành viên**

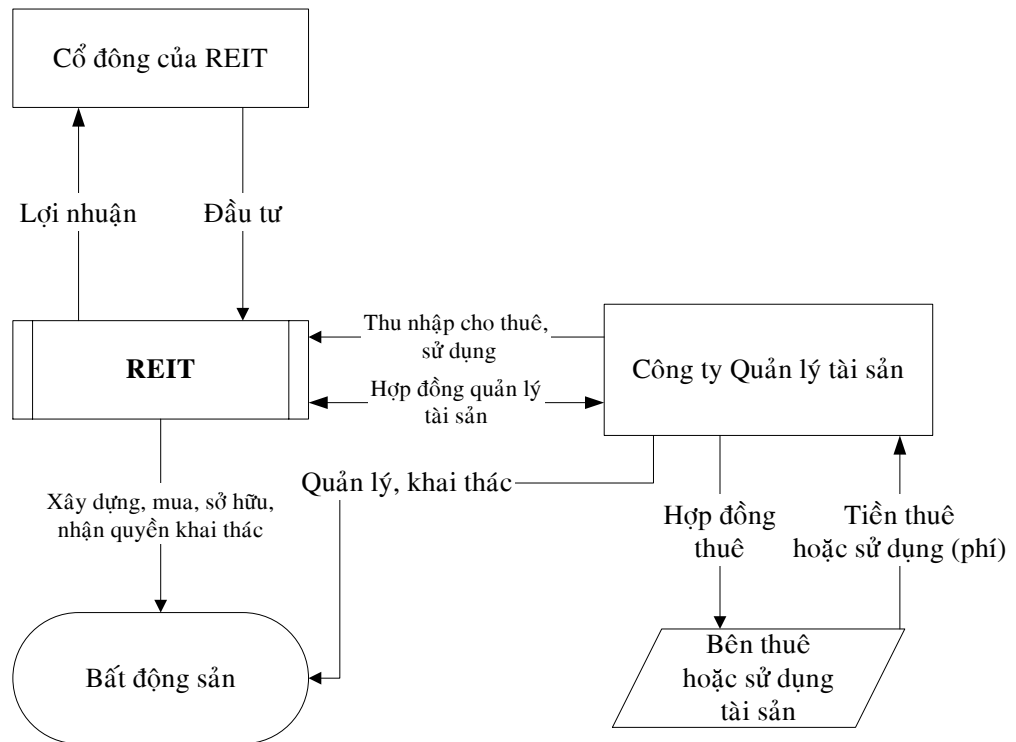
Về cơ bản, so với REIT đại chúng thì REIT thành viên có được nhiều thuận

lợi hơn khi tham gia vào các dự án bất động sản trong thị trường sơ cấp. Các REIT thành viên sẽ đầu tư vốn vào bất động sản mà sau đó, REIT đại chúng có thể mua lại hoặc thuê dài hạn sau khi bất động sản được xây dựng hoàn tất. Một điều quan trọng nữa là REIT thành viên có thể chuyển thành REIT đại chúng sau khi IPO (phát hành lần đầu ra công chúng)

### 3.1.2 Cơ cấu tổ chức

Về mặt pháp lý, dựa trên các điều kiện và môi trường kinh tế hiện tại thì REIT thí điểm nên được thiết lập theo mô hình tổ chức kiểu Công ty. Đây sẽ là cơ sở để xây dựng REIT trong tương lai theo mô hình Quỹ với đầy đủ quy tắc hoạt động của REIT.

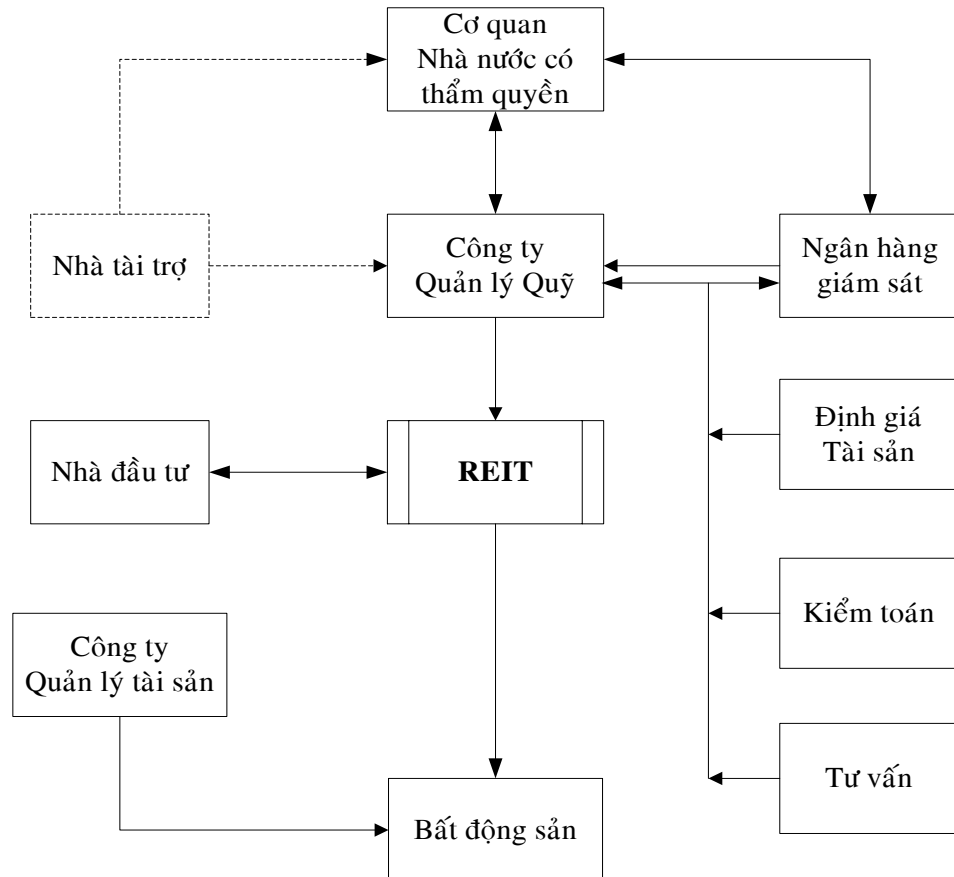
Hình 6: Mô hình Công ty REIT



REIT theo mô hình là Công ty (Công ty REIT) sẽ vừa là người tài trợ, vừa là người quản lý quỹ. Công ty REIT sẽ phát hành cổ phần để huy động vốn. Mỗi công ty REIT sẽ huy động vốn và tự quản lý một quỹ duy nhất trong cùng một thời điểm.

Về tương lai, cần có quy định pháp lý riêng dành cho REIT, khi đó REIT nên được tổ chức như một quỹ chuyên đầu tư bất động sản theo mô hình như sau:

Hình 7: Mô hình Quỹ REIT ở Việt Nam



Mô hình này có sự tham gia của các chủ thể sau:

- Cơ quan nhà nước có thẩm quyền: là cơ quan cho phép thành lập và có trách nhiệm quản lý chuyên môn đối với Công ty Quản lý Quỹ, Quỹ tín thác đầu tư bất động sản. Cơ quan này có thể là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (bổ sung thêm chức năng) hoặc cơ quan nhà nước chuyên trách về chứng khoán hóa
- Công ty Quản lý quỹ: phải được cấp phép hoạt động theo quy định và độc lập với Ngân hàng giám sát. Toàn bộ các giao dịch kinh doanh của REIT được công ty quản lý quỹ thay mặt cho REIT tiến hành theo thẩm quyền

được cho phép theo Điều lệ của Quỹ.

- Ngân hàng giám sát: được Công ty Quản lý Quỹ lựa chọn và được Đại hội Nhà đầu tư thông qua. Ngân hàng giám sát phải có giấy phép lưu ký chứng khoán do Ủy ban chứng khoán cấp, không sở hữu bất kỳ tài sản nào của Quỹ và không có liên quan đến Công ty Quản lý Quỹ
- Tổ chức định giá tài sản, kiểm toán, tư vấn: việc lựa chọn được Công ty Quản lý Quỹ đề xuất và được Đại hội Nhà đầu tư thông qua. Các tổ chức này hoàn toàn độc lập, không có liên quan đến Công ty Quản lý Quỹ và phải được cấp phép hoạt động theo quy định
- Nhà tài trợ: các công ty quản lý cũng đồng thời là các nhà tài trợ hoặc hỗ trợ thành lập các REIT
- Nhà đầu tư: là các thể nhân hoặc pháp nhân đầu tư vốn vào REIT
- Công ty Quản lý tài sản: việc lựa chọn được Công ty Quản lý Quỹ đề xuất và được Đại hội Nhà đầu tư thông qua. Công ty Quản lý tài sản sẽ trực tiếp quản lý, duy trì, cho thuê các tài sản. Các tổ chức này hoàn toàn độc lập, không có liên quan đến Công ty Quản lý Quỹ và phải được cấp phép hoạt động theo quy định

### **3.2 CƠ SỞ HÌNH THÀNH VÀ NGUYÊN TẮC VẬN HÀNH**

Với tình hình thị trường bất động sản hiện nay thì việc hình thành một Quỹ REIT lại càng cấp thiết hơn bao giờ hết để tạo nguồn vốn đầu tư dài hạn vào thị trường bất động sản. Việc phát triển mô hình REIT với chiến lược huy động vốn rộng rãi trong công chúng có nhu cầu đầu tư bất động sản nhưng có số vốn nhất định sẽ góp phần hạn chế những rủi ro liên quan đến việc đầu cơ nhà đất cũng như những rủi ro liên quan đến việc tín dụng ngân hàng trong lĩnh vực tài trợ đầu tư bất động sản. Trước mắt, trong bối cảnh và khung pháp lý hiện nay, có thể xúc tiến thành lập Công ty REIT dựa trên những điều kiện và nguyên tắc như sau:

### 3.2.1 Cơ sở hình thành Công ty REIT

Với quan điểm của nhà đầu tư, chúng tôi thấy rằng : do chưa có khung pháp lý riêng cho mô hình này cũng như do hạn chế của mô hình quỹ đầu tư theo luật chứng khoán đối với lĩnh vực kinh doanh bất động sản, thì trước mắt có thể thành lập REIT dưới dạng Công ty theo Luật Doanh nghiệp. REIT dưới hình thức Công ty Cổ phần (là một pháp nhân được thành lập theo Luật Doanh nghiệp, có đại hội đồng cổ đông, hội đồng quản trị và Ban kiểm soát do cổ đông bầu ra) với mô hình hoạt động vận dụng theo mô hình REIT đại chúng hoặc thành viên như đã nêu ở mục 3.1.1. Theo đó, cổ phiếu REIT được chia cổ tức, có thể được mua bán trên thị trường chứng khoán sơ cấp và thứ cấp. Vì vậy, tên gọi của một REIT dạng Công ty có thể là: **Công ty tín thác đầu tư bất động sản**. Các cổ đông sáng lập nên bao gồm các cá nhân, tổ chức có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm điều hành, quản lý trong kinh doanh bất động sản. Đây sẽ là tiền đề quan trọng có thể tạo nên một uy tín nhất định để hấp dẫn công chúng muốn đầu tư thông qua Công ty REIT này.

Theo đề xuất nêu trên, mô hình REIT thành viên có thể chuyển thành REIT đại chúng sau khi IPO (phát hành lần đầu ra công chúng)

Hoạt động của **Công ty tín thác đầu tư bất động sản** (Công ty REIT) có liên quan đến lĩnh vực kinh doanh có điều kiện là đầu tư, kinh doanh bất động sản nên cũng sẽ chịu sự chi phối của Luật kinh doanh bất động sản. Theo điều 3 Nghị định 153/2007ND-CP ngày 15/10/2007 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Kinh doanh bất động sản thì doanh nghiệp kinh doanh bất động sản phải có vốn pháp định là 6 (sáu) tỷ đồng Việt Nam. Ngoài ra, Công ty REIT sẽ chịu tác động của các Luật khác, chủ yếu bao gồm: Luật đầu tư, Luật chứng khoán, Luật dân sự, Luật đất đai... như đối với một công ty cổ phần và Công ty niêm yết trên Sở/Trung tâm giao dịch chứng khoán.



### 3.2.2 Một số nguyên tắc vận hành của Công ty REIT

- *Hoạt động kinh doanh:*

Công ty REIT dùng vốn thu được qua việc bán cổ phần để:

- Mua hoặc xây dựng các bất động sản cho thuê hoặc bán
- Mua quyền khai thác bất động sản trong một khoảng thời gian
- Hợp tác với chủ sở hữu bất động sản hiện hữu để nâng cấp, phát triển bất động sản và khai thác

Công ty REIT sẽ phát hành thêm cổ phần khi cần huy động vốn cho một dự án bất động sản được xác định trước với điều kiện phải thông qua đại hội đồng cổ đông như một công ty cổ phần thông thường.

- *Quản lý và điều hành:* Hội đồng quản trị (HDQT) do Đại hội đồng cổ đông bầu chọn, Ban Giám Đốc (điều hành hoạt động hàng ngày) sẽ do HDQT bổ nhiệm hoặc có thể thuê một đơn vị chuyên nghiệp trong kinh doanh bất động sản để quản lý các hoạt động của mình thay vì phải xây dựng một bộ máy điều hành tác nghiệp hàng ngày.
- *Thực hiện nghĩa vụ thuế:* Vì theo Công ty cổ phần thành lập theo Luật doanh nghiệp nên Công ty vẫn chịu tác động của thuế thu nhập doanh nghiệp
- *Chế độ kế toán:* như Công ty cổ phần thông thường
- *Phân phối lợi nhuận:* Cổ phiếu Công ty REIT không có lãi suất cố định như trái phiếu. Tùy theo mục đích hoạt động của REIT công chúng hoặc REIT thành viên mà chi trả phần lớn (thường trên 90%) thu nhập hàng năm sau khi đóng thuế hoặc tiếp tục giữ lại một phần thu nhập kiếm được để tái đầu tư như các REIT thành viên. Điều này cần được nêu rõ trong Điều lệ Công ty REIT

- *Niêm yết chứng khoán (đối với REIT công chúng):* khi đủ điều kiện như điều 8, 9 Nghị định 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 về Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán

### 3.2.3 Vận hành của Công ty REIT (tổng quát)

- Sau khi phát hành cổ phần, REIT dùng vốn huy động được để đầu tư vào bất động sản được thể hiện chi tiết trong bản cáo bạch của REIT khi phát hành cổ phiếu. Các khoản đầu tư này không thay đổi theo thời gian.
- REIT có thể đầu tư xây dựng hoặc mua các bất động sản để cho thuê, mua lại quyền khai thác bất động sản trong một khoảng thời gian, hợp tác với chủ sở hữu bất động sản hiện hữu để nâng cấp, phát triển bất động sản và khai thác.
  - ✚ Nếu REIT đầu tư xây dựng mới hoặc hợp tác phát triển bất động sản hiện hữu: REIT thuê Công ty chuyên về xây dựng, Công ty Giám sát thi công khi triển khai xây dựng bất động sản.
  - ✚ Sau khi bất động sản được xây dựng xong, REIT ký hợp đồng thuê Công ty Quản lý tài sản thay REIT quản lý, khai thác tài sản và chuyển nguồn tiền thu được từ tài sản cho REIT. Công ty quản lý tài sản sẽ tổ chức bộ máy chuyên nghiệp để quản lý, khai thác tài sản của REIT.
- Nguồn tiền thu của REIT sau khi trừ các chi phí sẽ được phân phối cho các cổ đông hằng năm theo một tỷ lệ được nêu trong Điều lệ đã được Đại hội cổ đông thông qua. Đây là khoản cổ tức được REIT thanh toán theo cam kết.

## 3.3 CÁC GIẢI PHÁP HỖ TRỢ

### 3.3.1 Củng cố thị trường bất động sản

REIT là một trong những công cụ để nối kết giữa thị trường bất động sản với thị trường tài chính là nơi mà công chúng có thể cùng tham gia vào để

đầu tư cho thị trường bất động sản. Theo đó, thị trường bất động sản cần phải đi dần vào quỹ đạo là một thị trường kinh doanh chuyên nghiệp và có tổ chức. Vì vậy, các cơ quan chức năng cần rà soát các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành liên quan đến các hoạt động kinh doanh bất động sản để sửa đổi, bổ sung cho phù hợp với quy định của Luật Kinh doanh bất động sản. Cụ thể, cần ban hành chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức về môi giới, định giá bất động sản, quản lý điều hành sàn giao dịch bất động sản cũng như phổ biến, giáo dục pháp luật, bồi dưỡng kiến thức pháp luật về kinh doanh bất động sản, tổ chức hệ thống thông tin về thị trường bất động sản, hoạt động kinh doanh bất động sản và thiết lập được dịch vụ môi giới bất động sản chuyên nghiệp và trật tự.

### **3.3.2 Củng cố thị trường chứng khoán và tạo điều kiện phát triển nghiệp vụ chứng khoán hóa**

REIT là công cụ mà nhà đầu tư với số vốn ít, có thể trực tiếp đầu tư sở hữu (một phần tỷ lệ tương ứng) một số dự án bất động sản có quy mô lớn hoặc cực lớn. Chứng chỉ REIT có thể được chuyển nhượng ở thị trường chứng khoán. Yếu tố này cung cấp tính thanh khoản cho phần vốn đầu tư vào bất động sản. Năm 2007, thị trường chứng khoán hoạt động chưa thực sự ổn định, vững chắc. Tuy qui mô thị trường đã tăng cao nhưng quan hệ cung cầu chứng khoán nhiều lúc mất cân đối gây nên những biến động cho thị trường. Một khi thị trường thiếu sự ổn định, điều đó cũng có nghĩa là làm giảm tính thanh khoản của chứng chỉ REIT. Để giảm rủi ro giao dịch của chứng chỉ REIT, thành phố nên chú trọng đến việc cải tiến hệ thống giao dịch và thanh toán trên thị trường. Việc thiết lập những thị trường OTC chính thức cho chứng chỉ REIT hoặc cho phép REIT được phát hành và giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán địa phương sẽ khuyến khích việc đưa công nghệ hiện đại vào thị trường chứng khoán, qua đó cũng sẽ tăng tính thanh khoản cho chứng chỉ REIT. Chi phí phát sinh trong giao dịch chứng khoán cũng cần

được chú ý để chi phí này không trở thành rào cản ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản của chứng khoán.

Mặt khác, REIT cũng sử dụng nghiệp vụ chứng khoán hóa trong vận hành. REIT được thiết lập để chuyên về đầu tư (sở hữu) một hoặc một số bất động sản. Đa phần các bất động sản này đã đi vào hoạt động và đang tạo ra thu nhập tương đối cố định. Vì vậy, REIT có mức độ rủi ro thấp hơn cổ phiếu của các công ty chỉ chuyên về đầu tư phát triển các bất động sản mới. Tuy nhiên, ở Việt Nam chưa có một quy định nào hướng dẫn thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hóa. Trong khi chứng khoán hóa đòi hỏi phải có các điều kiện về khung pháp lý, sự tham gia của các nhà đầu tư, tổ chức định mức tín nhiệm, sự phát triển của thị trường chứng khoán... Thực chất, chứng khoán hóa chỉ mới có ở Việt Nam chứ không hề xa lạ ở các nước khác. Hiện nay, có rất nhiều ý kiến khác nhau xoay quanh khái niệm về chứng khoán hóa. Vì vậy, cần có một khái niệm chính thống về chứng khoán hóa cũng như quy trình kỹ thuật chứng khoán hóa ở Việt Nam làm cơ sở cho các tổ chức trung gian và REIT hoạt động dễ dàng. Đồng thời, cũng nên có cơ quan nhà nước chuyên trách về chứng khoán hóa để quản lý về mặt chuyên môn.

### **3.3.3 Xây dựng và ban hành luật về Quỹ REIT**

Các phân tích ở trên làm nảy sinh các nhu cầu cần phải có một khung pháp lý đầy đủ cho REIT. Thực tế cũng cho thấy, một số mô hình mới được xây dựng thí điểm (như các Quỹ Đầu tư Phát triển địa phương) sau nhiều năm hoạt động mà vẫn chưa có hẳn khung pháp lý điều chỉnh hoạt động, thường phải vay mượn những quy định pháp lý của những tổ chức, doanh nghiệp tương tự để hoạt động thì luôn gặp khó khăn trong định hướng hoạt động cũng như là trong tổ chức bộ máy, hay áp dụng chính sách lao động tiền lương...

Do việc thiếu các quy định pháp lý cho việc hình thành các quỹ đầu tư, ngoại trừ các quỹ đầu tư chứng khoán tuy có các quy định hiện hành nhưng

cũng không thể áp dụng cho các REIT. Đối với các quỹ đầu tư chứng khoán và các công ty quản lý quỹ thành lập theo Luật Chứng khoán Việt Nam thì không được đầu tư quá 10 % tổng giá trị tài sản của quỹ đóng vào bất động sản và đầu tư vốn của quỹ mở vào bất động sản; Hiện nay, tất cả các quỹ đã đa dạng hóa danh mục vốn đầu tư vào cổ phiếu niêm yết và không niêm yết và chỉ tập trung vào việc kinh doanh cổ phiếu.

Về lâu dài, để REIT có thể tồn tại và phát triển ở Việt Nam và thu hút các nhà đầu tư, Chính phủ Việt Nam nên sớm ban hành luật về quỹ REIT, các luật khác liên quan đến thị trường chứng khoán, thuế... cũng cần được điều chỉnh cho phù hợp với đặc tính riêng có của REIT. Đồng thời, cũng cần có luật để bảo vệ các nhà đầu tư tham gia vào REIT. Điều quan trọng là các luật này phải đảm bảo được tính minh bạch về thông tin cũng như ưu đãi về thuế.

Tuy đề tài nghiên cứu này đưa ra kiến nghị là cần xây dựng và ban hành luật về REIT, nhưng trước mắt có thể ban hành Nghị định riêng dành cho REIT. Sau đây là một số đề xuất về nội dung cơ bản:

- *Đối tượng, phạm vi điều chỉnh:* Nghị định này quy định về tổ chức và hoạt động của Quỹ tín thác đầu tư bất động sản (Quỹ thành viên và Quỹ đại chúng) được thành lập bởi Công ty quản lý Quỹ
- *Điều kiện và thủ tục thành lập:*
  - ✚ Việc thành lập và chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng do Công ty quản lý quỹ thực hiện và phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
  - ✚ Điều kiện phát hành chứng chỉ quỹ lần đầu ra công chúng:
    - Quỹ đại chúng được thành lập nếu có ít nhất một trăm nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư bất động sản chuyên nghiệp mua chứng chỉ

quỹ; Quỹ thành viên có tối đa ba mươi thành viên góp vốn và chỉ bao gồm thành viên là pháp nhân

- Giá trị chứng chỉ quỹ đăng ký chào bán ít nhất 300 (ba trăm) tỷ đồng Việt Nam
  - Có phương án phát hành và phương án đầu tư số vốn thu được từ đợt chào bán chứng chỉ quỹ;
  - Có quy trình nghiệp vụ quản lý quỹ, quy trình kiểm soát nội bộ, quy trình quản lý rủi ro phù hợp
- *Các quy định về đầu tư:* Một số đặc điểm cơ bản làm nền tảng hoạt động của Quỹ REIT như sau:

*Bảng 6 : Một số đặc điểm hoạt động của REIT đại chúng và REIT thành viên*

<b>Tiêu chí</b>	<b>REIT đại chúng</b>	<b>REIT thành viên</b>
<i>Hoạt động kinh doanh chính</i>	Đầu tư, sở hữu và cho thuê bất động sản	Xây dựng và phát triển bất động sản để bán
<i>Nhà đầu tư</i>	Cá nhân và công ty cỡ nhỏ và trung bình	Công ty và tổ chức tài chính lớn
<i>Niêm yết</i>	Cần thiết	Không cần
<i>Thời hạn hoạt động</i>	Xác định trong điều lệ của Quỹ. Ít nhất là 5 năm	Xác định trong điều lệ của Quỹ. Ít nhất là 5 năm
<i>Các hoạt động kinh doanh khác</i>	Mua tài sản để bán và cho thuê	Mua tài sản để bán

<b>Tiêu chí</b>	<b>REIT đại chúng</b>	<b>REIT thành viên</b>
<i>Các hoạt động kinh doanh khác</i>	Hợp tác với các chủ sở hữu bất động sản hiện hữu để cải tiến và nâng cấp các tài sản đó để cho thuê. Các đối tác hiện hữu này có thể trao đổi tài sản tài sản để lấy cổ phần của Quỹ hoặc tiền mặt	Hợp tác với các chủ sở hữu bất động sản hiện hữu để cải tiến và nâng cấp các tài sản đó để cho thuê. Các đối tác hiện hữu này có thể trao đổi tài sản tài sản để lấy cổ phần của Quỹ, hoặc tiền mặt hoặc cho thuê
	Đầu tư vào việc xây dựng công trình bất động sản để cho thuê hoặc bán	Đầu tư vào việc xây dựng công trình bất động sản để cho thuê
	Tham gia vào các dự án bất động sản với điều kiện là REIT có thể nắm giữ ít nhất 30% tổng số cổ phần để nắm quyền kiểm soát trong hoạt động	Tham gia vào bất kỳ giai đoạn nào của dự án bất động sản để phân chia lợi nhuận, phân chia sản phẩm, và nắm quyền kiểm soát tất cả các bất động sản thu được để bán hoặc cho thuê.
	Đầu tư tối đa 15% tổng vốn hoạt động của Quỹ vào chứng khoán của doanh nghiệp kinh doanh bất động sản khác	Đầu tư tối đa 15% tổng vốn hoạt động của Quỹ vào chứng khoán của doanh nghiệp kinh doanh bất động sản khác
	Không đầu cơ đất	Không đầu cơ đất
	Thực hiện dịch vụ quản lý bất động sản	Thực hiện dịch vụ quản lý bất động sản
	Cung cấp dịch vụ cho người thuê bất động sản	Cung cấp dịch vụ cho người thuê bất động sản

<b>Tiêu chí</b>	<b>REIT đại chúng</b>	<b>REIT thành viên</b>
<i>Ưu tiên đầu tư</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các dự án nâng cấp đô thị</li> <li>- Cơ sở hạ tầng có thu</li> <li>- Các dự án nhà ở, căn hộ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các tòa nhà văn phòng</li> <li>- Trung tâm thương mại</li> <li>- Cơ sở hạ tầng có thu</li> <li>- Các dự án nhà ở, căn hộ</li> <li>- Bệnh viện, trường học</li> </ul>

- *Một số yêu cầu đối với REIT:*
  - ✚ Không được cho vay
  - ✚ Phải có Ban Đại diện Quỹ do Đại hội nhà đầu tư bầu chọn
  - ✚ Phải minh bạch trong báo cáo và công bố thông tin
  - ✚ Có chính sách đánh giá, thẩm định tài sản trong giao dịch kinh doanh
  - ✚ Phải quy định số cổ phần tối đa mà một cổ đông có thể nắm giữ nhằm ngăn ngừa sự lạm quyền
  - ✚ Các thành viên tham gia REIT phải độc lập về lợi ích nhằm đảm bảo tính độc lập trong hoạt động của REIT
  - ✚ Thực hiện chính sách thuế thu nhập theo quy định (Việc miễn, giảm thuế phải phù hợp với quan điểm phát triển kinh tế của đất nước, luật pháp Việt Nam và thông lệ quốc tế)
- *Các bên tham gia kiểm tra, giám sát đối với REIT:*
  - ✚ Cơ quan có thẩm quyền của chính phủ: chịu trách nhiệm cấp phép và kiểm tra
  - ✚ Các nhà đầu tư thể nhân hoặc pháp nhân đầu tư vốn của mình vào REIT



- ✚ Công ty quản lý: công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn đủ điều kiện tiến hành các dịch vụ quản lý quỹ. Toàn bộ các giao dịch kinh doanh của REIT sẽ được các công ty này thay mặt REIT tiến hành như chuẩn bị danh mục đầu tư, triển khai các kế hoạch đầu tư... Một công ty quản lý quỹ có thể thiết lập và quản lý nhiều quỹ khác nhau tại cùng một thời điểm.
- ✚ Nhà tài trợ: thông thường, các công ty quản lý cũng đồng thời là các nhà tài trợ hoặc hỗ trợ thành lập các REIT.
- ✚ Ngân hàng giám sát: chịu trách nhiệm giám sát và bảo vệ tài sản, lợi ích của các nhà đầu tư.
- ✚ Kiểm toán, định giá hay thẩm định viên

REIT rất cần khung pháp lý để được thừa nhận. Vì vậy, các cơ quan chức năng từ địa phương đến các bộ ngành và chính phủ cần có sự nghiên cứu để sớm có chính sách riêng dành cho REIT, nhân rộng mô hình Công ty REIT cũng như tạo điều kiện tiên đề cho REIT sẽ hình thành theo cơ cấu là một Quỹ đại chúng hoặc Quỹ thành viên được quản lý bởi Công ty Quản lý Quỹ nhằm phát huy hết những ưu thế của một Quỹ REIT thực sự. Đồng thời, cũng cần có luật bảo vệ các nhà đầu tư (tương tự những quy định bảo vệ nhà đầu tư của Quỹ đầu tư chứng khoán)

## PHẦN KẾT LUẬN

Trong những năm qua, sự phát triển mạnh mẽ của nền kinh tế xã hội Việt Nam nói chung và thành phố Hồ Chí Minh nói riêng đã mở ra những cơ hội kinh doanh lớn và đã tạo điều kiện thuận lợi cho các thành phần kinh tế phát triển trong những năm qua. Trong xu thế này, thị trường bất động sản đã xuất hiện và phát triển mạnh mẽ.

Tuy nhiên, trong sự phát triển của thị trường bất động sản đã biểu lộ ra rất nhiều hạn chế, vướng mắc có thể gây ra những tác động tiêu cực, những ảnh hưởng không tốt cho sự phát triển của chính thị trường bất động sản. Đó là do sự xuất hiện của những nguyên nhân sau: những người đầu tư cá nhân có tiền nhàn rỗi thay đổi hình thức tiết kiệm sang đầu tư nên đã đầu tư quá mức vào bất động sản; chưa có nguồn tài trợ phù hợp cho các dự án bất động sản vốn là các dự án luôn có nhu cầu vốn lớn và dài hạn...

Do thị trường bất động sản có một vị trí quyết định đối với nền kinh tế quốc gia, nên cần có các giải pháp để thúc đẩy thị trường bất động sản không ngừng phát triển và phát triển bền vững.

Một trong những giải pháp đó là nghiên cứu này với mong muốn chứng thực Quỹ Tín thác Bất động sản là mô hình hoàn toàn phổ biến và thông dụng ở các nước phát triển. Mô hình REIT có thể trả lời 2 câu hỏi chủ yếu sau :

- (1) Làm thế nào để huy động một nguồn vốn lớn, dài hạn từ các nguồn tài chính tiềm năng trong xã hội cho các dự án đầu tư bất động sản?
- (2) Kênh đầu tư nào thích hợp cho mọi người muốn đầu tư vào các dự án bất động sản để có được lợi nhuận và tính thanh khoản cao?

Để mô hình quản lý kinh doanh được chấp nhận ở Việt Nam thì phải khắc phục trở ngại lớn nhất - đó là phải có khung pháp lý phù hợp để bảo vệ quyền lợi các

nhà đầu tư. Thành phố sẽ cần có thêm nhiều thời gian để chuẩn bị đầy đủ hệ thống các điều kiện tiền đề cho việc thành lập REIT. Trong đó, sự hỗ trợ về luật pháp là một trong những vấn đề cốt lõi. Trong khuôn khổ hạn hẹp của luận văn này, chúng tôi chưa thể đề cập sâu hơn về các vấn đề pháp lý. Đề tài này chỉ dừng ở chỗ đưa ra các vấn đề cơ bản về mô hình REIT - có thể hoạt động một cách có hiệu quả trong việc thực hiện các dự án bất động sản khi xét trên quan điểm tài trợ dự án. Chúng tôi hiểu rằng còn có nhiều khía cạnh cần được nghiên cứu thêm, dưới góc độ chi tiết hơn để có thể khẳng định tính khả thi cho việc xây dựng REIT, cũng như nghiên cứu sâu hơn về pháp lý, chính sách thuế, cơ chế tài chính và các giải pháp vận hành, quản lý hoạt động REIT trong bối cảnh thực tiễn tại Thành phố Hồ Chí Minh.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt

1. CB Richard Ellis, *Thông cáo báo chí Thị trường bất động sản Việt Nam – Tổng quan 2007 và dự báo 2008 và Tình hình thành phố Hồ Chí Minh 5 năm tới*
2. Cục thống kê thành phố Hồ Chí Minh, *Tình hình kinh tế xã hội* (năm 2005, 2006, 2007)
3. Ngân hàng nhà nước Việt Nam – chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh, *Báo cáo tổng kết về cho vay bất động sản năm 2006*
4. Nguyễn Thị Tuyết Như, *Quy Tín thác đầu tư bất động sản châu Á – Cơ hội và thách thức*, *Tạp chí nghiên cứu phát triển 7-2007*, 34
5. Hiệp hội bất động sản, *Báo cáo về phát triển thị trường bất động sản*, 2005
6. Luật đất đai, 2003
7. Luật doanh nghiệp, 2005
8. Luật chứng khoán, 2006
9. Ủy ban Nhân dân thành phố Hồ Chí Minh, *Định hướng phát triển thành phố Hồ Chí Minh đến 2010*
10. Ủy Ban Nhân dân TP.HCM, Tài liệu hội thảo “*Giải pháp huy động vốn phát triển thị trường bất động sản tại Thành Phố Hồ Chí Minh*”, tháng 08/2005

### Tiếng Anh

1. William B. Brueggeman, Jeffrey D. Fisher, *Real estate finance and Investment*, Mc Graw Hill, 2004.
2. Brody, Michael J., and David S. Raab, *A Primer on Real Estate Investment Trusts and Umbrella Partnership Real Estate Investment Trusts*, Real Estate Finance Journal, 1994
3. Savills, *Hotel Briefing; Retail Briefing; Office Briefing; Apartment for sale Briefing, Quarter 2- 2007*
4. European Public Real Estate Association, *EPRA Global REIT Survey, 8-2007*
5. Franklin Templeton Investments, *Franklin Global REIT Fund, 12-2007*

## **PHỤ LỤC 1**

### **Một số REIT trên thế giới**

#### **1. Bulgaria**

- REIT xuất hiện ở Bulgaria vào năm 2003 với bộ luật Công ty đầu tư đặc biệt (Special Purpose Investment Companies Act). REIT không phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp nhưng có nhiều giới hạn trong hoạt động. Năm 2004, REIT được thành lập theo mô hình của Mỹ và Pháp, đầu tư vào nhà ở, văn phòng và trung tâm bán lẻ

#### **2. Canada**

- Ở Canada, REIT được thành lập năm 1993. REIT được quy định là một định chế ủy thác và không bị đánh thuế nếu REIT phân phối thu nhập chịu thuế cho tất cả cổ đông. Ưu đãi về thuế được sửa đổi bởi chính quyền bảo thủ và sẽ hết hiệu lực vào năm 2011.

#### **3. Đức**

- Năm 2006, Đức có kế hoạch để hình thành REIT nhằm tạo ra một phương tiện đầu tư bất động sản mới. Chính phủ Đức lo ngại rằng nếu việc tạo lập REIT thất bại sẽ gây tổn thất đáng kể đến vốn đầu tư cho các nước khác. Dù đã có làn sóng phản đối từ đảng dân chủ xã hội, nhưng vào tháng 6/2006, bộ trưởng bộ tài chính đã tuyên bố là chính phủ vẫn sẽ hình thành REIT. Các cơ sở pháp lý gần như đã chấp nhận phần lớn quy định về mô hình REIT kiểu Anh (về thuế, niên yết...). Đến năm 2007, Đức đã có G-REIT thành lập theo dạng Công ty.

#### 4. Úc

- Các quỹ tín thác là công cụ nắm giữ bất động sản được ưa chuộng ở Úc. Đây là thị trường REIT được hình thành sau thị trường Mỹ. Các Quỹ tín thường được lập dưới dạng quỹ công chúng có niêm yết hoặc quỹ đóng không niêm yết (nghĩa là nhà đầu tư chỉ đóng góp tiền vào quỹ đóng). Hiện nay, các quỹ tín thác được chi phối bởi Luật Quỹ tín thác và Vốn cổ phần ban hành năm 1985. Để lập quỹ tín thác bất động sản thì không cần phải có yêu cầu đặc biệt, chỉ cần thực hiện thủ tục theo quy định về quản lý đầu tư như cần phải có một công ty được ủy thác quản lý quỹ.

#### 5. Ấn Độ

- Ấn Độ đang trong quá trình củng cố hệ thống pháp lý cho việc hình thành và hoạt động của REIT trên thị trường bất động sản Ấn Độ. Ấn Độ đã từng tạo lập và giới thiệu cho công chúng REIT (dạng I-REITs) để giúp các nhà đầu tư cá nhân thu hưởng quyền lợi từ lợi tức trên thị trường bất động sản được chứng khoán hóa. Đây là cách nhà đầu tư thu lợi nhanh và thanh khoản dễ dàng các khoản đầu tư trên thị trường bất động sản, không giống như lời kinh doanh bất động sản truyền thống. Chính phủ và Ủy ban chứng khoán Ấn Độ (SEBI) đã chủ trương một tiến trình làm lắng dịu tình hình trong đầu tư bất động sản trực tiếp và gián tiếp bằng vốn đầu tư nước ngoài, hoặc thông qua các công ty bất động sản niêm yết, các quỹ hỗ trợ... Với sự lên ngôi của thị trường bất động sản và sự tràn ngập những đợt phát hành ra công chúng lần đầu của những công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán sẽ là thời điểm tốt nhất cho các nhà đầu tư sở hữu cổ phiếu bất động sản tìm kiếm nhiều lợi nhuận. Khung pháp lý và quy định về đầu tư được sửa đổi, nhiều cơ hội đầu tư đầy hứa hẹn mở ra và chính sách thuế rõ ràng, thông thoáng sẽ tạo ra cơ hội đầu tư đúng nghĩa và thật sự hữu ích cho công chúng trong thời gian tới.

## 6. HongKong/Trung Quốc

- Ban đầu, Trung Quốc chỉ có các công ty tín thác bất động sản hoạt động như một quỹ tín thác thể chấp. Các công ty tín thác bất động sản này là các pháp nhân không được niêm yết, huy động vốn thông qua thỏa thuận riêng. Hoạt động của các công ty tín thác chịu sự chi phối quản lý của Ngân hàng nhân dân Trung Hoa. Các công ty tín thác rất năng động trong việc cho vay các khoản vay ngắn hạn, thông qua quá trình tương tự như chứng khoán hóa, là cơ sở để phát triển được Quỹ REIT vào năm 2007. Riêng ở đặc khu Hồng Kông thì đã thành lập REIT từ tháng 06 năm 2005. Thị trường này hiện có 4 REIT, tốc độ phát triển 100%/năm. Việc niêm yết thành công 3 quỹ REIT trên thị trường chứng khoán Hồng Kông, đã đưa Hồng Kông đứng vị trí thứ 3 sau Nhật và Singapore về thị phần trong thị trường REIT châu Á. Một trong 3 quỹ REIT đó là GZI REIT xuyên quốc gia về bất động sản ở Quảng Châu.

## PHỤ LỤC 2

### Thống kê số liệu một số REIT trên thế giới (8-2007)

Nước – Tên viết tắt – Luật chi phối (năm)	Loại (số lượng)	Yêu cầu	Giới hạn trong hoạt động	Lợi nhuận phân phối
Bulgari – SPIC – Luật Công ty đặc biệt (2003)	Công ty cổ phần (45)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Được Ủy ban Giám sát tài chính cấp phép hoạt động.</li> <li>- Nếu niêm yết, phải được phép của Sở giao dịch chứng khoán Bulgari</li> <li>- Vốn tối thiểu: 255.646 EUR</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Không đầu tư quá 10% vào chứng khoán nợ</li> <li>- Chỉ đầu tư vào BĐS ở Bulgari</li> </ul>	90% thu nhập thuần
Đức– G-REIT – Luật về REIT (2007)	Công ty cổ phần	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đăng ký với Phòng đăng ký thương mại</li> <li>- Chịu tác động của luật công ty cổ phần</li> <li>- Vốn tối thiểu: 15 triệu EURO</li> </ul>	75% vào nhà và đất	90% thu nhập thuần
Hàn Quốc – K-REIT – Luật Công ty đầu tư bất động sản (REICA - 2001)	Công ty (8)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Phải được sự tán thành của Bộ Xây dựng.</li> <li>- REIT dạng Công ty cổ phần có thể lập theo luật thương mại Hàn Quốc và REICA</li> <li>- Vốn tối thiểu: 25 tỷ KRW</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đầu tư 70% vốn vào bất động sản</li> <li>- 80% tài sản là bất động sản, chứng khoán bất động sản và tiền mặt</li> </ul>	Tối thiểu 90% thu nhập



Nước – Tên viết tắt – Luật chi phối (năm)	Loại (số lượng)	Yêu cầu	Giới hạn trong hoạt động	Lợi nhuận phân phối
Úc – ALPT – Luật Quỹ tín thác và Vốn cổ phần (1981)	Quỹ	Không có yêu cầu đặc biệt	- Đầu tư bất động sản chủ yếu là cho thuê	100% thu nhập
Chi Lê – FII – Luật về Quỹ Đầu tư (1989)	Quỹ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Phải được sự đồng ý của Ủy Ban chứng khoán ChiLê</li> <li>- Được công ty của ChiLê quản lý</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đầu tư vào bất động sản</li> <li>- Được phép phát triển bất động sản</li> <li>- Được lập công ty con</li> </ul>	Ít nhất 30% lợi nhuận hàng năm
HongKong(Trung Quốc) – HK-REIT – Luật về REIT (2003)	Quỹ (6)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Phải được phép của Ủy ban chứng khoán Hong Kong</li> <li>- Được Công ty quản lý Quỹ đề xuất thiết lập</li> <li>- Không quy định vốn tối thiểu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Phải đầu tư vào BĐS và giữ trong ít nhất là 2 năm</li> <li>- Được đầu tư vào tài sản ngoài nước</li> </ul>	90% lợi tức sau thuế

## PHỤ LỤC 3

### Thống kê các quốc gia có luật về REIT (12-2007)

Asia	Europe	Middle East / Africa	Central America	North America	South America
Australia	Belgium	Israel	Costa Rica	US	Brazil
Dubai	Bulgaria	S. Africa		Canada	Chile
China	Denmark			Mexico	
Hong Kong	Finland				
India	France				
Japan	Germany				
South Korea	Greece				
New Zealand	Italy				
Malaysia	Luxembourg				
Philippines	Netherlands				
Singapore	Spain				
Taiwan	Turkey				
Thailand	UK				

Source: Franklin Templeton Investments - as at 31/12/07. Shaded countries are considering REITs.

## PHỤ LỤC 4

### Danh sách các chuyên gia được phỏng vấn

STT	Họ và tên	Cơ quan	Chức vụ
1.	<i>Th.s Hà Ngọc Lâm</i>	Công ty Quản lý Quỹ Prudential	Trưởng phòng Đầu tư
2.	<i>Trần Xuân Nam</i>	Công ty Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh	Giám đốc khối Tư vấn doanh nghiệp
3.	<i>Th.s Nguyễn Mai Bảo Trâm</i>	Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật	Giám đốc đầu tư Kinh doanh
4.	<i>Th.s Trần Thị Mỹ Hạnh</i>	Quỹ Đầu tư Phát triển Đô thị	Phó phòng Đầu tư
5.	<i>Nguyễn Ngọc Thạch</i>	Quỹ Phát triển nhà ở	Phó Tổng Giám đốc
6.	<i>TS. Nguyễn Văn Sơn</i>	Trung tâm đầu tư nước ngoài phía Nam – Bộ kế hoạch Đầu tư	Trưởng phòng hành chính quản trị
7.	<i>Trương Quang Minh</i>	Vietcombank Tân Bình	Trưởng phòng quản lý rủi ro