

# HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ QUỸ ĐẦU TƯ BẤT ĐỘNG SẢN – KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VÀ KIẾN NGHỊ CHO VIỆT NAM

*Nguyễn Thị Thanh Tú\**  
*Liên Đăng Phước Hải\*\**

**Tóm tắt:** Mặc dù mô hình Quỹ đầu tư bất động sản đã xuất hiện và điều chỉnh tại Việt Nam từ năm 2012, tuy nhiên đến nay, khung pháp lý điều chỉnh hoạt động của Quỹ đầu tư bất động sản vẫn gặp nhiều bất cập trên thực tế, điều này được cho là nguyên nhân cản trở cho sự phát triển của Quỹ đầu tư bất động sản tại Việt Nam. Trong phạm vi bài viết, nhóm tác giả sẽ phân tích những vấn đề lý luận cũng như kinh nghiệm lập pháp quốc tế trong việc điều chỉnh Quỹ đầu tư bất động sản, từ đó, so sánh với khung pháp lý Việt Nam và đề xuất các kiến nghị hoàn thiện.

**Abstract:** Although real estate investment trusts have been regulated in Vietnam since 2012, the legal framework for their operation remains inadequate, hindering the development of REITs in the country. This article analyzes theoretical aspects and international legislative experiences in regulating REITs, compares these with Vietnam's legal framework, and offers proposals for its improvement.

## 1. Những vấn đề chung về Quỹ đầu tư bất động sản

### 1.1. Khái niệm Quỹ đầu tư bất động sản

Quỹ Đầu tư bất động sản hay còn gọi là REITs (Real Estate Investment Trusts) là một loại hình tổ chức kinh doanh chuyên mua, phát triển, quản lý bất động sản (BDS) dựa trên việc quản lý chuyên nghiệp danh mục đầu tư BDS<sup>1</sup>. Tại nhiều quốc gia phát

triển, REITs được xem là một kênh huy động vốn thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư (NĐT) do tính hiệu quả và an toàn của nó mang lại. Theo thống kê của Hiệp hội REITs Hoa Kỳ, lợi nhuận của REITs có phần vượt trội hơn S&P 500 - là chỉ số đại diện cho thị trường chứng khoán (TTCK) Hoa Kỳ đến 56%/năm khi lạm phát cao và hơn 80%/năm khi lạm phát ở mức vừa phải<sup>2</sup>.

\* TS., Trường Đại học Luật Hà Nội.

\*\* ThS., Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia Tp. Hồ Chí Minh.

<sup>1</sup> Dưới góc độ so sánh, REITs tại các nước được hiểu theo nghĩa phổ biến là Quỹ đầu tư tín thác bất động sản. Tuy nhiên, tại Việt Nam từ Nghị định số 58/2012/NĐ-CP, Thông tư số 228/2013/TT-BTC và hiện nay, quy định tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP đều xác định tên gọi Quỹ đầu tư bất động sản với tính chất và nội dung hoạt động tương tự quy định về Quỹ đầu tư tín thác bất động sản trên thế giới. Do đó,

nhóm tác giả thống nhất sử dụng thuật ngữ Quỹ đầu tư tín thác bất động sản và Quỹ đầu tư bất động sản được hiểu là như nhau.

<sup>2</sup> Ngọc Quỳnh, *Hiệu suất sinh lời của VMI nhìn từ mô hình quỹ tín thác đầu tư bất động sản*, Báo Quân đội nhân dân, <https://www.qdnd.vn/kinh-te/cac-van-de/hieu-suat-sinh-loi-cua-vmi-nhin-tu-mo-hinh-quy-tin-thac-dau-tu-bat-dong-san-716372>, công bố ngày 12/01/2023, truy cập ngày 01/03/2024.

Dưới góc độ kinh doanh, REITs là một loại hình kinh doanh mà trong đó NĐT mua cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ xuất dựa trên sự tín nhiệm của mình vào khả năng, sự chuyên nghiệp, kinh nghiệm và uy tín của REITs. Như vậy, NĐT sẽ uỷ thác cho REITs thực hiện việc đầu tư, thông qua việc mua cổ phiếu của công ty BĐS hoặc đầu tư BĐS và các tài sản tương đương để tìm kiếm lợi nhuận. Về mặt pháp lý, REITs thường được nhắc đến với cụm từ “regime” - tạm dịch là “cơ chế”, tức là một định chế được pháp luật điều chỉnh, có chức năng huy động vốn dài hạn cho thị trường BĐS thông qua các ưu đãi có điều kiện về thuế so với các công ty thông thường. Về hoạt động kinh doanh, một REIT chia nhỏ quyền sở hữu các toà nhà hoặc cụm toà nhà, các trung tâm thương mại thành các phần nhỏ và bán cho các nhà đầu tư – một hình thức chứng khoán hóa BĐS. REITs thường được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Thông qua việc nắm giữ cổ phiếu hoặc chứng chỉ quỹ mà NĐT sẽ được chia lợi tức từ REITs. Pháp luật nhiều quốc gia yêu cầu 90-95% lợi tức thu được của REITs phải được chia trực tiếp cho NĐT định kì theo quy định, ví dụ 2 lần một năm<sup>3</sup>.

Tại Hoa Kỳ, mô hình REITs được giới thiệu chính thức đầu tiên tại Đạo luật Quỹ Đầu tư tín thác BĐS năm 1960. REITs ban đầu được định nghĩa như một hiệp hội không có tư cách pháp nhân với nhiều người được uỷ thác tư cách là những người quản lý và có cổ phần có khả năng chuyển

đối với lợi ích nhất định<sup>4</sup>. Mô hình này cho phép các NĐT BĐS cá nhân đạt được lợi ích tương tự như người sở hữu trực tiếp BĐS. Pháp luật Liên bang cho phép REITs không bị đánh thuế doanh nghiệp đối với thu nhập của các cổ đông và tạo cơ sở cho cấu trúc hiện nay của REITs. Tại Nhật Bản, REITs được xem là một mô hình quỹ đầu tư tập thể, sử dụng hình thức đầu tư thông qua quỹ đầu tư hoặc công ty đầu tư, được điều chỉnh bởi Đạo luật về Quỹ đầu tư và Công ty đầu tư<sup>5</sup>. Đây là một mô hình đầu tư, mà theo đó, bằng hoạt động kêu gọi vốn thông qua việc phát hành các chứng chỉ quỹ huy động vốn cho NĐT và thông qua việc vay vốn, để mua BĐS và tài sản tương đương. Tại Việt Nam, REITs bắt đầu được ghi nhận từ Luật Chứng khoán năm 2010 (sửa đổi bổ sung Luật năm 2006) và tiếp tục được quy định chi tiết tại Luật Chứng khoán năm 2019. Theo đó, REITs là dạng quỹ đầu tư chứng khoán dạng đóng, được đầu tư chủ yếu vào BĐS và chứng khoán của tổ chức phát hành là tổ chức kinh doanh BĐS có doanh thu từ việc sở hữu và kinh doanh BĐS tối thiểu là 65% tổng doanh thu tính trên báo cáo tài chính năm gần nhất<sup>6</sup>.

## 1.2. Phân loại

REITs có thể được phân thành nhiều loại dựa trên cơ sở tiêu chí khác nhau. Căn cứ theo đối tượng đầu tư của REITs, có thể

<sup>4</sup> Hanchan, Ericsson, Wang, *Real Estate Investment Trusts. Structure, Performance, and Investment Opportunities*, Oxford University, 2009, p. 15.

<sup>5</sup> Luật về Quỹ đầu tư và Công ty đầu tư (Investment Trust and Investment Corporation Act) Nhật Bản, xem tại: <https://www.japaneselawtranslation.go.jp/en/laws/view/3605/en>, truy cập ngày 01/3/2024.

<sup>6</sup> Tham khảo khoản 43 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019, Điều 247 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.

<sup>3</sup> Dominic Whiting, *Playing the REITs Game, Asia's New Real Estate Investment Trust*, John Wiley & Sons, 2007, p.4.

phân thành: (i) REITs cổ phần (Equity REITs) phát hành cổ phiếu lập quỹ chung nhằm mục đích để đầu tư, sở hữu và khai thác BĐS, từ đó tạo lợi nhuận trực tiếp thông qua việc mua bán, cho thuê và các dịch vụ liên quan BĐS; (ii) REITs cho vay (Mortgage REITs) dùng vốn huy động để cho vay, cung cấp tín dụng trực tiếp cho tổ chức điều hành và phát triển BĐS hoặc gián tiếp thông qua mua lại khoản vay hoặc các chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp<sup>7</sup>. Thu nhập chính là từ lãi suất cho vay; và (iii) REITs hỗn hợp (Hybrid REITs), kết hợp giữa hai mô hình trên, tức là đầu tư đồng thời BĐS sở hữu và cho vay thế chấp BĐS<sup>8</sup>.

Nếu dựa theo cách thức tổ chức, có thể chia REITs thành: (i) REITs được tổ chức dạng công ty (REITs có tư cách pháp nhân)<sup>9</sup>, mô hình này gồm các Quỹ Tự quản (self-management) được áp dụng ở Mỹ, các nước Tây Âu và Nhật. Tại Mỹ, sau Đạo luật cải cách thuế năm 1986 quy định về chế độ tự điều hành quản lý của các REITs, đã hình thành một làn sóng phát triển mạnh mẽ của các Quỹ này và REITs được quản lý bởi công ty quản lý BĐS; và (ii) REITs được tổ chức như một quỹ theo đó các NĐT hợp tác, liên kết thực hiện hoạt động đầu tư. Quỹ dạng này giống quỹ tương hỗ, các hoạt động kinh doanh của quỹ được công ty quản lý quỹ thay mặt quỹ tiến hành.

<sup>7</sup> Chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp là loại chứng khoán được phát hành dựa trên cơ sở một hoặc một nhóm các khoản thế chấp. Về bản chất, chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp là một loại trái phiếu.

<sup>8</sup> Nguyễn Thị Hoài Lê, *Quỹ Đầu tư tín thác bất động sản (REITs)*, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam, số 162, 4/2012, tr.6-7.

<sup>9</sup> Đây là mô hình thịnh hành và phát triển tại nhiều quốc gia trên thế giới.

### 1.3. Lợi ích và rủi ro từ mô hình REITs

#### Lợi ích của mô hình REITs

Dưới góc nhìn so sánh, cơ chế REITs có nhiều ưu điểm cho NĐT so với các mô hình đầu tư khác, như giảm thiểu rủi ro bằng cách mở rộng danh mục đầu tư đối với nhóm tài sản BĐS với chi phí thấp hơn, tạo cơ hội cho NĐT nhỏ lẻ có thể đầu tư vào các dự án BĐS quy mô lớn. Nổi bật nhất phải kể đến là quy định về tỷ lệ chi trả lợi tức cao, có tính ổn định cho NĐT<sup>10</sup>. Tại nhiều quốc gia, REITs có sự phát triển mạnh mẽ bởi đây là cơ chế nhằm giảm nghĩa vụ thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) đối với hoạt động kinh doanh BĐS, thậm chí “không thuế TNDN”<sup>11</sup>. Để được xác định là một REITs, một công ty cần phải đáp ứng các điều kiện khắt khe như đầu tư  $\frac{3}{4}$  tài sản vào BĐS và chia 90% thu nhập cho các cổ đông. Nếu các công ty đáp ứng được các yêu cầu này, REITs sẽ có được lợi ích rất lớn liên quan đến thuế, số thuế TNDN REITs là 0. Đối với nền kinh tế, mô hình này tạo một thêm kênh huy động vốn trung và dài hạn cho nền kinh tế nhờ vào việc huy động vốn rộng rãi từ đại

<sup>10</sup> Thực tế, sau 20 năm ra đời tại Hoa Kỳ, mô hình REITs chưa thực sự phát triển và được quan tâm. Chỉ sau cuộc khủng hoảng năm 1990, lúc này, hình thức sở hữu BĐS thực tế được ưa chuộng hơn cổ phiếu BĐS. Đây là động lực đưa REITs phát triển mạnh mẽ ở Hoa Kỳ cho đến ngày nay.

<sup>11</sup> Về chính sách ưu đãi về thuế đối với REITs, tham khảo: Kiều Yến Ngọc, Nguyễn Thúy Anh, Nguyễn Ngọc Hải, Nguyễn Thị Yên Phương, *Kinh nghiệm phát triển Quỹ tín thác đầu tư bất động sản trên thế giới và bài học cho Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, số 20, 7/2023; Matthew DiLallo, *Real Estate Investment Trusts (REITs): What They Are and How to Invest in Them*, <https://www.fool.com/millionaires/real-estate-investing/reits/reit-investing-101/>, công bố ngày 06/02/2024, truy cập ngày 01/3/2024.

chúng. Định hướng nguồn vốn huy động, tài trợ vào các dự án BĐS và các dự án cơ sở hạ tầng, phát triển của khu vực tư nhân, nhờ đó thúc đẩy tích cực cho sự tăng trưởng kinh tế.

### Rủi ro của mô hình REITs

Bên cạnh các ưu điểm, REITs vẫn chứa các rủi ro nhất định, cụ thể bao gồm:

*Thứ nhất, rủi ro thanh khoản.* Mặc dù REITs công khai cho phép các NĐT bán cổ phiếu của họ trên thị trường trao đổi công khai, tuy nhiên, các khoản đầu tư này có tính thanh khoản kém hơn so với các khoản đầu tư khác, chẳng hạn như trái phiếu và cổ phiếu. Không có thị trường thứ cấp để tìm người mua và người bán tài sản và tính thanh khoản chỉ được cung cấp thông qua các đề nghị mua lại từ Quỹ. Ngoài ra, Quỹ cũng không có cơ chế bảo đảm cho tất cả các NĐT rời bỏ khoản đầu tư của họ sẽ có thể bán toàn bộ hoặc một phần cổ phần mà họ muốn bán trong các đợt chào mua lại hàng quý. Do đó, các nhà đầu tư sẽ khó chuyển đổi cổ phiếu thành tiền mặt ngay tại thời điểm cần thiết.

*Thứ hai, rủi ro thị trường.* Rủi ro này chủ yếu phát sinh trên thị trường BĐS, nơi mà phần lớn các tài sản của REITs hoạt động. Theo Matt Frankel, các rủi ro khi đầu tư REITs như tính dài hạn, lãi suất biến động, rủi ro liên quan đến tài sản, đặc biệt đối với REITs thành viên khi họ có xu hướng tập trung vào loại tài sản cụ thể và các BĐS thương mại đều có rủi ro và hạn chế riêng, ví dụ REITs tập trung vào mảng khách sạn rất nhạy cảm với suy thoái kinh tế hoặc dịch bệnh như Covid 19<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Matt Frankel, *How to Invest in Real Estate Investment Trusts (REITs)*, 2024, xem tại: <https://>

*Thứ ba, rủi ro pháp lý.* Nhiều rủi ro pháp lý phát sinh, chẳng hạn các tranh chấp về quyền sở hữu tài sản, các vụ kiện tụng hoặc khoản phí chưa thanh toán, thiếu các cơ chế bảo vệ NĐT mua chứng chỉ quỹ của REITs.

Đứng từ phương diện NĐT, những rủi ro trở thành rào cản lớn khi tiếp cận hình thức đầu tư này bao gồm:

*Một là, việc phân phối cổ tức.* Không có sự đảm bảo nào về việc NĐT sẽ được chia cổ tức từ hoạt động kinh doanh của REITs (có thể là lãi từ việc cho vay, cho thuê, bán tài sản hoặc thậm chí tiền của NĐT khác). Ngoài ra, khi thị trường BĐS gặp khó khăn, thì giá trị của REITs cũng sẽ suy giảm.

*Hai là, tính công khai của REITs.* Đối với các REITs không niêm yết trên Sàn giao dịch tập trung (private REITs) thường được miễn đăng ký với Ủy ban chứng khoán, do đó cũng không phải tuân theo các điều kiện của công ty niêm yết, như báo cáo tài chính kiểm toán, công bố thông tin. Điều này làm giảm tính công khai của Quỹ<sup>13</sup>. Việc thiếu sự minh bạch có thể khiến NĐT, đặc biệt là NĐT nhỏ lẻ có thể dễ gặp khó khăn trong

[www.fool.com/millionacres/real-estate-investing/reit-s/reit-investing-101/](http://www.fool.com/millionacres/real-estate-investing/reit-s/reit-investing-101/), truy cập ngày 16/6/2024.

<sup>13</sup> Xem Song, Meeyeon Park, *What are the risk Factors of Investing in REITs?*, 2019, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/risk-factors-of-investing-in-reits/>, truy cập ngày 01/3/2024. Tại Hoa Kỳ, các REITs không niêm yết cũng phải đăng ký với Ủy ban chứng khoán và Hối đoái Hoa Kỳ (SEC) và nộp báo cáo định kỳ, tuy nhiên chứng chỉ quỹ không được niêm yết và giao dịch. Theo SEC, việc đầu tư vào các REITs không niêm yết vẫn gặp các rủi ro lớn liên quan đến tính minh bạch của giá chứng chỉ và xung đột lợi ích. Tham khảo thông tin từ bài viết: *Non-traded REITs* trên website của SEC, 2015, <https://www.sec.gov/resources-investors/investor-alerts-bulletins/non-traded-reits>, truy cập ngày 6/6/2024.

việc bảo vệ các quyền và lợi ích hợp pháp của mình.

*Ba là, chi phí quản lý.* So với đầu tư trực tiếp vào BĐS, khi đầu tư vào REITs, NĐT phải chịu chi phí quản lý tương đối cao, thông thường chiếm từ 0,5-1,5% trên tổng tài sản của REITs<sup>14</sup>.

Nhìn nhận những ưu điểm và rủi ro của hoạt động đầu tư vào REITs, đặc biệt từ phương diện NĐT, vấn đề xây dựng khung pháp lý rõ ràng, minh bạch cho tổ chức và hoạt động của REITs là rất cần thiết trong thời gian tới.

## **2. Khung pháp lý điều chỉnh hoạt động Quỹ đầu tư bất động sản tại Việt Nam**

Tại Việt Nam, kênh huy động vốn chủ yếu của các chủ đầu tư BĐS đến từ cổ đông và tiền vay từ các tổ chức tín dụng, hoặc thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Điều này dẫn đến việc, khi việc huy động vốn từ các tổ chức tín dụng bị hạn chế và các điều kiện phát hành trái phiếu bị thắt chặt trong thời gian gần đây, khiến thị trường BĐS tại Việt Nam phải đối mặt với các khó khăn không nhỏ<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Nguyễn Thị Hoài Lê, *Quỹ Đầu tư tín thác bất động sản (REITs)*, Tạp chí Chứng khoán Việt Nam, số 161, tháng 3/2012, tr.9.

<sup>15</sup> Thực tế, Chính phủ và Thủ tướng Chính phủ đã xây dựng nhiều nhiều kế hoạch, chỉ đạo cũng như tổ chức nhiều cuộc họp với các chủ đầu tư BĐS nhằm giải quyết tình trạng khó khăn trong thời gian vừa qua tại Việt Nam. Xem thêm: *Đề xuất một loạt giải pháp tháo gỡ khó khăn thị trường bất động sản*, Báo Điện tử Chính phủ Việt Nam, <https://baochinhphu.vn/de-xuat-mot-loat-giai-phap-thao-gu-kho-khan-thi-truong-bat-dong-san-102230217102332355.htm>, công bố ngày 17/02/2023, truy cập ngày 01/3/2024; Thùy Linh, *Quyết liệt gỡ khó cho thị trường bất động sản*, Báo Tài Nguyên và Môi trường, [https://baotainguyenmoitruong.vn/quyet-liet-go-kho-](https://baotainguyenmoitruong.vn/quyet-liet-go-kho-cho-thi-truong-bat-dong-san-348164.html)

Trong bối cảnh đó, REITs sẽ là một giải pháp hiệu quả nhằm khai thông nguồn vốn cho các công ty BĐS.

Tại Việt Nam, quy định về sự hình thành và hoạt động của quỹ đầu tư BĐS đã được ban hành từ năm 2012, nhưng cho đến năm 2016, mới chỉ có 01 quỹ đầu tư BĐS đăng ký thành lập và được cấp giấy chứng nhận chào bán Chứng chỉ quỹ lần đầu ra công chúng vào tháng 5/2016 với tổng số vốn huy động được là 50 tỷ đồng, tương ứng với 5 triệu chứng chỉ quỹ. Đó là quỹ đầu tư BĐS Techcom Vietnam (TCREIT) do Công ty trách nhiệm hữu hạn Quản lý Quỹ Kỹ Thương quản lý. Các REITs hoạt động tại Việt Nam hiện hầu hết là các quỹ nước ngoài, như VNL của Vinacapital, VPF của Dragon Capital, ILH- ILH2 và ILH3 của Indochina Capital, VPH của Saigon Asset Management... Điều này cho thấy sự “chậm trễ” trong việc triển khai và phát triển mô hình này trên TTCK Việt Nam. Lý giải cho sự “chậm trễ” trong phát triển quỹ REITs tại Việt Nam, ngoài nguyên nhân chính từ thị trường BĐS, thì khung pháp lý về REITs hiện nay chưa thực sự tiệm cận thông lệ quốc tế, chưa tạo điều kiện và ưu thế cho mô hình REITs so với công ty thông thường (đặc biệt về thuế), từ đó dẫn đến rào cản thứ hai là sự e ngại của NĐT đối với mô hình mới này.

So với các nước trong khu vực như Singapore, Thái Lan, mặc dù việc tiếp cận mô hình REITs tại Việt Nam tương đối muộn, song cho đến nay hành lang pháp lý đảm bảo cho sự hình thành và phát triển của quỹ đầu tư BĐS về cơ bản đã được thiết lập. Từ năm 2012, cùng với Nghị định

[cho-thi-truong-bat-dong-san-348164.html](https://baotainguyenmoitruong.vn/quyet-liet-go-kho-cho-thi-truong-bat-dong-san-348164.html), công bố ngày 20/12/2022, truy cập ngày 16/6/2024.

58/2012/NĐ-CP, Thông tư 228/2012/TT-BTC và Nghị định 60/2015/NĐ-CP đã quy định nội dung cơ bản cho việc nhận diện, thành lập, tổ chức và điều hành quỹ. Các quy định này tiếp tục được xác lập tại Luật Chứng khoán năm 2019 và văn bản hướng dẫn thi hành. Về tổng quan, quy định pháp luật Việt Nam cho thấy tính tương đồng trong xác định yếu tố cơ bản nhận diện REITs so với các quốc gia khác trên thế giới, như dành tối thiểu 90% lợi nhuận thực hiện trong năm để chi trả lợi tức cho nhà đầu tư; đầu tư tối thiểu 65% giá trị tài sản ròng của quỹ vào các bất động sản ở Việt Nam với mục đích cho thuê hoặc khai thác... Nghị định số 155/2020/NĐ-CP và Thông tư 98/2020/TT-BTC đã xác định vấn đề rất căn bản cho sự phát triển của quỹ REITs và đánh giá từ phương diện NĐT, cơ chế này tương đối tốt trong bảo vệ quyền liên quan tài sản của NĐT trong quỹ. Điềm qua một số nội dung như sau:

**Về mô hình.** REITs tại Việt Nam được quy định dưới hai hình thức Quỹ đầu tư chứng khoán đại chúng và Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng. Đáng lưu ý, Việt Nam quy định mô hình quỹ đầu tư BĐS là dạng quỹ đóng, tức phải thực hiện chào bán chứng chỉ quỹ ra công chúng và không được mua lại theo yêu cầu của NĐT<sup>16</sup>.

Xác định mô hình quỹ đại chúng dạng đóng và Công ty đầu tư chứng khoán đại chúng đồng nghĩa với việc bắt buộc phải có công ty quản lý quỹ đảm trách việc quản lý quỹ và phải có ngân hàng giám sát đối với REITs, điều này rất phù hợp với điều kiện và quy mô thị trường tại Việt Nam, đồng thời thiết lập mô hình hỗ trợ bảo vệ quyền

lợi NĐT tốt hơn. Ở đây có một sự tiếp cận không hoàn toàn giống với nhiều quốc gia trên thế giới như Mỹ, Anh, Bỉ... Theo đó, REITs được xác định như một “quy chế” liên quan đến tạo lập hoạt động đầu tư tương hỗ vào BĐS, và REITs được xác định theo tiêu chí đáp ứng các điều kiện pháp luật. Ví dụ, theo Đạo luật Tài chính năm 2006 (cập nhật năm 2007) của Anh, các điều kiện để được xem là một quy chế REITs bao gồm: Về hình thức pháp lý, có thể là nhóm hoặc công ty độc lập cư trú và nộp thuế tại Anh, có cổ phiếu giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán và 90% thu nhập cho thuê BĐS phải được phân phối trong một năm tài chính và có thể được trả dưới dạng cổ phiếu. Về vốn, pháp luật không yêu cầu vốn tối thiểu. Tuy nhiên, phải đảm bảo các giới hạn tài chính ban đầu và đảm bảo yêu cầu về việc lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cho thuê BĐS (mục đích tính thuế) phải tối thiểu bằng 1,25 lần chi phí lãi vay phát sinh. Không đảm bảo yêu cầu này, một khoản thuế sẽ được áp dụng. Về danh mục tài sản, có ít nhất 75% thu nhập thuần phát sinh từ việc cho thuê BĐS và có ít nhất 75% tổng tài sản được sử dụng trong kinh doanh cho thuê (để khuyến khích REITs, tiền mặt được chấp nhận khi xác định giới hạn tài sản)<sup>17</sup>. Như vậy, với cách tiếp cận theo pháp luật các nước, REITs có thể có hình thức tổ chức đa dạng hơn và có thể tự quản lý.

**Về điều kiện thành lập quỹ.** Luật Chứng khoán năm 2019 và văn bản hướng dẫn thi hành đã quy định tương đối chi tiết trình tự và thủ tục thành lập REITs dưới cả

<sup>16</sup> Điều 247 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP.

<sup>17</sup> Chetcuti Cauchi, *A comparison of Reits Across leading countries*, 2019, xem tại: <https://reits.chetcuticauchi.com/reits-comparison/>, truy cập ngày 01/03/2024.

hai dạng. Bên cạnh đó cũng đặt ra yêu cầu về trình độ nhân sự phù hợp với hoạt động. Điểm mới Luật Chứng khoán năm 2019 là đã tiếp cận vấn đề ở mức độ rõ ràng hơn, thay vì quy định quá cụ thể nhân sự có trình độ hay chứng chỉ liên quan đến BĐS (02 nhân viên)<sup>18</sup> thì hiện nay điều kiện này xác định là 01 thành viên độc lập có trình độ chuyên môn, kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh BĐS, thẩm định giá BĐS và nhấn mạnh đến vai trò, điều kiện của doanh nghiệp thẩm định giá và hoạt động thẩm định giá BĐS<sup>19</sup>.

Ngoài ra, pháp luật cũng đã có những thay đổi theo hướng tạo điều kiện như nới rộng đối tượng tài sản góp vốn và phạm vi đầu tư (bao gồm đầu tư vào BĐS và cổ phiếu của các công ty BĐS). Quy định này giúp tăng tính thanh khoản cho tài sản đầu tư của quỹ. Điều này còn tạo cơ hội cho những quỹ đầu tư BĐS đầu tư 100% vào cổ phiếu của các doanh nghiệp kinh doanh BĐS, giúp tháo gỡ được vấn đề về quyền biểu quyết có tính chi phối trong việc triển khai các dự án BĐS của doanh nghiệp<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> Điều 4 Thông tư số 228/2012/TT-BTC ngày 27/12/2012 hướng dẫn thành lập và quản lý Quỹ đầu tư bất động sản.

<sup>19</sup> Điều 54, 63 Thông tư số 98/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 hướng dẫn hoạt động và quản lý Quỹ đầu tư chứng khoán.

<sup>20</sup> Ví dụ Quỹ đầu tư BĐS TCREIT (mã CCQ: FUCVREIT) sau khi thành lập đã duy trì danh mục đầu tư của quỹ bao gồm tiền mặt và khoản đầu tư vào 2 cổ phiếu của Công ty Cổ phần Nam Long (NLG) và Tập đoàn Vingroup (VIC) tương đương với khoảng 65% tổng giá trị tài sản của quỹ. Tham khảo: Dương Ngân Hà, *Quỹ đầu tư bất động sản và triển vọng phát triển tại thị trường Việt Nam*, Tạp chí Tài chính online, <https://tapchitaichinh.vn/quy-dau-tu-bat-dong-san-va-trien-vong-phat-trien-tai-thi-truong-viet-nam>.html, công bố ngày 14/7/2017, truy cập ngày 01/03/2024.

**Về hoạt động.** Pháp luật đã có quy định chuyên biệt hoá cho mô hình REITs với quy định cụ thể về tỉ lệ phân phối lợi nhuận và giới hạn đầu tư. Điển hình như quy định tối thiểu 65% giá trị tài sản ròng của quỹ vào các BĐS ở Việt Nam với mục đích cho thuê hoặc khai thác để thu lợi tức ổn định; chứng khoán của tổ chức phát hành là tổ chức kinh doanh bất động sản có doanh thu từ việc sở hữu và kinh doanh bất động sản tối thiểu là 65% tổng doanh thu tính trên báo cáo tài chính năm gần nhất. Danh mục đầu tư vào tài sản khác của Quỹ được xác định rõ và xác định mức tối đa 35% giá trị tài sản ròng. Đối tượng là BĐS trong hoạt động đầu tư được quy định chi tiết, kèm theo đó giới hạn đầu tư rất rõ ràng<sup>21</sup>.

### **3. Những hạn chế và các kiến nghị hoàn thiện pháp luật Việt Nam về Quỹ đầu tư bất động sản**

Quy định pháp luật Việt Nam hiện nay về cơ bản đã tạo ra cơ sở cho hoạt động của REITs cũng như xây dựng được những giới hạn cần thiết tác động vào hoạt động tài chính của mô hình này. Tuy nhiên, trong tương quan so sánh với mô hình REITs tại một số quốc gia, nhìn từ yếu tố lịch sử và pháp luật hiện hành để đánh giá nguyên nhân tại sao mô hình này có ưu thế vượt trội đến mức bùng nổ, thì những nhìn nhận về khung pháp lý cho REITs tại Việt Nam vẫn còn một số vấn đề phải hoàn thiện.

#### **3.1. Xây dựng các chính sách ưu đãi về thuế đối với Quỹ đầu tư bất động sản**

Mô hình REITs thường được đề cập đến như một cơ chế với sự ưu đãi về thuế, tránh thuế TNDN. Hiểu đơn giản, REITs

<sup>21</sup> Tham khảo Điều 24, Điều 51, Điều 52 Thông tư số 98/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020.

mang bản chất là một công cụ đầu tư trung gian, không tự sản xuất kinh doanh và cung cấp dịch vụ. Do vậy, các khoản lợi tức mà REITs thu được sẽ không bị đánh thuế để tránh bị đánh thuế trùng (do lợi tức mà REITs thu được là thu nhập sau thuế của các tổ chức nhận vốn đầu tư và lợi tức này, sau đó lại được phân bổ cho các NĐT)<sup>22</sup>. Đây cũng là một lý do quan trọng khiến mô hình REITs phổ biến và phát triển tại nhiều quốc gia. Theo thống kê, đa số các nước áp dụng nguyên tắc thuế “thông qua” (flow through), trong đó REITs không phải chịu thuế thu nhập và chỉ áp dụng thuế đối với các NĐT khi được chi trả lợi tức nếu đáp ứng các điều kiện theo quy định pháp luật. Pháp luật Việt Nam hiện nay quy định quỹ đầu tư BĐS có thể được thành lập dưới dạng Công ty đầu tư chứng khoán BĐS (Công ty cổ phần) hoặc quỹ đầu tư BĐS (quỹ đóng). Để linh hoạt và hiệu quả hơn trong hoạt động, các Công ty quản lý quỹ muốn lập quỹ dưới dạng Công ty đầu tư chứng khoán BĐS. Tuy nhiên, quy định của pháp luật về thuế, nếu tổ chức quỹ dưới dạng CTCP đầu tư chứng khoán BĐS, thì phải chịu thuế TNDN, giá trị gia tăng... như đối với pháp nhân là các loại hình công ty thành lập theo quy định của luật doanh nghiệp, dù cho về bản chất, công ty đầu tư chứng khoán BĐS cũng là quỹ đầu tư BĐS.

Bên cạnh đó, mặc dù chính sách thuế đối với NĐT tham gia vào REITs mặc dù có một số biện pháp mềm dẻo như miễn lệ phí trước bạ, không phải xuất hoá đơn kê khai,

nộp thuế GTGT khi NĐT góp vốn. Tuy nhiên, mức đánh thuế không có điểm khác biệt gì so với hình thức đầu tư khác. Theo hướng dẫn của Tổng cục thuế về chính sách thuế đối với hoạt động của Quỹ đầu tư BĐS thì: (i) Trường hợp NĐT là tổ chức kinh doanh tại Việt Nam hoạt động theo Luật Đầu tư, Luật Doanh nghiệp sẽ thực hiện nộp thuế áp dụng đối với doanh thu từ chuyển nhượng BĐS theo mức thuế suất 20%. NĐT tổ chức có nghĩa vụ ghi tăng thu nhập và nộp thuế TNDN trong trường hợp BĐS góp vốn được định giá cao hơn giá trị còn lại trên sổ sách. (ii) NĐT là cá nhân, phải nộp thuế đối với thu nhập từ chuyển nhượng BĐS khi góp vốn theo mức thuế suất 2% trên giá trị chuyển nhượng. Cũng cần phải nói thêm rằng, tại Việt Nam hiện nay thuế đánh trên lãi vốn vẫn ở mức khá cao (20%) đối với NĐT tổ chức và NĐT cá nhân khi tham gia các quỹ đầu tư, trong khi tại một số nước khác như Nhật Bản hay Ấn Độ tỷ lệ này là thấp hơn nhiều<sup>23</sup>. Đây là một trong những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ hoàn vốn cho NĐT và là điều mà các NĐT nước ngoài quan ngại khi cân nhắc lựa chọn đầu tư vào các quỹ đầu tư tại Việt Nam.

<sup>22</sup> Tham khảo thêm: Lê Thị Bích Huệ, *Kinh nghiệm đánh thuế đối với sở hữu, chuyển nhượng chứng chỉ quỹ đầu tư chứng khoán của một số nước trên thế giới và bài học trong hoàn thiện pháp luật Việt Nam*, Tạp chí Công thương, tháng 8/2018 (số 11), tr. 72.

<sup>23</sup> Tại Nhật Bản, về phía doanh nghiệp, thu nhập ròng phân phối cho nhà đầu tư được miễn thuế hoàn toàn. Đối với NĐT, thuế đánh vào lãi vốn và cổ tức đối với nhà đầu tư cá nhân được giảm xuống còn 10%. Kiều Yên Ngọc, Nguyễn Thúy Anh, Nguyễn Ngọc Hải, Nguyễn Thị Yên Phương, *Kinh nghiệm phát triển Quỹ tín thác đầu tư bất động sản trên thế giới và bài học cho Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế và Dự báo, số 20, 7/2023. Tại Ấn Độ, thu nhập của REITs từ hoạt động cho thuê hoặc kinh doanh bất động sản được miễn thuế. Bên cạnh đó, thu nhập ròng phân phối cho nhà đầu tư, tùy vào từng trường hợp, cũng được miễn thuế. Tham khảo PWC, *Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) regimes*, 10/2019, tr. 43-44.

Tại Việt Nam, trước hết cần tạo ra các chính sách ưu đãi về thuế cho các tổ chức, cá nhân khi tham gia vào quỹ đầu tư so với đầu tư trực tiếp vào chứng khoán, đây là biện pháp quan trọng nhằm khuyến khích các quỹ đầu tư phát triển, nhất là đối với các quỹ đầu tư nội địa. Vì vậy, cần quy định rõ hoạt động của REITs không chịu thuế TNDN theo hướng xác định các tiêu chí nhận diện một quỹ là mô hình REITs. Khi doanh nghiệp có hoạt động thể hiện được đầy đủ tính chất để nhận diện là một REITs sẽ được hưởng chế độ thuế của REITs.

### **3.2. Xây dựng văn bản điều chỉnh riêng cho Quỹ đầu tư bất động sản tại Việt Nam**

Nếu như ở các quốc gia, hoạt động của REITs được điều chỉnh bởi các đạo luật riêng biệt, thì tại Việt Nam, quy định về REITs được xác lập trong một Thông tư hướng dẫn về Quỹ đầu tư chứng khoán nói chung<sup>24</sup>. Điều này tạo nên một phần tâm lý lo ngại của NĐT liên quan đến cơ sở pháp lý cho hoạt động của REITs hiện nay<sup>25</sup>. Xét trên tính chất, mức độ và tiềm năng phát triển của loại hình quỹ này tại Việt Nam, việc ban hành một văn bản luật riêng như các quốc gia, hoặc ít nhất một Nghị định riêng của Chính phủ quy định chi tiết các vấn đề pháp lý liên quan đến REITs là một điều cần thiết, qua đó từng bước nâng cao hiệu lực và tiệm cận với thông lệ quốc tế.

<sup>24</sup> Hiện nay, Thông tư số 98/2020/TT-BTC do Bộ Tài chính ban hành là cơ sở, văn bản hướng dẫn cho hoạt động của Quỹ đầu tư chứng khoán nói chung, trong đó có REITs.

<sup>25</sup> Xem thêm: Kiên Cường, *Lưu ý khi đầu tư vào quỹ tín thác bất động sản*, Báo Pháp luật Tp. Hồ Chí Minh, <https://plo.vn/luu-y-khi-dau-tu-vao-quy-tin-thac-bat-dong-san-post679431.html>, công bố ngày 11/5/2022, truy cập ngày 01/3/2024.

Theo kinh nghiệm của một số quốc gia, nhóm tác giả đề xuất khung pháp lý của REITs cần xác lập một số nội dung quan trọng như cấu trúc của REITs niêm yết tại Việt Nam, các quy định về công bố thông tin của REITs, các hạn chế về đầu tư, các thành phần tham gia vào hoạt động của REITs, vấn đề về cơ cấu quản trị của REITs, các nguyên tắc về chống xung đột lợi ích, các quy định về bảo vệ NĐT, nguyên tắc và quy định về việc chi trả lợi nhuận cho NĐT, xây dựng quy định chuyển đổi từ các hình thức khác sang REITs, hình thành các công ty con chịu thuế trực thuộc của REITs. Ngoài ra, cần phải ban hành các quy định để đảm bảo minh bạch về tài chính của công ty quản lý quỹ để bảo vệ các NĐT, như tiêu chuẩn hoạt động của công ty quản lý REITs và REITs được sự giám sát của một số tổ chức chuyên nghiệp như ngân hàng giám sát, đơn vị giám sát, định giá, đơn vị kiểm toán... Đặc biệt, việc trao cho NĐT khả năng khởi kiện công ty quản lý quỹ, cũng như những đối tượng có liên quan có sai phạm, gây ra thiệt hại cho NĐT (như ngân hàng giám sát, thành viên ban đại diện quỹ...), để thu hồi tài sản, cũng như bồi thường thiệt hại là điều cần thiết, từ đó góp phần nâng cao sự minh bạch trong quản lý, điều hành REITs của các công ty quản lý quỹ và các đối tượng có liên quan.

### **3.3. Nâng cao tính độc lập trong quản lý, hạn chế lạm quyền, đảm bảo tính minh bạch và hiệu quả đầu tư**

Tại Việt Nam, Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn hiện hành liên quan đến REITs chưa có quy định chi tiết và cụ thể về thẩm quyền, nghĩa vụ và hạn chế của thành viên Quỹ (Quỹ đóng nói chung và REITs). Đây là một bất cập có thể dẫn đến lạm quyền, thiếu minh bạch. Cần xác lập

quy định thành viên tham gia vào REITs phải độc lập về lợi ích cá nhân nhằm ngăn ngừa các giao dịch và quyết định kinh doanh không công bằng. Thiết lập quy định nhằm ngăn ngừa khả năng lạm dụng quyền lực của cá nhân hoặc nhóm các NĐT trong một REITs. Đây được coi là một quy tắc quan trọng trong xây dựng khung khổ pháp lý tại nhiều quốc gia. Theo đó, pháp luật xác lập một số tiêu chuẩn mà REITs phải tuân thủ như số cổ phần hay chứng chỉ quỹ tối thiểu phải phát hành ra công chúng, số lượng tối đa cổ phần một nhóm cổ đông lớn nhất có thể nắm giữ, các hạn chế đối với cổ đông chính (cổ đông chiến lược) trong hoạt động kinh doanh của REITs và của chính cổ đông. Ngoài ra, vấn đề về chia cổ tức cho NĐT cần phải được quy định chặt chẽ hơn để bảo đảm tính hiệu quả khi đầu tư vào mô hình này, điển hình ở Nhật Bản, hơn 90% lợi nhuận từ REITs phải trả dưới dạng cổ tức cho NĐT trong năm tài chính và việc không phân chia lợi nhuận cho NĐT có thể là một trong những sai phạm khiến REITs có thể bị hủy niêm yết.

### **3.4. Tăng cường quản lý, giám sát của cơ quan có thẩm quyền và xây dựng, nâng cao ý thức của NĐT**

Việc khó khăn của thị trường chứng khoán và BĐS tại Việt Nam gần đây có phần không nhỏ từ việc thiếu trách nhiệm trong việc quản lý, giám sát của cơ quan quản lý nhà nước<sup>26</sup>. Vì vậy, dưới góc độ cơ

<sup>26</sup> Trong thực tế, thời gian qua, nhiều quan chức quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán bị xử lý kỷ luật, thậm chí là buộc thôi việc do những sai phạm trong công tác quản lý trên Thị trường chứng khoán. Xem: *Tổng giám đốc HoSE Lê Hải Trà bị buộc thôi việc, HoSE có người điều hành mới*, Báo Tuổi trẻ, nguồn: <https://tuoitre.vn/tong-giam-doc-hose-le-hai-tra-bi-buoc-thoi-viec-hose-co-nguoi-dieu-hanh-moi-20220520223656132.htm>, công bố ngày 20/5/2022,

quan chức năng, để bảo đảm cho mô hình REITs hoạt động hiệu quả, trước hết cần phải xây dựng một thị trường BĐS và chứng khoán minh bạch, từ đó tạo niềm tin cho NĐT thông qua việc tăng cường kiểm tra, giám sát để sớm phát hiện, xử lý các sai phạm. Đồng thời xây dựng một khung pháp lý vững chắc, tạo niềm tin cho NĐT. Trong đó, cần xây dựng và tổ chức các cơ quan đánh giá mức độ tín nhiệm của REITs, các yêu cầu về kinh nghiệm quản lý quỹ, các chuẩn mực về đánh giá BĐS, các dịch vụ thẩm định và quản trị BĐS chuyên nghiệp để bảo vệ NĐT...<sup>27</sup>.

Về phía NĐT, các cơ chế bảo vệ của cơ quan chức năng đều sẽ không đạt được hiệu quả nếu như thiếu ý thức tự bảo vệ mình của NĐT, mà trước hết là thông qua việc nâng cao kiến thức khi tham gia vào REITs. NĐT chỉ nên đầu tư khi tin tưởng vào nguồn lực, kinh nghiệm quản lý, kinh doanh BĐS, thị trường vốn, có kỹ năng quản lý đầu tư và khai thác có hiệu quả BĐS của công ty quản lý quỹ. Đặc biệt, khi phát hiện quyền lợi của mình bị xâm phạm, NĐT cần chủ động trong việc sử dụng các công cụ pháp lý nhằm bảo vệ mình, như tố giác vi phạm hay khởi kiện yêu cầu bồi thường thiệt hại cho REITs hoặc cho bản thân NĐT.

truy cập ngày 01/3/2023; *Cựu Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Trần Văn Dũng làm chuyên viên cao cấp Phòng Báo chí*, Báo Lao động, <https://laodong.vn/doanh-nghiep-doanh-nhan/cuu-chu-tich-ub-chung-khoan-nha-nuoc-tran-van-dung-lam-chuyen-vien-cao-cap-phong-bao-chi-1078695.ldo>, công bố ngày 09/8/2022, truy cập ngày 01/3/2024.

<sup>27</sup> Có thể nói, trên thực tế việc định giá giá trị tài sản của REITs (NAV) yêu cầu phải định giá lại các tài sản là BĐS mà REITs đang sở hữu, nhưng việc định giá được giá trị chính xác các BĐS là một điều không dễ dàng trên thực tế, đặc biệt khi thị trường BĐS có nhiều biến động. Do đó, việc xây dựng và phát triển các tổ chức định giá BĐS chuyên nghiệp là điều cần thiết trong việc bảo vệ quyền lợi NĐT.