

Chứng khoán hóa bất động sản

Giải pháp tạo tính thanh khoản cho thị trường bất động sản Việt Nam

TS TRẦN QUỐC TUẤN

Th.S TÔ THỊ MỸ DUNG



Như ta đã biết, thị trường bất động sản xuất hiện trước thị trường chứng khoán (TTCK) từ rất lâu và hoạt động không ổn định trong thời gian khá dài. Sự thăng trầm của thị trường được đánh dấu qua 3 cột mốc đáng chú ý sau: đầu tiên là năm 1993-1994, lần thứ hai năm 2001-2002, và cơn sốt lần thứ ba đã được lặp lại theo chu kỳ từ cuối năm 2007 đến đầu năm nay. Trong 3 cơn sốt trên, lần thứ nhất TTCK chưa hình thành, còn lần thứ 2 sự non trẻ của TTCK chưa gây ảnh hưởng đến thị trường bất động sản (TTBĐS), chỉ có lần thứ 3 sự tác động qua lại giữa 2 thị trường này mới bộc lộ rõ nét. Mối quan hệ giữa 2 thị trường này được thể hiện thông qua sự dịch chuyển luồng vốn trong nền kinh tế. Sự tăng trưởng của TTCK vào cuối năm 2006 đến đầu năm 2007 đã mang đến cho nhà đầu tư khoản lợi nhuận lớn trong thời gian rất ngắn, để bảo toàn thu nhập các nhà đầu tư này đã chuyển sang kênh đầu tư khác mang tính hiện thực nhiều hơn tính “ảo” của TTCK, đó là bất động sản làm cho thị trường này nóng lên. Và sau khi thăng lớn trên TTBĐS họ lại thực hiện đa dạng hóa danh mục đầu tư trong đó chứng khoán và bất động sản là 2 hàng hóa “hot” nhất. Như vậy, khi TTCK và TTBĐS phát triển đến một trình độ nhất định, mối liên kết giữa chúng sẽ dần dần được thể hiện rõ. Có thể nói TTCK và TTBĐS là 2 cái bình thông nhau mà nguồn vốn của

nền kinh tế sẽ chạy thông suốt trong 2 cái bình này. TTCK phát triển “nóng” nguồn vốn đầu tư vào thị trường này tăng cao, sẽ có ảnh hưởng nhất định đến vốn đầu tư vào TTBĐS; ngược lại khi TTCK hạ nhiệt thì vốn đầu tư sẽ chuyển hướng sang “hâm nóng” TTBĐS. Nguồn vốn là nguồn lực có giới hạn nên khi nó “chảy” vào thị trường này cao thì sẽ hạn chế đối với thị trường kia và ngược lại. Hơn nữa, nếu để các thị trường tự điều tiết, phân phối vốn thì sẽ ảnh hưởng đến các mục tiêu kinh tế vĩ mô và sự phát triển bền vững của chúng. Một vấn đề được đặt ra ở đây là tại sao chúng ta không liên kết chặt chẽ hai thị trường quan trọng này, để cùng một lượng vốn nhưng có thể khuếch trương cả hai thị trường cùng phát triển.

Từ trước đến nay, TTCK là thị trường của đại chúng, nó không hạn chế số lượng nhà đầu tư tham gia, trong khi đó TTBĐS là thị trường “thời thượng” chỉ dành cho các nhà đầu tư có tiềm lực tài chính mạnh. Để kết nối 2 thị trường này với nhau cần nên “xã hội hóa các khoản đầu tư BĐS”. Thực hiện “xã hội hóa” có nghĩa là chúng ta cần phải phân chia các tài sản BĐS có giá trị lớn thành nhiều khoản đầu tư nhỏ và phổ biến trong công chúng để mọi người có cơ hội tiếp cận được. Nếu như trước đây nhà đầu tư phải có đủ số tiền lớn để mua BĐS và là người duy nhất đứng tên trên sổ chứng nhận sở hữu nên toàn

bộ thu nhập có được từ việc kinh doanh tài sản này sẽ hoàn toàn thuộc về họ; thì nay với “xã hội hóa” các khoản đầu tư BĐS đã thu hút được đông đảo các nhà đầu tư tham gia kể cả những nhà đầu tư nhỏ, ít vốn, họ chỉ sở hữu 1 phần giá trị tài sản bất động nên thu nhập từ việc kinh doanh tài sản này sẽ được chia cho từng người theo tỷ lệ vốn góp. Bằng chứng xác nhận quyền sở hữu của các nhà đầu tư đối với BĐS là các cổ phiếu góp vốn hay các trái phiếu vay nợ, do đó phương thức này còn được gọi là “chứng khoán hóa các khoản đầu tư BĐS.

Chứng khoán hóa là kỹ thuật hoàn toàn mới đối với thị trường tài chính nước ta. Do vậy việc tiếp cận, áp dụng và triển khai thực hiện sẽ gặp phải những khó khăn nhất định chủ yếu mang tính kỹ thuật. Các khó khăn này xuất phát từ những nguyên nhân chính sau:

- Luật Chứng khoán hiện nay chưa quy định cụ thể về khuôn khổ pháp lý cho loại hình nghiệp vụ rất mới này. Trong khi đó, chứng khoán hóa là hoạt động phức tạp về mặt kỹ thuật, nó đòi hỏi quy chế, quy định pháp lý điều chỉnh rất cao, liên quan đến nhiều lĩnh vực hoạt động: chứng khoán, ngân hàng và các tổ chức khác có liên quan.

- Mặt khác, trong nền kinh tế nói chung và thị trường tài chính nói riêng của nước ta chưa có các tổ chức chuyên nghiệp, chuyên môn trong lĩnh vực thẩm định giá, đánh giá hệ số tín nhiệm... điều này gây khó khăn khi thực hiện chứng khoán hóa bởi vì đây là hình thức chứng khoán mới, chưa tạo được lòng tin của nhà đầu tư.

- Không chỉ thiếu khung pháp lý cho hoạt động chứng khoán hóa mà quy trình kỹ thuật để thực hiện chứng cũng chưa có. Việc tổ chức và triển khai thực hiện chứng khoán hóa thực tế hoàn toàn mới đối với các tổ chức có liên quan, nếu không thiết lập một quy trình hoàn chỉnh thì đây sẽ là một trở ngại lớn đối với việc ứng dụng kỹ thuật chứng khoán hóa.

- Ngoài ra còn một số các trở ngại khác là: những vấn đề liên quan đến việc xử lý tài sản bảo đảm nợ vay, tính minh bạch của thị trường BĐS Việt Nam chưa cao cũng ảnh hưởng nhất định đến tâm lý nhà đầu tư.

Những hạn chế khả năng tham gia vào TTCK của các tổ chức kinh doanh BĐS và nhà đầu tư cần được tháo gỡ trong thời gian ngắn nhất để kết nối thông suốt giữa hai TTCK và BĐS, giải phóng tiềm năng phát triển của thị trường BĐS để hấp thu nguồn vốn đổ vào từ TTCK một cách tốt nhất.

Chứng khoán hóa BĐS là mô hình hoàn toàn mới, chưa được áp dụng tại Việt Nam, theo kinh nghiệm của nhiều nước trên thế giới, để mô hình này nhanh chóng đi vào thực tế và phổ biến thì điều quan trọng đầu tiên là phải xây dựng mô hình phù hợp vừa đảm bảo quản lý một cách khoa học vừa tạo động lực cho nó phát triển. Qua quá trình nghiên cứu chúng tôi mạnh dạn đề nghị các giải pháp sau:

Phát triển mô hình Quỹ ủy thác đầu tư

Quỹ tín thác đầu tư Bất động sản (REIT) là một công cụ thị trường vốn có chức năng huy động vốn từ các quỹ của các nhà đầu tư nhỏ lẻ hay tổ chức cùng quan tâm đầu tư vào BĐS tạo thu nhập. REIT sử dụng vốn huy động để mua những tài sản BĐS có chất lượng, thiết lập danh mục đầu tư BĐS khá lớn và quản lý nhằm mục đích đầu tư dài hạn. Nguồn thu nhập chủ yếu của quỹ là tiền cho thuê BĐS hoặc lợi nhuận từ việc bán tài sản bất động sẽ được phân bổ trở lại cho các nhà đầu tư REIT dưới hình thức cổ tức hoặc trái tức.

Với chức năng đặc biệt là tổ chức thực hiện nghiệp vụ chứng khoán hóa đem lại tính thanh khoản cho các tài sản, REIT có các đặc điểm sau:

- **Thứ nhất**, Quỹ đầu tư tín thác khai thác BĐS là một pháp nhân đặc biệt có chức năng tài chính. Tổ chức này có cơ cấu hoạt động như 1 công ty, hay Quỹ tín thác, và có thể lựa chọn hoặc là niêm yết trên TTCK hay duy trì như một công ty tư nhân.

- **Thứ hai**, hoạt động của Quỹ phải chịu sự điều chỉnh của pháp luật. Để bảo vệ lợi ích hợp pháp cho nhà đầu tư, Quỹ phải được quản lý bởi trước tiên là điều lệ của Quỹ, và Luật Chứng khoán, Luật Kinh Doanh Bất Động Sản, Luật Doanh Nghiệp. Các hệ thống văn bản pháp lý này phải quy định rõ tỷ lệ các khoản đầu tư cho phép trong cơ cấu danh mục đầu tư của Quỹ, hạn mức vay của Quỹ, giới hạn hoạt động đầu tư, cơ cấu tổ chức và hoạt động của quỹ.

- **Thứ ba**, Quỹ đầu tư tín thác có nhiệm vụ chính là điều phối và tái phân bổ các nguồn thu từ các công trình để thực hiện nghĩa vụ thanh toán với chứng khoán đã phát hành. Do đó, Quỹ đầu tư phải quản lý tách bạch từng dự án, hạch toán riêng lẻ các luồng tiền ra vào của từng tài sản nhằm đảm bảo tính minh bạch và an toàn cho các loại chứng khoán phát hành. Tuy nhiên, Quỹ có thể linh hoạt trong quản lý luồng tiền. Bằng nghiệp vụ chuyên môn của mình quỹ có thể luân chuyển vốn giữa các tài sản có cùng đặc điểm về khả năng sinh lợi và mức độ rủi ro, hoặc có cùng thời gian đáo hạn. Và tùy theo đặc điểm của từng loại tài sản, của dòng tiền mà Quỹ có thể thiết kế loại chứng khoán cho phù hợp nhằm tăng tính năng động trong quá trình kết nối các tài sản sinh lời và nhu cầu của người đầu tư.

Xây dựng mô hình quản lý đối với hoạt động chứng khoán hóa

Các sản phẩm của chứng khoán hóa BĐS có đặc điểm khác với các chứng khoán thông thường là chúng được đảm bảo bằng thu nhập từ tài sản thực hiện chứng khoán hóa. Để bảo vệ lợi ích hợp pháp cũng như tăng lòng tin cho công chúng đầu tư thì phải có cơ quan chuyên trách quản lý hoạt động chứng khoán hóa và trước khi dự án được chứng khoán hóa thì phải được cơ quan này thẩm định theo quy trình sau:



Bước 1: Quỹ ủy thác đầu tư lập hồ sơ đăng ký phát hành chứng khoán dự án gửi quỹ đầu tư và phát triển đô thị. Quỹ đầu tư và phát triển đô thị sẽ thẩm định và đánh giá dự án về tính khả thi, khả năng sinh lời, kiểm tra quy hoạch, phù hợp kiến trúc... Nếu dự án đáp ứng được các yêu cầu (đầy đủ, hợp pháp, hợp lý) thì sẽ chuyển cho cơ quan chuyên trách về chứng khoán hóa xem xét.

Bước 2: Cơ quan chuyên trách về chứng khoán hóa xem xét và thẩm định dự án này. Nếu đáp ứng đầy đủ các quy định và hồ sơ đầy đủ thì ra quyết định cho phép chứng khoán hóa BĐS, đồng thời báo cáo với Bộ Tài chính

Bước 3: Bộ Tài chính ủy quyền cho UBCKNN thực hiện giám sát việc chứng khoán hóa và niêm yết chứng khoán đó trên TTCK tương tự như các loại chứng khoán khác.

Sau khi được phát hành, chứng chỉ BĐS sẽ được tự do chuyển nhượng để tăng tính thanh khoản. Ngân hàng sẽ giám sát việc giải ngân theo tiến độ thi công công trình, đảm bảo tiền của nhà đầu tư được sử dụng đúng mục đích. Khi hoàn tất dự án, toàn bộ BĐS sẽ được đưa ra bán đấu giá, tiền thu được sẽ chia đều cho các nhà đầu tư theo tỷ lệ nắm giữ chứng chỉ BĐS.

Quy trình chứng khoán hóa các khoản đầu tư BĐS để tạo vốn cho các tổ chức đầu tư BĐS

Điều cơ bản nhất của chứng khoán hóa BĐS là phải xây dựng quy trình kỹ thuật chứng khoán hóa thích hợp với điều kiện thực tế. Theo chúng tôi cần nên xây dựng quy trình đó như sau:

Bước 1: Quỹ ủy thác đầu tư đàm phán với tổ chức kinh doanh BĐS các điều kiện về giá mua quyền khai thác tài sản, thời gian khai thác, thời hạn và phương thức thanh toán... Sau khi thỏa thuận xong tất cả các vấn đề liên quan, Quỹ ủy thác đầu tư sẽ lập phương án khai thác công trình và lựa chọn loại chứng khoán phù hợp để phát hành.

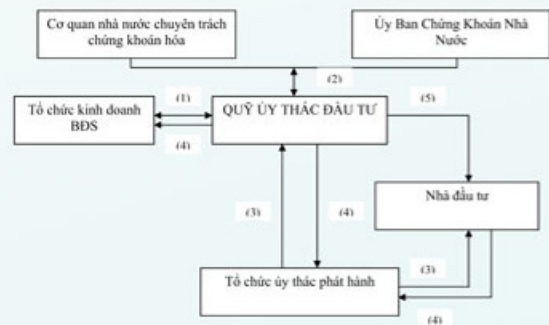
Bước 2: Quỹ ủy thác đầu tư trình phương án khai thác tài sản và phát hành chứng khoán cho cơ quan nhà nước chuyên trách chứng khoán hóa và UBCKNN. Sau khi phương án được phê duyệt, quỹ ủy thác đầu tư sẽ thực hiện phát hành chứng khoán.

Bước 3: Quỹ ủy thác đầu tư lựa chọn và ký hợp

đồng với tổ chức ủy thác phát hành để thực hiện việc phát hành chứng khoán; phối hợp với Tổ chức ủy thác phát hành xây dựng phương án phát hành chứng khoán và thực hiện các thủ tục cần thiết để phát hành chứng khoán; liên hệ với tổ chức định mức tín nhiệm để đề nghị đưa ra ý kiến đánh giá về đợt phát hành, tiến hành thăm dò ý kiến chuyên gia, các nhà đầu tư chiến lược ... Trước khi phát hành chứng chỉ BĐS, Quỹ đầu tư phải ban hành bản cáo bạch về tình hình tài chính; nội dung dự án; quyền lợi và trách nhiệm của hai bên; tiến độ thực hiện dự án và cả vấn đề bồi thường cho nhà đầu tư khi dự án chậm tiến độ; rủi ro có thể xảy ra...

Bước 4: Tổ chức ủy thác phát hành thực hiện việc bán chứng khoán cho người đầu tư. Tiền thu được từ phát hành chứng khoán sẽ được Quỹ ủy thác đầu tư hoàn trả cho các tổ chức kinh doanh BĐS. Chứng khoán có thể phát hành thành một hay nhiều đợt, tùy theo lịch cụ thể của khâu thanh toán tiền mua quyền khai thác tài sản đã được thỏa thuận giữa tổ chức kinh doanh BĐS và quỹ ủy thác đầu tư và đặc điểm dòng doanh thu có được từ khâu khai thác công trình.

Bước 5: Quỹ ủy thác đầu tư thực hiện việc khai thác công trình và chịu trách nhiệm thực hiện các nghĩa vụ thanh toán liên quan đến chứng khoán đã phát hành, bao gồm thanh toán lãi và vốn gốc đối với trái phiếu, hoặc thanh toán cổ tức đối với cổ phiếu.



Ở các nước trên thế giới, chứng khoán hóa đang trở thành một nghiệp vụ phổ biến, giúp gắn kết các bộ phận của thị trường tài chính và thị trường BĐS lại với nhau. Với khả năng biến hóa khôn lường để len lỏi vào mọi ngóc ngách của nền kinh tế, nhiều chuyên gia nhận định rằng “Chứng khoán hóa là một quá trình sáng tạo không ngừng, đã đang và sẽ làm biến đổi thị trường tài chính một cách không ai có thể đoán trước được”. Ở Việt Nam nghiệp vụ này mới chỉ manh nha ở bước đầu, tuy nhiên với tốc độ phát triển của nền kinh tế như hiện nay trong tương lai không xa chứng khoán hóa sẽ trở thành một loại hình công cụ phổ biến giúp tăng cường luân chuyển tài sản, tạo nguồn vốn năng động phục vụ cho công cuộc phát triển đất nước.

