



BÁO CÁO

**HUY ĐỘNG NGUỒN LỰC TÀI CHÍNH MỚI
CHO CÁC DỰ ÁN CƠ SỞ HẠ TẦNG TẠI VIỆT NAM**

BÁO CÁO

HUY ĐỘNG NGUỒN LỰC TÀI CHÍNH MỚI CHO CÁC DỰ ÁN CƠ SỞ HẠ TẦNG TẠI VIỆT NAM

THÁNG 02/2023

Tài liệu này được thực hiện với sự hỗ trợ của nhân dân Hoa Kỳ thông qua Cơ quan Phát triển Quốc tế Hoa Kỳ (USAID) và được chuẩn bị bởi Nhà thầu Integra LLC trong khuôn khổ Dự án các cơ hội mới nổi tại Châu Á (AEO).

Tên Dự án: Các cơ hội mới nổi tại Châu Á (Asia Emerging Opportunities, AEO)
Số hiệu dự án: GS-10F-083CA / 7200AA18M00015
Số hoạt động: 1011.1018
Ngày nộp: Tháng 02/2023
Nhà thầu: Integra Government Services International LLC
11156 15th Street NW, Suite 800
Washington, D.C. 20005
Văn phòng USAID: USAID/Văn phòng Châu Á
COR: Ahmed Attieg, aattieg@usaid.gov
Photo Credit: USAID/Việt Nam

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Tài liệu này được thực hiện với sự hỗ trợ của nhân dân Hoa Kỳ thông qua USAID. Quan điểm của tác giả được trình bày trong tài liệu này không nhất thiết phản ánh quan điểm của USAID hoặc Chính phủ Hoa Kỳ.

Giới thiệu

Theo Báo cáo Viễn cảnh cơ sở hạ tầng toàn cầu năm 2017 (2017 Global Infrastructure Outlook)¹, Việt Nam sẽ cần hơn 600 tỷ đô la Mỹ (USD) để đạt được các mục tiêu về cơ sở hạ tầng vào năm 2040. Nguồn ngân sách truyền thống sẽ không đủ để giải quyết các nhu cầu tài chính đó. Cơ sở hạ tầng của Việt Nam hầu hết được đầu tư trực tiếp bởi chính phủ và các cơ quan khác thuộc khu vực công, chẳng hạn như chính quyền địa phương và doanh nghiệp nhà nước (DNNN), trong khi sự tham gia của khu vực tư nhân còn hạn chế. Khi ngân sách nhà nước chịu thêm gánh nặng bởi các khoản chi tiêu liên quan đến COVID-19, khả năng tài chính để đầu tư cơ sở hạ tầng mới ngày càng bị giới hạn. Do đó, Chính phủ Việt Nam cần xác định những phương thức mới để huy động nguồn lực đầu tư cho cơ sở hạ tầng.

Tài chính tư nhân, bao gồm vốn chủ sở hữu của nhà đầu tư và các khoản vay ngân hàng, đang gặp những trở ngại nhất định do các quy định tài chính chặt chẽ hơn, mức độ chấp nhận rủi ro nghiêm ngặt hơn, và kỳ hạn dài. Cho đến nay, các khoản vay ngân hàng vẫn là nguồn tài chính chủ yếu trong các dự án có sự tham gia của khu vực tư nhân tại Việt Nam. Tuy nhiên, các khoản vay ngân hàng cho các dự án cơ sở hạ tầng dự kiến sẽ giảm hơn nữa do các ngân hàng đang thắt chặt chính sách cho vay và giảm đầu tư dài hạn.

Nhu cầu tìm kiếm các cơ chế và công cụ tài chính mới để mở rộng các nguồn tài chính hiện tại cho đầu tư cơ sở hạ tầng ở Việt Nam ngày càng tăng. Ở nhiều quốc gia, các khoản vay ngân hàng hầu như chỉ được sử dụng trong giai đoạn xây dựng có rủi ro cao của dự án. Những khoản vay này có thể được thay thế một phần bằng các công cụ tài chính khác sau khi dự án bắt đầu tạo ra tiền mặt.

Các nhà đầu tư tổ chức², bao gồm quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư quốc gia (wealth funds), với mức độ chấp nhận rủi ro thấp và tầm nhìn đầu tư dài hạn, là nguồn tài chính lớn cho các dự án cơ sở hạ tầng ở nhiều quốc gia và có thể là nguồn thay thế tiềm năng để tài trợ cho cơ sở hạ tầng ở Việt Nam một khi có các chính sách, ưu đãi và dự án phù hợp. Các nhà đầu tư tổ chức quan tâm đến các tài sản này vì các đặc điểm đầu tư thuận lợi liên quan như cạnh tranh thấp và dòng tiền ổn định và có thể dự đoán được trong dài hạn (10, 20, 30 năm và có thể là lâu hơn nữa) cho phép cân đối được dòng tiền và phòng ngừa rủi ro lạm phát. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tổ chức cần các sản phẩm tài chính phù hợp và môi trường thuận lợi cho việc đầu tư của họ.

Báo cáo này xem xét những phương thức mới, sáng tạo đã được thực hiện trên thế giới để thu hút các nhà đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng và đánh giá những yếu tố hấp dẫn nhà đầu tư đến Việt Nam.

¹ Báo cáo Viễn cảnh cơ sở hạ tầng toàn cầu, Global Infrastructure Hub 2017

² Nhà đầu tư tổ chức là một công ty hoặc tổ chức đầu tư tiền thay cho người khác. Ví dụ như các quỹ tương hỗ, quỹ lương hưu và các công ty bảo hiểm. Các nhà đầu tư tổ chức thường mua và bán một lượng lớn cổ phiếu, trái phiếu hoặc các loại chứng khoán khác

MỤC LỤC

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT	07
-----------------------------	----

DANH MỤC HÌNH	08
----------------------	----

1 Đầu tư tài sản mới bằng nguồn thu từ các tài sản hiện có của chính phủ (AR)

1.1	Tổng quan về AR	10
1.2	Chương trình nhượng quyền hạn chế ở Indonesia	15
1.3	Thu phí – Vận hành – Bảo dưỡng – Chuyển giao ở Ấn Độ (TOT)	18
1.4	Áp dụng mô hình AR tại Việt Nam	20
1.5	Khuyến nghị cho áp dụng mô hình AR tại Việt Nam	22

2 Huy động vốn từ các nhà đầu tư tổ chức

2.1	Định nghĩa về Nhà đầu tư tổ chức	27
2.2	Các hình thức đầu tư của các Nhà đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng	30
2.3	Lựa chọn đầu tư	34
2.4	Các hình thức đầu tư cho các Nhà đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng tại Việt Nam	35
2.5	Khuyến nghị	39

KẾT LUẬN	40
-----------------	----

PHỤ LỤC	41
----------------	----

PHỤ LỤC A: AR – Mở khóa tài chính tư nhân để phát triển cơ sở hạ tầng	42
--	----

PHỤ LỤC B: Những lo ngại chính xung quanh khuôn khổ pháp lý hiện hành	44
--	----

Danh mục từ viết tắt

ABS	Chứng khoán đảm bảo bằng tài sản (Asset-Backed Securities)
AR	Đầu tư tài sản mới bằng nguồn thu từ các tài sản hạ tầng cũ (Infrastructure Asset Recycling)
BOT	Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao (Build – Operate – Transfer)
ESG	Môi trường, Xã hội và Quản trị (Environmental, Social, and Governance)
EVN	Điện lực Việt Nam (Vietnam Electricity)
IFC	Tập đoàn Tài chính Quốc tế (International Finance Corporation)
IPP	Nhà sản xuất điện độc lập (Independent Power Producer)
KPPIP	Ủy ban Tăng tốc xây dựng cơ sở hạ tầng ưu tiên (Committee for Acceleration of Priority Infrastructure Delivery)
LCS	Mô hình nhượng quyền hạn chế (Limited Concession Scheme)
MOF	Bộ Tài chính (Ministry of Finance)
ODA	Hỗ trợ phát triển chính thức (Official Development Assistance)
O&M	Kinh doanh và Quản lý (Operations and Management)
PJPK	Cơ quan Nhà nước có thẩm quyền/Tổ chức có thẩm quyền đối với tài sản cơ sở hạ tầng được nhượng quyền
PPP	Hợp tác công tư (Public-Private Partnership)
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước (State-Owned Enterprise)
DNDA	Doanh nghiệp được thành lập vì mục đích đặc biệt – Doanh nghiệp dự án (Special Purpose Vehicle – Project Enterprise)
USD	Đô la Mỹ (đơn vị tiền tệ)
VND	Đồng Việt Nam (đơn vị tiền tệ)

Danh mục hình

HÌNH 1.1:	KHÁI NIỆM TÀI SẢN HIỆN CÓ CỦA CHÍNH PHỦ (AR)	08
HÌNH 1.2:	KHUNG TRIỂN KHAI MÔ HÌNH NHƯỢNG QUYỀN HẠN CHẾ (LCS)	12
HÌNH 2.1:	ĐẦU TƯ CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC VÀO CƠ SỞ HẠ TẦNG VÀ PHÁT TRIỂN	20
HÌNH 2.2:	CÁC HÌNH THỨC ĐẦU TƯ VÀ TÀI TRỢ CHO CƠ SỞ HẠ TẦNG	22
HÌNH 2.3:	TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP ĐĂNG KÝ TRÊN THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI TRƯỚC NGÀY 10 THÁNG 10 NĂM 2022	28

ĐẦU TƯ TÀI SẢN MỚI BẰNG NGUỒN THU TỪ CÁC TÀI SẢN HIỆN CÓ CỦA CHÍNH PHỦ (AR)

Chính phủ Việt Nam có nhiều cơ hội để tạo nguồn thu từ danh mục tài sản khổng lồ của mình, vốn đã được đầu tư bằng vốn nhà nước và vốn ODA và bắt đầu tạo ra dòng tiền ổn định, để tạo vốn đầu tư cơ sở hạ tầng mới. Nhiều quốc gia đã tạo ra nguồn thu từ các tài sản cơ sở hạ tầng hiện có để tài trợ cho cơ sở hạ tầng mới thông qua phương pháp AR. Trong số các nước đang phát triển, Indonesia và Ấn Độ đã xây dựng các cơ chế AR mà Việt Nam có thể học hỏi.

1.1. Tổng quan về AR

AR là một phương thức giúp chính phủ giải quyết những khó khăn trong việc thu xếp ngân sách đầu tư cơ sở hạ tầng mới mà không làm tăng nợ công hoặc phải cắt bớt các khoản chi thường xuyên cần thiết khác. AR là một cơ chế tạo ra các thỏa thuận thể chế liên kết việc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng mới với việc nhượng quyền kinh tế từ các tài sản thuộc sở hữu công hiện có để dùng số tiền thu được từ các tài sản công này đầu tư trực tiếp vào cơ sở hạ tầng mới.

Một trong những điểm hấp dẫn của AR là nó có thể áp dụng được trong nhiều môi trường thể chế. Các chính phủ có thể sử dụng tiền kiếm được để phát triển cơ sở hạ tầng công cộng thông qua đấu thầu thông thường hay dùng để lập quỹ tài trợ nhằm tăng tính khả thi (VGF) cho các dự án PPP mới.

AR bao gồm các cấu phần – chẳng hạn như tư nhân hóa/nuôi dưỡng quyền và các dự án PPP đầu tư mới – vốn đã là những khái niệm quen thuộc trong tài chính cơ sở hạ tầng và đang được thực hiện trong các bối cảnh khác nhau. Phần này xác định khái niệm AR bằng cách tập trung vào khía cạnh mới của nó trong việc lắp ráp các cấu phần hiện có theo một sự sắp xếp thể chế tổng thể để tài trợ cho cơ sở hạ tầng mới.

AR có thể được áp dụng cho nhiều lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Trong tài liệu này, chúng tôi xem xét AR chỉ liên quan đến loại tài sản cơ sở hạ tầng truyền thống (giao thông, điện, nước và nước thải). Tuy nhiên, những phát hiện và phân tích từ tài liệu này có thể được áp dụng cho nhà ở xã hội, y tế, giáo dục và các tòa nhà công cộng.

AR LÀ GÌ?

Như được trình bày trong HÌNH 1.1, AR liên quan đến việc các chính phủ tạo ra các mối liên kết thể chế mạnh mẽ giữa việc nhượng quyền tạo nguồn thu từ các tài sản hiện có và đầu tư vào các tài sản mới. Các yêu cầu chính của liên kết thể chế là:

- Định nghĩa rõ ràng và minh bạch về mục tiêu chính của biện pháp này là để tái đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới. Điều này có nghĩa là tỷ lệ tiền thu được sẽ được phân bổ cho cơ sở hạ tầng mới phải được biết trước và sự cam kết về việc phân bổ như vậy phải đáng tin cậy;
- Nhượng quyền kinh tế từ các tài sản cụ thể thuộc sở hữu của chính phủ, như một điều kiện tiên quyết để tiến hành các dự án cơ sở hạ tầng mới được chỉ định; và,
- Sự liên kết thể chế giữa việc nhượng quyền và đầu tư đòi hỏi chính phủ ban hành các chính sách phù hợp, phản ánh các ưu tiên dự án của chính phủ. Nghĩa là, AR khác với biện pháp mà các quỹ hưu trí hoặc quỹ đầu tư quốc gia thường làm nhằm cấu trúc lại danh mục đầu tư nắm giữ của mình bằng cách bán một số tài sản cơ sở hạ tầng và mua những tài sản khác. Tương tự, AR cũng khác với các tình huống trong đó các DNNN quản lý danh mục tài sản của họ hoàn toàn trên cơ sở thương mại trong phạm vi nhiệm vụ của doanh nghiệp.

HÌNH 1.1. KHÁI NIỆM TÀI SẢN HIỆN CÓ CỦA CHÍNH PHỦ (AR)



Trong các yêu cầu chung ở trên, các cấu phần khác nhau của AR có thể có nhiều dạng. Nhà nước có thể tạo nguồn thu từ các tài sản hiện có thông qua nhiều hình thức từ việc bán hoàn toàn hoặc một phần quyền sở hữu của chính phủ trong các doanh nghiệp cơ sở hạ tầng, cho thuê dài hạn (bao gồm cả cho thuê hoạt động, hoặc vận hành và duy trì hợp đồng với phí chuyển nhượng) tài sản công (PPP cho các công trình hạ tầng hiện có), bán tài sản thuộc sở hữu của chính phủ để lập các liên doanh với khu vực tư nhân, các hợp đồng vận hành và bảo trì, và chứng khoán hóa các dòng doanh thu.

Tương tự, số tiền thu được từ tài sản cơ sở hạ tầng không cần phải được phân bổ hoàn toàn cho các dự án mới được chỉ định. Chính phủ có thể chọn sử dụng một phần số tiền thu được để thanh toán các khoản nợ hiện có hoặc để giải quyết các vấn đề cụ thể của cộng đồng. Yêu cầu chính đối với một thỏa thuận nằm trong định nghĩa AR là phần tiền thu được dành cho cơ sở hạ tầng mới phải được biết trước và chính phủ có kế hoạch rõ ràng về cách thức để đảm bảo các dự án đầu tư mới sẽ được tài trợ và hỗ trợ đầy đủ, sử dụng cả tiền thu được từ tài sản cơ sở hạ tầng và các nguồn khác.

Mối liên kết thể chế giữa việc nhượng quyền và đầu tư giúp phân biệt AR với các hình thức thoái vốn hoặc tư nhân hóa khác. Mặc dù AR cũng có thể bao gồm việc bán tài sản của chính phủ như tư nhân hóa, AR đặt ra một thỏa thuận rõ ràng là sử dụng tiền thu được để đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới. Việc sử dụng số tiền thu được phải được lên kế hoạch trước khi bán tài sản và được công bố để công chúng giám sát.

Về mặt đầu tư, AR tương thích với mọi hình thức đầu tư. Tiền thu được từ AR có thể được sử dụng để đầu tư công thông thường. Tuy nhiên, chúng cũng có thể được sử dụng để cung cấp một khoản tài trợ nhằm tăng tính khả thi (Viability Gap Funding – VGF) cho các dự án PPP trong tương lai hoặc sử dụng như một khoản đầu tư vốn chủ sở hữu cho các DNNN được giao nhiệm vụ phát triển các dự án cơ sở hạ tầng cụ thể.

Các thỏa thuận cụ thể để thể chế hóa mối liên kết giữa nhượng quyền và đầu tư mới sẽ phụ thuộc vào các chuẩn mực chính trị và pháp lý riêng của mỗi quốc gia. Ví dụ: Trong một số trường hợp, khi các tổ chức công sở hữu tài sản có quyền tự chủ và ảnh hưởng chính trị đáng kể, chính phủ có thể cần đảm bảo rằng các tổ chức đó được khuyến khích thực hiện AR bằng cách giữ một phần tiền thu được hoặc trở thành chủ sở hữu tài sản mới. Trong các trường hợp khác, các chính phủ có thể muốn chuyển tiền thu được thông qua các quỹ ngân sách chuyên dụng.

Tương tự, tùy thuộc vào đặc điểm thể chế của từng quốc gia và bản chất của các vấn đề cơ sở hạ tầng đang được giải quyết, AR có thể được triển khai ở cấp ngành, cấp vùng, khu vực hoặc rộng hơn. Ví dụ: Nếu tài sản đem nhượng quyền là cùng ngành với cơ sở hạ tầng mới đang được xây dựng – chẳng hạn như đường thu phí – thì có thể thiết lập AR theo ngành hiệu quả, với các cấu trúc thể chế dưới sự kiểm soát của một cơ quan bộ ngành cụ thể. Tuy nhiên, nếu các tài sản hiện có thuộc ngành khác với các tài sản đang được xây dựng (ví dụ: các nhà máy điện thuộc sở hữu của chính phủ được nhượng quyền để tạo ngân sách đầu tư cho các dự án ngành nước), có thể cần phải có các khung tài chính rộng hơn để chuyển hướng các nguồn vốn.

Vai trò của các cấu trúc thể chế cụ thể – chẳng hạn như quỹ quay vòng, hay các DNNN – trong chương trình AR cũng phụ thuộc vào môi trường pháp lý và thể chế ở mỗi quốc gia. Mặc dù không có mô hình chung nào phù hợp cho tất cả các quốc gia, cấu trúc thể chế mà qua đó tiền chảy từ cơ sở hạ tầng cũ sang đầu tư tài trợ các dự án mới phải đáp ứng các mục tiêu sau:

- **Độ tin cậy của cam kết** – cấu trúc thể chế cần đảm bảo chắc chắn rằng số tiền thu được từ nhượng quyền các tài sản cũ sẽ được sử dụng cho các dự án cụ thể và có cơ chế ngăn việc sử dụng số tiền đó cho các mục đích khác;
- **Minh bạch** – dòng tiền, bao gồm bất kỳ khoản tiền nào được nắm giữ trong một khoảng thời gian, cần phải được hạch toán công khai. Tính minh bạch và cạnh tranh sẽ là nền tảng cho AR trong cả giai đoạn nhượng quyền và đầu tư mới.

CHÍNH PHỦ SẼ XEM XÉT NHƯỢNG QUYỀN CÁC TÀI SẢN HẠ TẦNG HIỆN CÓ ĐỂ GIẢI QUYẾT HẠN CHẾ NGUỒN TÀI CHÍNH CHO ĐẦU TƯ CƠ SỞ HẠ TẦNG MỚI

Cung cấp cơ sở hạ tầng thường được coi là trách nhiệm của khu vực công, cho dù việc đầu tư cơ sở hạ tầng có được thực hiện theo hình thức đầu tư công thông thường hay một số hình thức hợp tác với khu vực tư nhân. Cơ sở hạ tầng chất lượng cao là điều kiện cần thiết để chính phủ đạt được các mục tiêu phát triển kinh tế và xã hội, chẳng hạn như tăng năng suất kinh tế và mức sống.

Trong bối cảnh này, chính phủ có thể cung cấp tài chính cho các dự án cơ sở hạ tầng dưới 02 (hai) hình thức:

- Trợ cấp cho các dự án cơ sở hạ tầng không khả thi về mặt tài chính nếu không có trợ cấp. Tài trợ của chính phủ là khoản đóng góp của khu vực công cho các dự án cơ sở hạ tầng mà không phải hoàn trả từ doanh thu của dự án. Tài trợ có thể được cấp dưới dạng trợ cấp định kỳ, trợ cấp trả trước nhằm tăng tính khả thi hoặc trực tiếp cung cấp cơ sở hạ tầng hỗ trợ cần thiết để tăng tính khả thi của dự

án. Các chính phủ có thể phải trợ cấp cho các dự án mà phí thu từ người dùng không đủ, những dự án có những lợi ích kinh tế và xã hội quan trọng hoặc các dự án trong những lĩnh vực không có cơ chế tính phí người hưởng lợi cho việc sử dụng cơ sở hạ tầng công cộng (chẳng hạn như đường công cộng); và

- Đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới, bao gồm cả những cơ sở hạ tầng liên quan đến thích ứng với biến đổi khí hậu và khả năng phục hồi có thể gây ra nhiều thách thức hơn cho khu vực tư nhân.

Khó khăn lớn mà các chính phủ thường đối mặt là thiếu hụt nguồn tài chính để trợ cấp cho các dự án cơ sở hạ tầng, đặc biệt các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng cần thiết nhằm đáp ứng các mục tiêu phát triển bền vững như SDGs³ hoặc đẩy nhanh quá trình giảm thiểu phát thải là những dự án không thể tự tạo ra đủ doanh thu để bù đắp chi phí đầu tư. Điều đó có nghĩa là các chính phủ phải đóng góp cho các dự án cơ sở hạ tầng từ các nguồn doanh thu khác, bao gồm cả các khoản thu thuế.

Nhượng quyền để thu tiền từ các tài sản hiện có là một nguồn bổ sung ngân sách khả thi mà các chính phủ có thể áp dụng để đầu tư cơ sở hạ tầng mới. Hình thức tạo nguồn thu này không đòi hỏi phải tăng thuế hoặc các gánh nặng khác đối với nền kinh tế. Hơn nữa, sử dụng số tiền thu được từ cơ sở hạ tầng hiện có để đầu tư các tài sản mới tồn tại lâu dài sẽ tránh được rủi ro tài sản tích lũy bị tiêu tan vào việc chi thường xuyên.

Mối liên hệ trực tiếp và được thể chế hóa giữa nhượng quyền tài sản cũ và đầu tư mới có thể giúp giảm những phân đối chính trị và xã hội chung đối với việc nhượng quyền thu phí cho tư nhân. Công chúng thường nghi ngờ việc bán tài sản vì chúng có thể dẫn đến chi tiêu lãng phí hoặc được sử dụng để hỗ trợ các hoạt động tạm thời nhưng không bền vững. AR có thể giải quyết những vấn đề đó vì nó xác lập các nguyên tắc có tính kỷ luật cao về cách sử dụng nguồn tiền thu được từ nhượng quyền tài sản cơ sở hạ tầng. AR – nếu được triển khai tốt – sẽ tạo ra mối liên kết mạnh mẽ, thường xuyên công khai, giữa nguồn thu từ nhượng quyền tài sản với đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới. Công khai, minh bạch thông tin và sự giám sát kỹ lưỡng đối với việc sử dụng tiền tức là phải cung cấp cho công chúng hiểu rõ lý do tại sao lại nhượng quyền thu phí đối với các tài sản cơ sở hạ tầng hiện có, những lợi ích đó là gì và chúng được dùng để làm gì, và do đó công chúng sẽ chấp nhận việc áp dụng các biện pháp để ra.

NHUỘNG QUYỀN TÀI SẢN HIỆN CÓ PHẢI ĐƯỢC THỰC HIỆN THEO CÁC TIÊU CHUẨN CẠNH TRANH VÀ MINH BẠCH GIỐNG NHƯ BẤT KỲ QUY TRÌNH NÀO LIÊN QUAN ĐẾN SỰ THAM GIA CỦA TƯ NHÂN VÀO CƠ SỞ HẠ TẦNG

Tuy nhiên, điều quan trọng cần lưu ý là việc áp dụng AR đơn thuần sẽ không giải quyết được tất cả các vấn đề và sự nghi ngờ của công chúng. AR cần được triển khai cùng với các quy trình chất lượng cao, cạnh tranh và minh bạch cả về việc nhượng quyền tài sản hiện có và đầu tư các tài sản mới.

³ 17 mục tiêu phát triển bền vững của Liên Hợp Quốc (Sustainable Development Goals - SDGs)

Nhiều chính phủ đã tăng cường huy động khu vực tư nhân trong cung cấp cơ sở hạ tầng nhằm tận dụng kinh nghiệm chuyên môn, nâng cao hiệu quả, và đổi mới sáng tạo. Khu vực tư nhân cũng mang đến những nguồn vốn mới. Thông thường, những lợi ích như vậy của sự tham gia của khu vực tư nhân – thường đạt được thông qua các hình thức đầu tư PPP – đã được áp dụng cho các dự án đầu tư mới.

AR sẽ mang lại những lợi ích tương tự như các hình thức tham gia của tư nhân vào các dự án mới. Biện pháp này có thể góp phần giảm chi phí và nâng cao chất lượng dịch vụ, đồng thời tạo nền tảng tăng ngân sách cho đầu tư mới. Việc xây dựng thể chế cần hướng tới cạnh tranh và minh bạch hơn cho các công trình xây dựng mới và hướng tới đảm bảo rằng các chính phủ duy trì sự giám sát vì lợi ích công đối với các tài sản chiến lược.

Ấn Độ và Indonesia là hai quốc gia có các chương trình AR của chính phủ được thiết kế tốt. Các chương trình của họ được mô tả ngắn gọn dưới đây. Một số ví dụ về các chương trình AR ở các quốc gia khác được trình bày trong Phụ lục A.

1.2. Chương trình nhượng quyền hạn chế ở Indonesia

Vào năm 2020, Indonesia đã phát triển chương trình AR có tên là Chương trình nhượng quyền hạn chế (Limited Concession Scheme - LCS). Mặc dù đề án đã được ban hành vào năm 2020 nhưng Chính phủ vẫn đang rà soát danh mục tài sản cho LCS và chưa kết thúc bất kỳ giao dịch nào theo Chương trình này.

LCS bao gồm hai hợp phần: cho thuê dài hạn các tài sản hiện có thuộc sở hữu của chính phủ hoặc DNNN, sau đó tái đầu tư số tiền thu được đó vào cùng lĩnh vực theo danh sách các dự án ưu tiên chính thức của Indonesia. Mục tiêu của LCS là hỗ trợ Chính phủ Indonesia phát triển nhiều dự án cơ sở hạ tầng hơn mà không cần dựa vào việc vay nợ chính phủ bổ sung hoặc PPP. Rủi ro thương mại, lợi ích và chi phí được chuyển giao cho một bên tư nhân để đổi lấy một khoản phí nhượng quyền trong suốt thời gian của hợp đồng.

Thông qua quy định này, khu vực tư nhân (bao gồm các công ty trách nhiệm hữu hạn và các doanh nghiệp nước ngoài) sẽ được phép quản lý và vận hành các tài sản cơ sở hạ tầng công cộng hiện có trong lĩnh vực giao thông vận tải (cảng biển, sân bay, đường sắt và trạm xe buýt), đường thu phí, nguồn nước, hệ thống thoát nước, và hệ thống quản lý chất thải, viễn thông, nhà máy điện, năng lượng tái tạo, dầu khí ("Tài sản LCS").

Cơ chế tài chính này dự kiến sẽ trở thành một nguồn tài chính thay thế mới cho các dự án phát triển cơ sở hạ tầng. Với mô hình LCS, chính phủ có thể "tái đầu tư" các tài sản cơ sở hạ tầng hoạt động hiện có để đầu tư dự án mới hoặc nâng cấp các dự án khác bằng cách sử dụng tiền phí nhượng quyền trả trước từ khu vực tư nhân. Đổi lại, khu vực tư nhân sẽ được nhượng quyền vận hành Tài sản LCS trong một khoảng thời gian nhất định để đảm bảo hoàn vốn đầu tư.

Khu vực tư nhân được nhượng quyền sẽ chuyển khoản phí trả trước trong vòng 06 (sáu) tháng sau khi thực hiện thỏa thuận LCS. Khi chuyển giao tài sản, khu vực tư nhân phải chịu trách nhiệm hoàn toàn về việc vận hành và bảo trì tài sản, bao gồm cả việc nộp thuế hiện hành liên quan đến tài sản. Khu vực tư nhân dự kiến sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động trong khi duy trì các dịch vụ và hiệu suất của tài sản.

NHUỠNG QUYỀN TÀI SẢN HIỆN CÓ

Khung LCS được thành lập vào năm 2020, được thiết kế để nhượng quyền kinh tế đối với các tài sản cơ sở hạ tầng có dòng tiền dương do chính phủ sở hữu và vận hành, đồng thời sử dụng số tiền thu được để đầu tư cho các tài sản cơ sở hạ tầng mới. Các lĩnh vực cơ sở hạ tầng đủ điều kiện cho LCS bao gồm giao thông vận tải (bao gồm cảng, đường thu phí, sân bay, tàu hỏa và các trạm xe buýt), nước và nước thải, viễn thông và công nghệ thông tin, dầu mỏ, khí đốt tự nhiên và năng lượng tái tạo.

Nhà đầu tư sẽ phải trả trước phí nhượng quyền cho các tài sản được nhượng quyền. Mô hình LCS có các đặc điểm sau:

- Lựa chọn dự án đã hoạt động ít nhất hai năm;
- Có cải thiện về hiệu quả hoạt động theo các chuẩn mực quốc tế được áp dụng chung;

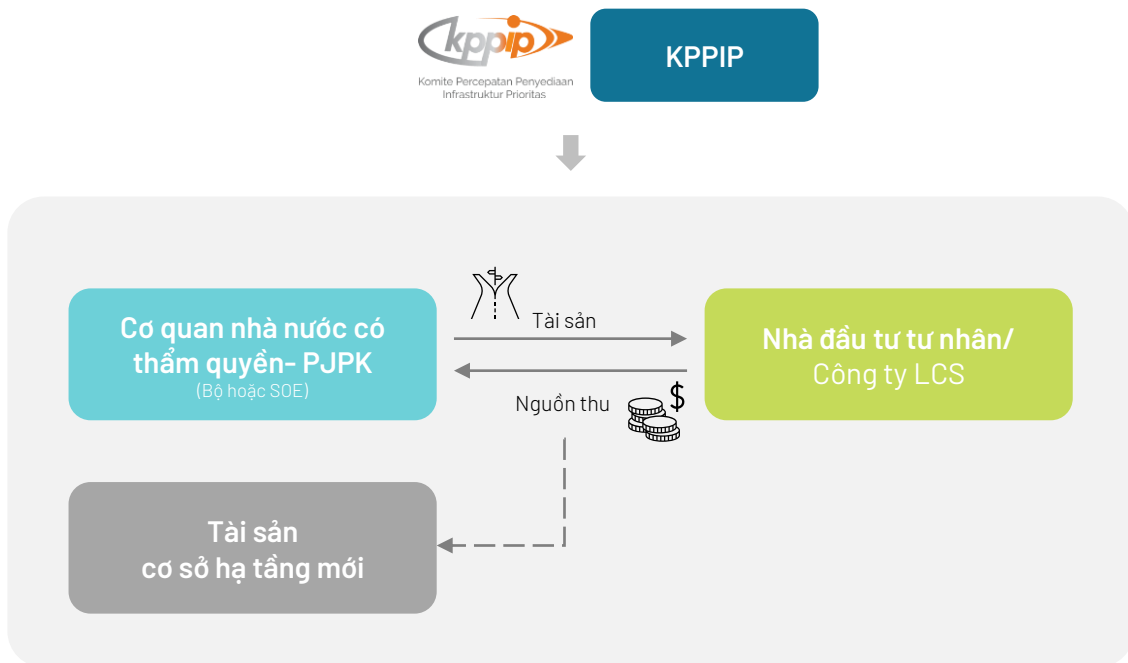
- Thời gian sử dụng còn lại của tài sản tối thiểu là mười năm; và
- Có các báo cáo tài chính trong giai đoạn trước đã được kiểm toán theo Chuẩn mực kế toán nhà nước.

Ngoài các đặc điểm trên, tài sản thuộc sở hữu của DNNN còn phải có các đặc điểm sau:

- Ghi nhận dòng tiền dương trong ít nhất hai năm liên tiếp; và
- Báo cáo tài chính đã được kiểm toán trong ít nhất ba năm liên tiếp dựa trên các hướng dẫn về báo cáo kế toán tài chính chuẩn của Indonesia.

HÌNH 1.2 dưới đây trình bày cấu trúc triển khai của khung LCS

HÌNH 1.2. CẤU TRÚC TRIỂN KHAI CỦA KHUNG LCS



PJKP

Cơ quan nhà nước có thẩm quyền – Tổ chức có thẩm quyền đối với tài sản cơ sở hạ tầng được nhượng quyền, có thể là:

- Bộ trưởng hoặc thủ trưởng cơ quan nếu tài sản thuộc sở hữu của chính phủ; hoặc
- Người đứng đầu DNNN nếu tài sản thuộc sở hữu của DNNN.

KPIP

Ủy ban Tăng tốc xây dựng cơ sở hạ tầng ưu tiên là cơ quan nhà nước chịu trách nhiệm lập kế hoạch, ưu tiên và điều phối các tài sản và đầu tư của LCS.

PJKP phối hợp với KPIP để lập kế hoạch và thực hiện nhượng quyền một tài sản.

PJKP ký kết hợp đồng LCS với một bên tư nhân và sử dụng tiền thu được từ LCS để đầu tư các tài sản cơ sở hạ tầng mới khác.

Việc triển khai khung LCS có (03) ba giai đoạn:

- Giai đoạn một là giai đoạn chuẩn bị hồ sơ xin áp dụng LCS. PJKK cần chuẩn bị kế hoạch LCS để trình KPPIP phê duyệt. Kế hoạch LCS ở mức tối thiểu phải bao gồm tài sản dự định sẽ được nhượng quyền, ước tính giá trị của số tiền thu được từ tài sản đó và số tiền đó sẽ được sử dụng cho mục đích gì;
- Giai đoạn hai là giai đoạn xem xét. KPPIP sẽ xem xét từng kế hoạch LCS của PJKK. KPPIP sẽ tiến hành phân tích chi phí – lợi ích và giá trị đồng tiền của từng dự án có trong mỗi kế hoạch LCS. Bất kỳ tài sản nào được đề xuất trong các kế hoạch LCS được phê duyệt sau đó sẽ được xác định và tích hợp vào Kế hoạch tài sản LCS của KPPIP; và,
- Giai đoạn ba là giai đoạn thực hiện. PJKK tiến hành chuẩn bị và thực hiện giao dịch theo các quy trình và quy định áp dụng cho tổ chức có liên quan.

TÁI ĐẦU TƯ SỐ TIỀN THU ĐƯỢC VÀO CƠ SỞ HẠ TẦNG MỚI

Tiền thu được từ nhượng quyền tài sản cơ sở hạ tầng được giao lại cho PJKK (chủ sở hữu tài sản ban đầu). Số tiền thu được này phải được tái đầu tư trở lại vào cùng lĩnh vực của tài sản đã được nhượng quyền và tuân theo Danh mục các dự án cơ sở hạ tầng ưu tiên và/hoặc Dự án Chiến lược quốc gia của Indonesia. Do đó, có hai tổ chức tham gia vào quá trình tái đầu tư:

- PJKK – Tiền thu được từ tài sản cơ sở hạ tầng sẽ do PJKK nắm giữ. Sau đó, PJKK chịu trách nhiệm đầu tư số tiền thu được đó theo danh sách các dự án ưu tiên do KPPIP xác định;
- KPPIP – KPPIP quyết định danh sách các Dự án Cơ sở hạ tầng ưu tiên và Dự án Chiến lược quốc gia của Indonesia, do đó có thẩm quyền tối cao về nơi tiền thu được từ LCS có thể được tái đầu tư. KPPIP sẽ giám sát cách PJKK đầu tư số tiền thu được từ tài sản cơ sở hạ tầng.

Khung pháp lý chi phối hoạt động tái đầu tư vừa là các quy định của LCS vừa là bộ quy định chi phối vai trò của KPPIP.

Có một mối liên hệ thể chế chính thức giữa việc thu tiền từ nhượng quyền và tái đầu tư vì PJKK phải gửi kế hoạch LCS của mình cho KPPIP để phê duyệt. Điều này có nghĩa là nếu số tiền thu được không nhằm mục đích tái đầu tư theo danh sách các dự án ưu tiên của KPPIP, thì kế hoạch LCS sẽ không được phê duyệt và việc nhượng quyền tài sản sẽ không xảy ra.

Ngoài ra, điều đáng chú ý là Indonesia đã thực hiện chương trình tái đầu tư tài sản đặc biệt (ad hoc), điển hình là ở cấp độ DNNN. Ví dụ, vào năm 2019, Chính phủ đã giao cho Hutama Karya, một DNNN thuộc Bộ Công trình (Ministry of Public Works), chịu trách nhiệm phát triển mạng lưới đường cao tốc thu phí xuyên Sumatra. Do mạng lưới xuyên Sumatra không khả thi về mặt tài chính nên Bộ Công trình đã chuyển hai tuyến đường thu phí hiện có ở Jakarta sang bảng cân đối kế toán của Hutama Karya. Các tuyến đường thu phí ở Jakarta dự kiến sẽ tạo ra thặng dư tài chính đáng kể, khoản thặng dư này sẽ được sử dụng một cách hiệu quả như một khoản vốn góp vào Hutama Karya để cho phép đầu tư các dự án mới.

1.3. Thu phí – Vận hành – Bảo dưỡng – Chuyển giao ở Ấn Độ (TOT)

Ấn Độ có một lịch sử tương đối lâu dài trong việc nhượng quyền thu phí các tài sản đường cao tốc của mình. Trong khi nỗ lực ban đầu của Ấn Độ vào năm 2009 trong việc thực hiện AR thông qua mô hình Vận hành – Bảo dưỡng – Chuyển giao đã đạt được nhiều thành công, thì nỗ lực tiếp theo của Ấn Độ vào năm 2016 thông qua mô hình Thu phí – Vận hành – Bảo dưỡng – Chuyển giao (TOT) do khu vực tư nhân sở hữu đã đạt được thành công lớn hơn⁴

Việc áp dụng mô hình AR đối với các dự án đường cao tốc được thực hiện bởi Cơ quan quản lý đường cao tốc quốc gia Ấn Độ (NHAI), một cơ quan được thành lập trực thuộc Bộ Đường bộ, Giao thông vận tải và Đường cao tốc (MORTH). NHAI chịu trách nhiệm về hai việc:

- Với tư cách là chủ sở hữu tài sản của các đường cao tốc quốc gia của Ấn Độ, NHAI nhượng quyền các dự án đường cao tốc hiện có theo các mô hình PPP của Ấn Độ. Gần đây NHAI đã áp dụng AR thông qua mô hình TOT. Thông qua đó, NHAI đã đầu tư và nhượng quyền thu phí các gói đường cao tốc cho các nhà đầu tư tư nhân thuê trong 30 năm để đổi lấy một khoản phí nhượng quyền trả trước. Tiền thu được gửi vào một quỹ ủy thác tập trung được gọi là Quỹ thu lời từ đường cao tốc quốc gia, do NHAI quản lý; và,
- NHAI có khả năng tái đầu tư số tiền thu được vào lĩnh vực đường cao tốc như một phần của mạng lưới đường bộ quốc gia.

Mô hình TOT đã được áp dụng cho những con đường có lịch sử doanh thu thu phí ổn định cho phép các nhà đầu tư tư nhân tiềm năng tin tưởng vào dự báo lưu lượng giao thông của dự án. Điều này đảm bảo rằng MORTH có thể thu được số tiền cao nhất từ việc cấp các nhượng quyền này.

Mục tiêu của các nhượng quyền TOT là:

- Cung cấp một khuôn khổ vận hành và bảo trì (O&M) hiệu quả có thể hạn chế sự tham gia vận hành của NHAI;
- Tạo cơ hội kinh doanh cho các bên thuộc khu vực tư nhân chuyên về O&M đường cao tốc và tìm kiếm lợi nhuận ổn định lâu dài từ doanh thu thu phí mà không phải chịu rủi ro xây dựng và phát triển; và,
- Sử dụng tiền kiếm được từ tài sản để phát triển cơ sở hạ tầng ưu tiên nhằm đáp ứng các chương trình nghị sự về cơ sở hạ tầng của chính phủ.

Để đủ điều kiện là tài sản cho mô hình TOT, đường thu phí phải đáp ứng các tiêu chí sau:

- Đường cao tốc phải do chính phủ hoặc các cơ quan của chính phủ sở hữu và vận hành;

⁴ AR thông qua mô hình TOT, cho đến nay, đã được thực hiện ở năm nhóm đường. Cho đến nay, chỉ có gói thứ nhất, thứ ba và thứ năm được kiểm tiến thành công, huy động lần lượt 1,3 tỷ đô la Mỹ, 0,7 tỷ đô la Mỹ và 0,4 tỷ đô la Mỹ. Phiên đấu giá theo gói thứ hai và thứ tư đã bị hủy do giá đấu thầu không vượt quá giá khởi điểm (đặt trước).

- Về cơ bản, tất cả vốn đầu tư xây dựng đã được Chính phủ chi cho việc xây dựng, phát triển và nâng cấp tài sản mà không cần chuyển giao trách nhiệm cấp vốn đầu tư cho tư nhân, do đó, không có chi phí vay vốn ngắn hạn;
- Lưu lượng đã được chứng minh tương đối tốt và được hỗ trợ bởi các dự đoán cho biết mức tăng trưởng lưu lượng giao thông trong tương lai.

Bảy mươi lăm (75) dự án quốc lộ đang vận hành với tổng chiều dài 4500 km và hoàn thành bằng nguồn vốn công đã được xác định sẽ áp dụng mô hình TOT. Chúng được gộp thành 10 hồ sơ thầu riêng biệt. Tổng giá trị của 75 dự án được trao thông qua mô hình TOT ước tính khoảng 4,75 tỷ USD.

Quỹ thu lời từ đường cao tốc Quốc gia (TOT) được thiết lập dưới quyền của Cơ quan Quản lý Đường cao tốc Quốc gia Ấn Độ để quản lý và tái đầu tư số tiền thu được vào việc phát triển các dự án đường cao tốc mới, bao gồm cả việc vận hành và bảo trì chúng.

Khung AR này, so với phân loại AR chúng tôi, là một khung theo Bộ ngành. Việc nhượng quyền và tái đầu tư đều do NHAI đảm nhận.

HỘP 1.1: 05 GÓI DỰ ÁN ĐÃ ĐƯỢC ÁP DỤNG THEO MÔ HÌNH TOT Ở ẤN ĐỘ

Kể từ khi bắt đầu chương trình TOT tính đến tháng 03 năm 2021, NHAI đã thực hiện thành công nhượng quyền thu phí cho 04 (bốn) gói dự án được cao tốc.

- Gói dự án đầu tiên gồm chín dự án đường cao tốc ở Bang Andhra Pradesh và Gujarat được trao cho Macquarie Group, một quỹ đầu tư cơ sở hạ tầng có trụ sở tại Sydney, Australia, vào tháng 03 năm 2018, Macquarie Group, công ty quản lý tài sản cơ sở hạ tầng có trụ sở tại Sydney. So với giá mời thầu ban đầu là IDR 62.580 triệu, Macquarie Group đã thắng thầu với số tiền là IDR 96.810 triệu, và trở thành một trong những khoản đầu tư trực tiếp nước ngoài lớn nhất vào cơ sở hạ tầng công cộng ở Ấn Độ. Giá đấu thầu này cao hơn 55% so với giá trị nhượng quyền ước tính ban đầu của NHAI. Thời hạn nhượng quyền là 30 năm, cho Doanh nghiệp dự án (DNDA) của Tập đoàn Macquarie.
- Vào tháng 6 năm 2019, NHAI đã đấu thầu chọn nhà đầu tư TOT cho 5 tuyến đường cao tốc có tổng chiều dài 566,27 km chạy qua các địa phương Uttar Pradesh, Bihar, Jharkhand, và Tamil Nadu. Cube Highways, nhà đầu tư được quỹ I Squared Capital và International Finance Corp. (IFC) đã trúng thầu với giá nhượng quyền IDR 50.110 triệu, cao hơn mức giá mời thầu ban đầu IDR49.954 triệu, cho thời hạn nhượng quyền 30 năm.
- Vào ngày 18 tháng 01 năm 2021, NHAI đã đấu thầu và chọn hai nhà đầu tư, Adani Enterprises và DP Jain & Co, cho hai gói dự án đường cao tốc có tổng chiều dài lần lượt là 53.6 và 105 km tại Gujarat. Thời hạn cho nhà đầu tư tư nhân thuê là 20 năm.

1.4. Áp dụng mô hình AR tại Việt Nam

Hiện nay Việt nam chưa có khuôn khổ thực hiện mô hình AR. Chính phủ chưa xây dựng khuôn khổ thể chế gắn kết các hình thức nhượng quyền hoặc cho phép tư nhân tham gia kinh doanh cơ sở hạ tầng (theo ba hình thức nêu dưới đây) để tạo nguồn thu tái đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng mới. Thay vào đó, tiền thu được chuyển vào ngân sách mà không có một kế hoạch rõ ràng về việc tái đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng mới.

Việt Nam hiện có ba mô hình cho phép khu vực tư nhân tham gia vào cơ sở hạ tầng. Đó là:

- Hợp đồng Kinh doanh và Quản lý (O&M) theo hình thức PPP – theo luật PPP mới của Việt Nam, Chính phủ Việt Nam có thể để khu vực tư nhân kinh doanh và quản lý các dự án cơ sở hạ tầng đang hoạt động thông qua hình thức các hợp đồng Kinh doanh và Quản lý (O&M) hoặc đầu tư sửa chữa;
- Xã hội hóa dịch vụ công – tư nhân đầu tư hoàn toàn vào các dự án cơ sở hạ tầng; và,
- Cổ phần hóa DNNN – bán cổ phần của DNNN cho các nhà đầu tư tư nhân.

Trong số ba mô hình trên ở Việt Nam, hình thức hợp đồng O&M có nhiều điểm chung với mô hình AR ở các quốc gia khác. Theo mô hình này, các nhà đầu tư tư nhân phải trả trước một khoản phí để đổi lấy quyền thu phí dài hạn. Mô hình này đã được áp dụng thí điểm cho dự án Đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh – Trung Lương. Tuy nhiên, Chính phủ Việt nam đã chấm dứt việc áp dụng thí điểm do có hiện tượng tham nhũng gây ra thiệt hại cho lợi ích công. Nhà đầu tư tư nhân, Công ty Yên khánh, được lựa chọn thông qua đấu thầu công khai, tuy nhiên, quá trình đấu thầu không minh bạch do có tham nhũng.

Chính phủ không áp dụng hình thức này cho bất kỳ một dự án nào sau dự án thí điểm này. Mặc dù đã được Luật PPP mới cho phép áp dụng, hình thức O&M vẫn chưa được triển khai. Không có một dự án cơ sở hạ tầng hiện hữu nào đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư tư nhân vận hành và quản lý tài sản công. Hiện nay cũng chưa có văn bản pháp luật hướng dẫn chi tiết việc thực hiện hình thức hợp đồng này. Việc chậm trễ ban hành các văn bản hướng dẫn cũng làm các cơ quan nhà nước có thẩm quyền và các nhà đầu tư ngại áp dụng hình thức này do lo ngại các rủi ro pháp lý có thể xảy ra. Gần đây, công luận đã thảo luận về đề xuất của Bộ Giao thông Vận tải về việc thu phí trên các tuyến đường đã được đầu tư công để bù đắp chi phí vận hành. Tuy nhiên, đề xuất này chưa được phê chuẩn và rõ ràng, nó cũng không phải hoàn toàn là mô hình AR bởi vì tiền thu được sẽ quay trở lại ngân sách nhà nước⁵.

Một trở ngại nữa trong việc áp dụng mô hình AR ở Việt nam là Luật PPP không cho phép các nhà đầu tư tài chính (chủ yếu là các nhà đầu tư tổ chức) tham gia đấu thầu các hợp đồng O&M. Ví dụ ở Ấn Độ đã cho thấy một nhà đầu tư tổ chức có thể đứng đầu liên danh (consortium) cung cấp dịch vụ O&M và thu phí cầu đường.

⁵ Nguyễn Huyền, Đề xuất thu phí đường cao tốc đã đầu tư bằng nguồn vốn công, Vietnamnet, 29/7/ 2023 tại <https://vietnamnet.vn/chi-thu-phi-cao-toc-do-nha-nuoc-dau-tu-khi-co-duong-bo-song-hanh-2170966.html>

Các nhà đầu tư tổ chức quốc tế khá quan tâm đến hình thức này vì họ có thể tránh được rủi ro trong giai đoạn xây dựng và rủi ro doanh thu có thể được giảm thiểu nếu các dự án hiện đang hoạt động đã thiết lập nguồn doanh thu ổn định được chứng minh bằng hiệu suất trong quá khứ. Tuy nhiên, mối quan tâm chính của họ là thiếu minh bạch và dữ liệu đáng tin cậy về hiệu quả hoạt động trong quá khứ của các dự án cơ sở hạ tầng đang có. Không có dữ liệu đáng tin cậy, các nhà đầu tư không thể tự tin đầu tư quyền thu phí liên quan đến các dự án do chính phủ điều hành.

1.5. Khuyến nghị cho áp dụng mô hình AR tại Việt Nam

Chúng tôi khuyến nghị chính phủ thực hiện cơ chế AR để có thể tạo nguồn thu từ danh mục tài sản cơ sở hạ tầng được đầu tư bằng vốn Nhà nước nhằm đầu tư cho các tài sản cơ sở hạ tầng mới. Một số dự án thí điểm có thể được thực hiện trong lĩnh vực giao thông vận tải, nơi mà chính phủ đã đầu tư phát triển đường cao tốc. Chính phủ nên xây dựng một khung pháp lý chi tiết để sử dụng mô hình O&M theo Luật PPP nhằm cho phép các nhà đầu tư tư nhân vận hành và bảo trì đường công cộng để đổi lấy phí nhượng quyền thông qua đấu thầu minh bạch và công khai. Nguồn tiền thu được cần được cam kết dành để phát triển các dự án cơ sở hạ tầng cụ thể, thay vì bỏ chung vào ngân sách nhà nước.

Từ kinh nghiệm quốc tế, khung pháp lý về AR nên bao gồm các đặc điểm chính sau:

- **Tạo mối liên kết chính thức và thể chế hóa giữa nhượng quyền tạo nguồn thu từ tài sản hiện có và tái đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới:** Điều này có thể tập trung vào một lĩnh vực cụ thể tương tự như Ấn Độ để giảm nhu cầu nguồn lực và rủi ro thực hiện;
- **Chính phủ quy định về thời hạn hợp đồng dài:** Thời hạn hợp đồng thường là dài hạn, ngắn nhất là 25 năm. Điều này tạo động lực cho khu vực tư nhân sở hữu tài sản, thực hiện các cải tiến về vốn và hoạt động, nhận được lợi ích từ những cải tiến đó và cuối cùng chuyển một số lợi ích đó cho người dùng cuối;
- **Chính phủ đề ra các quy trình minh bạch để xác định tài sản nào nên được áp dụng mô hình AR:** Các quy trình cụ thể được thiết lập để xác định tài sản dùng để nhượng quyền. Chính quyền bang NSW (Úc) đã phân tích chi phí và lợi ích tương đối của quyền sở hữu công cộng và tư nhân để xác định tài sản để bán. Chính phủ Ấn Độ yêu cầu một số điều kiện để áp dụng AR với các đường cao tốc, chẳng hạn như lưu lượng giao thông đã được chứng minh với mức tăng trưởng dự kiến;
- **Chính phủ tạo ra một cách tiếp cận có kế hoạch để thực hiện AR:** Cách tiếp cận thông thường là các chương trình AR bao gồm lập danh mục các tài sản sẽ được cấu trúc để giới thiệu ra thị trường trong một khoảng thời gian nhất định. Điều này mang lại nhiều cơ hội đầu tư dài hạn cho khu vực tư nhân;
- **Chính phủ tạo ra các thể chế chuyên vào việc thực hiện mô hình AR, ở cấp chính phủ hoặc cấp ngành:** Mỗi chính phủ có một cấu trúc thể chế dành riêng cho AR. Úc (NSW) thành lập các tổ chức riêng biệt chịu trách nhiệm thực hiện AR. Ấn Độ thành lập một quỹ riêng biệt để quản lý số tiền nhượng quyền thu được. Indonesia trao quyền cho một cơ quan nhà nước để lựa chọn, cấu trúc, và thực hiện LCS; và,
- **Chính phủ tạo ra các liên kết thể chế mạnh mẽ và chính thức giữa việc nhượng quyền tạo nguồn thu và tái đầu tư:** Mỗi chính phủ thành lập các quỹ ủy thác chuyên dụng để giữ tiền thu được từ tài sản cơ sở hạ tầng. Sau đó, tùy thuộc vào việc đó là khung AR cấp bộ ngành hay cấp chính phủ, chúng được tái đầu tư bởi cơ quan quản lý ngành hoặc chính phủ. Điều này tạo ra mối liên kết chặt chẽ giữa nhượng quyền tạo nguồn thu và đầu tư vì khoản đầu tư đó phụ thuộc vào việc nhượng quyền.

Để có thể phát triển được một khuôn khổ AR hoàn chỉnh ở Việt nam, Chính phủ cần nỗ lực dài hạn để phát triển một khuôn khổ pháp lý và thể chế phù hợp. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, Chính phủ có thể xem xét áp dụng hình thức O&M như một giải pháp tạm thời trước mắt để nhượng quyền thu phí trên các tuyến đường cao tốc đầu tư bằng nguồn vốn công nhằm tạo nguồn thu đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng mới. Bởi vì Luật PPP đã tạo ra khuôn khổ chính sách ở cấp cao, hình thức O&M có thể thực hiện được trong thời gian trước mắt. Chính phủ cần xây dựng hướng dẫn chi tiết để tăng cường tính minh bạch và hiệu quả trong việc lựa chọn nhà vận hành tư nhân và quản lý hiệu quả hoạt động của họ.

Các nguyên tắc căn bản của mô hình O&M cần áp dụng giống như như các hình thức PPP khác. Chính phủ Việt nam cần cân nhắc các đặc điểm quan trọng sau đây khi thực hiện mô hình O&M:

- **Thẩm định kỹ lưỡng trước khi đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư O&M:** Chính phủ cần tiến hành chuẩn bị dự án chi tiết để đánh giá tình trạng tài sản, dự báo lưu lượng để nghiên cứu kỹ lưỡng tính khả thi của dự án;
- **Vẫn cần có cơ chế chia sẻ rủi ro hiệu quả:** Mặc dù hình thức O&M tránh được các rủi ro trong giai đoạn xây dựng, vẫn có một số rủi ro khác phát sinh trong quá trình vận hành và bảo dưỡng. Nhà đầu tư tư nhân vẫn yêu cầu khu vực công chia sẻ một số rủi ro nằm ngoài khả năng kiểm soát của tư nhân mà thuộc phạm vi kiểm soát của khu vực công;
- **Đảm bảo đấu thầu cạnh tranh và minh bạch là yếu tố căn bản đảm bảo lợi ích cho khu vực công trong mô hình O&M:** Sự thất bại của dự án đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh – Trung lương là một ví dụ về những tổn thất khu vực công phải gánh chịu do quá trình đấu thầu không minh bạch; và,
- **Cần thiết lập một khuôn khổ quản lý hợp đồng hiệu quả:** Hợp đồng cần đề ra các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động mà nhà đầu tư tư nhân cần đạt được. Cơ quan nhà nước có thẩm quyền cần lập ra một cơ quan chịu trách nhiệm chuyên trách trong việc giám sát hoạt động của nhà đầu tư O&M nhằm đảm bảo nhà đầu tư có thể cung cấp dịch vụ đảm bảo chất lượng như trong hồ sơ thầu.

HUY ĐỘNG VỐN TỪ CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC

Phần này thảo luận về phân loại các công cụ tài chính mà các nhà đầu tư dự án có thể sử dụng để huy động tài chính, ngoài các khoản vay thương mại thông thường, từ các nhà đầu tư tổ chức để cung cấp cơ sở hạ tầng. Phần này mô tả các nhà đầu tư tổ chức, các hình thức và phương tiện đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng.

Theo phương thức mua sắm tài chính tư nhân, nhà đầu tư tư nhân tài trợ phần lớn vốn đầu tư. Trong một số trường hợp, nhà đầu tư tư nhân nhận được trợ cấp tài chính của chính phủ để đầu tư tài sản cơ sở hạ tầng.

Để tránh nhầm lẫn, có hai loại nhà đầu tư tư nhân trong một dự án cơ sở hạ tầng:

- **Nhà đầu tư dự án** là bất kỳ nhà đầu tư nào có trang bị chuyên môn và kỹ năng về tài sản cơ sở hạ tầng, kinh doanh trong các lĩnh vực đó và cam kết lâu dài đối với việc xây dựng và/hoặc vận hành và bảo trì các tài sản đó thông qua việc cung cấp chuyên môn và kỹ năng, và góp vốn cổ phần, vay tiền để thực hiện. Các nhà tài trợ dự án bắt đầu các dự án bằng cách góp vốn chủ sở hữu ban đầu cho một DNDA, hoặc trong hình thức PPP, đấu thầu các dự án do khu vực công đấu thầu. Các nhà đầu tư dự án tham gia chặt chẽ vào việc xây dựng và quản lý cơ sở hạ tầng.
- **Nhà đầu tư tài chính** là bất kỳ nhà đầu tư nào không có chuyên môn trong ngành, nhưng cấp vốn cho việc xây dựng tài sản cơ sở hạ tầng thông qua góp vốn cổ phần, hoặc cung cấp các khoản vay cho các nhà đầu tư dự án hoặc DNDA. Họ thường không liên quan đến việc xây dựng và vận hành tài sản. Họ thường là các nhà đầu tư tổ chức bao gồm ngân hàng đầu tư, quỹ cơ sở hạ tầng, quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm. Do đó, thuật ngữ “nhà đầu tư tổ chức” được sử dụng cho các nhà đầu tư tài chính.

Phần này thảo luận về phân loại các công cụ tài chính mà các nhà đầu tư dự án có thể sử dụng để huy động tài chính, ngoài các khoản vay thương mại thông thường, từ các nhà đầu tư tổ chức để cung cấp cơ sở hạ tầng. Phần này mô tả các nhà đầu tư tổ chức, các hình thức và phương tiện đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng.

2.1. Định nghĩa về Nhà đầu tư tổ chức

Các nhà đầu tư tổ chức là các pháp nhân nhận tiền từ khách hàng của họ, tạo ra một quỹ và sử dụng quỹ này để đầu tư vào nhiều công cụ tài chính như cổ phiếu, trái phiếu hoặc các phương tiện đầu tư khác. Các nhà đầu tư tổ chức được coi là những nhà đầu tư tinh vi, có kiến thức và kinh nghiệm đầu tư sâu rộng.

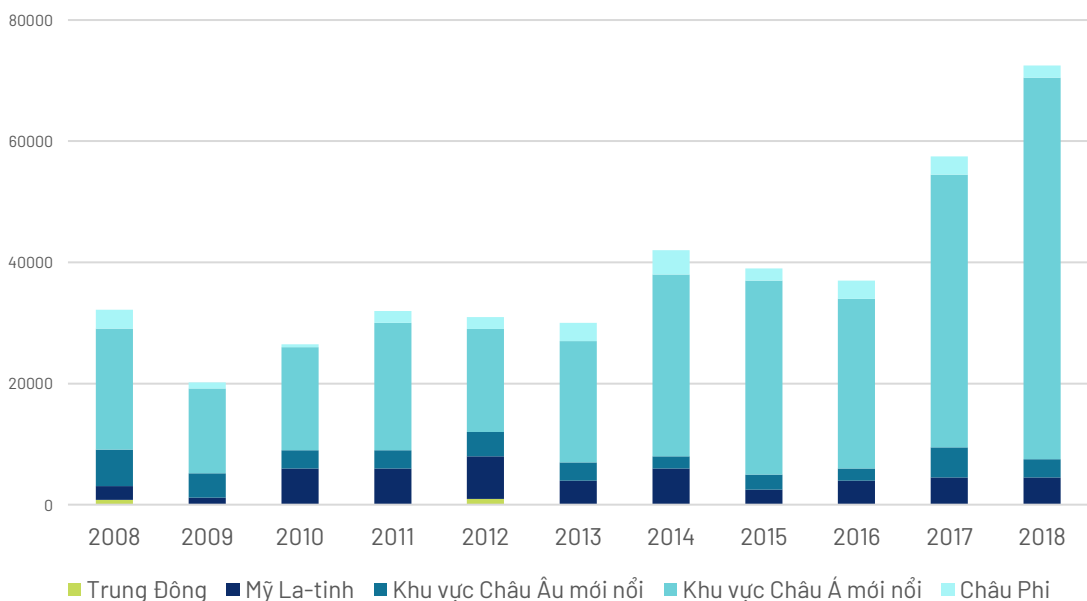
Nguồn tài chính cho cơ sở hạ tầng từ các nhà đầu tư tổ chức được đánh giá là rất tiềm năng. Đầu tư cơ sở hạ tầng hấp dẫn các nhà đầu tư tổ chức vì các yếu tố sau:

- Các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm có thể kết hợp thời hạn dài hạn của các khoản nợ hưu trí và nợ của các công ty bảo hiểm với chu kỳ đầu tư cơ sở hạ tầng;
- Các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng có thể tạo ra lợi suất cao hơn so với các sản phẩm đầu tư có lãi suất cố định (trái phiếu) mặc dù có khả năng biến động cao hơn; và,
- Các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng liên quan đến lạm phát có thể phòng ngừa rủi ro cho các quỹ hưu trí và trách nhiệm bảo hiểm cũng liên quan đến lạm phát.

Do đó, như được trình bày trong HÌNH 2.1, đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng và phát triển đã tăng dần. Thị trường châu Á mới nổi đã nhận được một tỷ lệ đầu tư lớn của các nhà đầu tư tổ chức.

HÌNH 2.1. ĐẦU TƯ CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC VÀO CƠ SỞ HẠ TẦNG VÀ PHÁT TRIỂN

Đơn vị: triệu USD



Nguồn: Hiệp hội vốn tư nhân toàn cầu (GPCA 2019)

Bốn loại hình nhà đầu tư tổ chức thường cung cấp tài chính, trực tiếp hoặc gián tiếp, cho các dự án cơ sở hạ tầng trên khắp thế giới bao gồm quỹ cơ sở hạ tầng, quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm, và các quỹ đầu tư của các ngân hàng thương mại.

QUỸ CƠ SỞ HẠ TẦNG

Các quỹ cơ sở hạ tầng đã tồn tại trong một thời gian dài dưới hình thức các quỹ thuộc lĩnh vực vốn chủ sở hữu hoặc các quỹ thuộc lĩnh vực tư nhân chuyên biệt (ví dụ: trong lĩnh vực năng lượng, nước hoặc giao thông). Các nhà đầu tư chính của các quỹ cơ sở hạ tầng này là các quỹ hưu trí, cả nhà nước và tư nhân, và các công ty bảo hiểm. Chẳng hạn, quỹ hưu trí APG⁶ của Hà Lan đã đầu tư vào Quỹ PINAI⁷ của Philippines .

Một số quỹ cơ sở hạ tầng được hỗ trợ bởi các tổ chức tài chính phát triển và ngân hàng phát triển đa phương. Ví dụ như Quỹ cơ sở hạ tầng toàn cầu của IFC, hay Quỹ cơ sở hạ tầng ASEAN với sự hỗ trợ của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB).

Các quỹ cơ sở hạ tầng thường cấu trúc khoản đầu tư của họ thông qua vốn chủ sở hữu và các công cụ nợ. Họ nhắm mục tiêu cả các dự án cơ sở hạ tầng mới và đang hoạt động. Hầu hết các quỹ này nhằm mục đích tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng lớn, có thể lên tới 1 tỷ USD.

QUỸ HƯU TRÍ

Quỹ hưu trí là quỹ được thành lập bằng cách sử dụng các khoản đóng góp bằng tiền từ các khoản tích lũy cho lương hưu. Vốn tích lũy thường được phân bổ cho các khoản đầu tư ổn định và tạo thu nhập, vì mục đích chính của quỹ hưu trí là cung cấp thu nhập tài chính ổn định cho người hưu trí khi nghỉ hưu.

Mục tiêu chính của quỹ hưu trí là trả lương hưu theo luật và quy định. Do đó, họ thường lựa chọn các khoản đầu tư có rủi ro thấp và thường chỉ đầu tư vào các quỹ đa dạng hóa tốt, trái phiếu chính phủ có rủi ro thấp, cổ phiếu vốn lớn và tài sản ổn định. Các quỹ hưu trí có thể đầu tư trực tiếp vào các dự án cơ sở hạ tầng hoặc gián tiếp thông qua các quỹ cơ sở hạ tầng.

Nhiều quốc gia có quỹ dự phòng hưu trí công khai hoặc quỹ dự phòng an sinh xã hội (tương tự như quỹ bảo hiểm xã hội ở Việt Nam). Một quỹ hưu trí quốc gia lớn có thể có quy mô để đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng và có khả năng dẫn đầu thị trường. Quỹ Hưu trí Nhân viên Chính phủ Nam Phi (GEPF) là một ví dụ. Công ty Đầu tư công (Public Investment Corporation) trị giá 150 tỷ USD, công ty quản lý quỹ của GEPF, là nhà đầu tư lớn nhất vào mạng lưới đường bộ của nước này và đã đầu tư vào các trung tâm mua sắm, nhà ở giá rẻ, năng lượng và lĩnh vực chăm sóc sức khỏe.

⁶ APG (All Pension Group)(tiếng Hà lan: Algemene Pensioen Groep) là công ty đầu tư quỹ hưu trí của Hà lan, một thành viên của Stichting Pensioenfonds ABP, quỹ hưu trí lớn nhất ở Hà lan.

⁷ Quỹ Cơ sở hạ tầng của Liên minh Đầu tư Philippine (Philippine Investment Alliance for Infrastructure - PINAI) là một quỹ đầu tư tư nhân trị giá 625 triệu USD tập trung hoàn toàn vào các dự án cơ sở hạ tầng của Philippine - dự án lớn nhất và đầu tiên thuộc loại hình này ở nước này. Quỹ sẽ tận dụng các cơ hội hợp tác công tư khác nhau ở Philippines. Các nhà đầu tư của PINAI bao gồm quỹ hưu trí thuộc sở hữu nhà nước của Philippines Hệ thống Bảo hiểm Dịch vụ Chính phủ (GSIS), công ty quản lý tài sản quỹ hưu trí Hà Lan APG và Tập đoàn Macquarie.

Vì các quỹ hưu trí đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì an sinh xã hội nên các khoản đầu tư của họ thường phải đối mặt với những hạn chế rất nghiêm ngặt và có thể cản trở đầu tư vào cơ sở hạ tầng. Các quỹ hưu trí có thể đầu tư thông qua các con đường trực tiếp hoặc gián tiếp.

CÔNG TY BẢO HIỂM

Một công ty bảo hiểm thường xuyên thu phí bảo hiểm từ các chủ hợp đồng cho các sản phẩm bảo hiểm mà họ bán, thường được chia thành các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ. Một phần phí bảo hiểm thu được thường được triển khai vào các khoản đầu tư dài hạn để tạo ra lợi nhuận và trang trải các khoản thanh toán khi có yêu cầu bồi thường. Một số công cụ tài chính mà họ đầu tư bao gồm các hối phiếu phòng ngừa lạm phát, trái phiếu chính phủ và trái phiếu dài hạn.

Các công ty bảo hiểm có xu hướng chịu các quy định chặt chẽ về khả năng thanh toán. Điều này thường ám chỉ các chiến lược đầu tư bảo thủ, không dành nhiều chỗ cho các tài sản thay thế hoặc nợ dưới chuẩn. Do tính chất của trách nhiệm pháp lý và các ràng buộc pháp lý chặt chẽ, các công ty bảo hiểm chủ yếu quan tâm đến các dự án có rủi ro tương đối thấp. Do đó, họ thích các dự án đang hoạt động hơn. Tuy nhiên, ở các nước đang phát triển, các công ty bảo hiểm quan tâm nhiều hơn đến các dự án đầu tư mới vì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao dẫn đến nhu cầu bền vững hơn đối với các dịch vụ cơ sở hạ tầng.

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI (VỚI TƯ CÁCH LÀ NHÀ ĐẦU TƯ, KHÔNG PHẢI NGƯỜI CHO VAY)

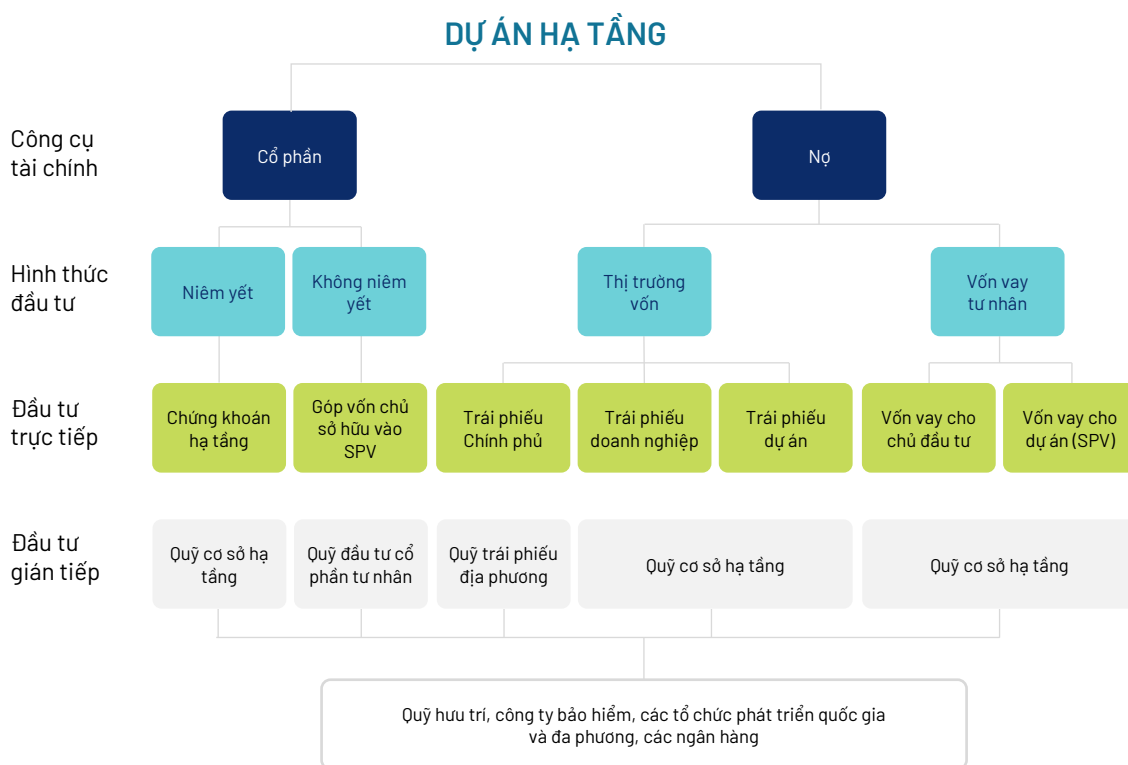
Các ngân hàng thương mại nhận tiền từ khách hàng dưới nhiều hình thức như tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn và tài khoản vãng lai, đồng thời cung cấp các khoản vay cho các khách hàng có nhu cầu khác như thế chấp, cho vay kinh doanh, v.v. Họ trả lãi trên các khoản tiết kiệm và tài khoản vãng lai, đồng thời thu lãi trên các khoản vay mà họ đã cấp. Họ đầu tư tiền của mình vào các lựa chọn ít rủi ro hơn.

Nhiều ngân hàng thương mại chọn đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng là sản phẩm đầu tư dài hạn, ổn định và sinh lời cao hơn so với trái phiếu chính phủ. Các ngân hàng thương mại thường thành lập các quỹ đầu tư tư nhân để đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng, trực tiếp hoặc gián tiếp.

2.2. Các hình thức đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng

Tài chính tư nhân bao gồm hai loại chính: nợ và vốn chủ sở hữu. Các nhà đầu tư tổ chức có thể cung cấp cả vốn chủ sở hữu và nợ cho một dự án cơ sở hạ tầng, trực tiếp hoặc gián tiếp. HÌNH 2.2 cung cấp một cái nhìn tổng quan về các công cụ tài chính chính (vốn chủ sở hữu và nợ), phương tiện đầu tư (niêm yết công khai và tư nhân/không niêm yết), và các lộ trình đầu tư trực tiếp khác nhau, chẳng hạn như cổ phiếu cơ sở hạ tầng, dự án hoặc trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay trực tiếp. Nó cũng đưa ra các ví dụ về con đường gián tiếp thông qua các cấu trúc quỹ.

Hình 2.2. CÁC HÌNH THỨC ĐẦU TƯ VÀ TÀI TRỢ CHO CƠ SỞ HẠ TẦNG



Nguồn: Phòng theo Đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng ở các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển, PPIAF tháng 3/2014

Như minh họa trong HÌNH 2.2, có một số phương thức đầu tư khác nhau vào cơ sở hạ tầng. Nhà đầu tư sử dụng các công cụ nợ và vốn chủ sở hữu tùy thuộc vào đặc điểm rủi ro/lợi nhuận, bản chất của tài sản cơ sở hạ tầng và cách các nhà đầu tư xác định và phân bổ cơ sở hạ tầng trong danh mục đầu tư của họ. Phần còn lại của tiểu mục này giải thích từng công cụ và phương tiện trên.

2.2.1. ĐẦU TƯ VỐN CỔ PHẦN

Đầu tư vốn cổ phần đề cập đến tất cả các khoản đầu tư tài chính được cung cấp cho các công ty để đổi lấy quyền sở hữu. Đầu tư cổ phiếu thường có rủi ro cao hơn đầu tư nợ. Thông thường, nhà tài trợ dự án quan tâm đến việc xây dựng và/hoặc vận hành và bảo trì tài sản cung cấp vốn chủ sở hữu cho DNDA. Đôi khi, các nhà đầu tư tổ chức, những người chỉ cung cấp tài chính thuần túy, cũng có thể cung cấp vốn chủ sở hữu cho DNDA thông qua các phương tiện niêm yết hoặc chưa niêm yết.

ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU THÔNG QUA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Đôi khi nhà tài trợ dự án huy động tài chính thông qua chào bán cổ phần/cổ phiếu của DNDA trên sàn giao dịch chứng khoán. Các nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là các quỹ hưu trí và các công ty bảo hiểm, là những người mua tiềm năng. Phương thức này thường được áp dụng cho các dự án cơ sở hạ tầng đã đi vào hoạt động và có thể mang lại lợi nhuận ngay lập tức cho các cổ đông.

Chưa có DNDA cơ sở hạ tầng nào ở Việt Nam niêm yết trên sàn chứng khoán. Chỉ một số nhà tài trợ dự án đã được niêm yết. Chẳng hạn, Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả, một nhà đầu tư nhân trong một số dự án PPP trong lĩnh vực giao thông vận tải, bắt đầu niêm yết trên sàn UCom (Unlisted Public Company Market – tạm dịch: sàn giao dịch chứng khoán dành cho các công ty chưa niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán) vào năm 2015 và chuyển sang Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) vào ngày 22/01/2022.

ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU THÔNG QUA MỘT DOANH NGHIỆP CHƯA NIÊM YẾT

Các khoản đầu tư vốn cổ phần chưa niêm yết là phương tiện phổ biến nhất để các nhà đầu tư tổ chức đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng. Vốn cổ phần chưa niêm yết đề cập đến việc đầu tư vốn vào một doanh nghiệp chưa được niêm yết trên thị trường chứng khoán. Đối với cơ sở hạ tầng, các khoản đầu tư vốn cổ phần chưa niêm yết đã được thực hiện theo phương thức tư nhân hóa trong các DNDA được tư nhân hóa hoặc vào DNDA của một dự án PPP ở giai đoạn phát triển hoặc giai đoạn vận hành. Trong số tất cả các tổ chức chưa niêm yết, quỹ chưa niêm yết, đầu tư trực tiếp và đồng đầu tư là phổ biến nhất đối với các nhà đầu tư tổ chức.

- **Quỹ chưa niêm yết:** Các nhà đầu tư tổ chức đầu tư vào một quỹ cơ sở hạ tầng chưa niêm yết với tư cách là đối tác hạn chế. Quỹ được quản lý bởi thành viên góp vốn của quỹ, thường là ngân hàng đầu tư hoặc công ty quản lý đầu tư. Sau đó, các thành viên góp vốn đầu tư các khoản đóng góp vào quỹ vào các tài sản cơ sở hạ tầng khác nhau thay mặt cho các đối tác hạn chế. Một số quỹ cơ sở hạ tầng quốc tế đang hoạt động rất tích cực tại các thị trường châu Á, bao gồm Quỹ cơ sở hạ tầng toàn cầu IFC, Quỹ cơ sở hạ tầng Macquarie và các quỹ khác. Tuy nhiên, sự tham gia của các quỹ cơ sở hạ tầng quốc tế vào Việt Nam vẫn còn rất hạn chế.

Có một số quỹ cơ sở hạ tầng trong nước chưa niêm yết tại Việt Nam, chẳng hạn như Quỹ Cơ sở Hạ tầng PVI, và Quỹ Đầu tư Hạ tầng và Năng lượng An Bình.

- **Đầu tư trực tiếp:** Đầu tư vốn cổ phần trực tiếp để cập đến các khoản đầu tư được thực hiện trực tiếp vào cơ sở hạ tầng chưa niêm yết. Các nhà đầu tư tổ chức lớn tìm nguồn đầu tư, thực hiện thẩm định, lựa chọn tài sản và quản lý tài sản trong suốt vòng đời của nó.

Đầu tư trực tiếp đã được sử dụng bởi các nhà đầu tư tổ chức có nguồn lực nội bộ và khả năng tạo nguồn tài sản, tài trợ cho các khoản đầu tư và quản lý/duy trì chúng. Khi bản chất phức tạp của đầu tư cơ sở hạ tầng trở nên dễ hiểu hơn, ngày càng có nhiều nhà đầu tư đủ lớn sẽ tìm cách đầu tư trực tiếp. Không giống như các khoản đầu tư vốn cổ phần đã niêm yết, các nhà tài trợ vốn cổ phần tư nhân có thể tham gia vào việc phát triển và quản lý tài sản cơ sở hạ tầng.

Một số ví dụ về các nhà đầu tư tổ chức trực tiếp bao gồm Hội đồng Đầu tư kế hoạch hưu trí Canada từ Canada; Chương trình hưu trí của các trường đại học từ Vương quốc Anh; Công ty Cổ phần Đầu tư Chính phủ từ Singapore; UniSuper, Australian Super, Future Fund từ Úc; và các nhà quản lý tài sản quỹ hưu trí APG, PGGM đến từ Hà Lan.

- **Đồng đầu tư (co-investments):** Đồng đầu tư tương tự như đầu tư trực tiếp. Điểm khác biệt chính là các nhà đầu tư tổ chức hợp tác với các nhà đầu tư khác để thành lập một liên danh để cùng đầu tư vào một dự án cơ sở hạ tầng. Các nhà đầu tư tổ chức có thể hợp tác với nhau hoặc hợp tác với các nhà tài trợ dự án khác.

2.2.2. ĐẦU TƯ NỢ

Các dự án cơ sở hạ tầng, do quy mô lớn, thường đòi hỏi một lượng vốn vay lớn. Vốn cho vay thường được coi là một sản phẩm đầu tư có lợi tức cố định và có thể được cấu trúc dưới nhiều dạng công cụ khác nhau. Thông thường, nó được cung cấp dưới dạng vốn vay trực tiếp từ các tổ chức tài chính, ví dụ như các ngân hàng thương mại. Vốn vay cũng có thể được cấu trúc thành các công cụ nợ, như trái phiếu dự án hay trái phiếu doanh nghiệp, để được bán lại cho các nhà đầu tư (giao dịch riêng lẻ), hoặc phân phối trên thị trường (niêm yết trên thị trường chứng khoán).

Trong các dự án đầu tư mới, vốn vay thương mại thường được cung cấp bởi các ngân hàng thương mại là những tổ chức có kinh nghiệm kiểm soát các rủi ro phát sinh trong quá trình xây dựng các dự án cơ sở hạ tầng. Trái phiếu cũng có thể được sử dụng trong giai đoạn xây dựng. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tổ chức thường yêu cầu bảo lãnh khi mua trái phiếu dự án trong giai đoạn xây dựng.

Khi hoàn thành giai đoạn xây dựng và tài sản đi vào hoạt động, trái phiếu dài hạn có thể được sử dụng để thay thế cho các khoản vay ngân hàng và trái phiếu ngắn hạn đã huy động trong giai đoạn xây dựng. Đối với các dự án đang hoạt động, các nhà đầu tư tổ chức có thể đầu tư vào trái phiếu dài hạn hoặc trái phiếu doanh nghiệp gắn với các công ty cơ sở hạ tầng.

TRÁI PHIẾU DỰ ÁN CỦA CHÍNH PHỦ VÀ TRÁI PHIẾU ĐÔ THỊ

Trái phiếu dự án của chính phủ và đô thị là trái phiếu có các khoản thanh toán được liên kết trực tiếp với một dự án cơ sở hạ tầng. Những trái phiếu này được bán trực tiếp cho các nhà đầu tư thông qua thị

trường vốn và thường được xếp hạng bởi các cơ quan xếp hạng chính. Công cụ này thường được áp dụng ở các thị trường vốn phát triển.

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Trái phiếu doanh nghiệp là loại hình trái phiếu do DNDA phát hành dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi nợ. Chúng có thể được phát hành trên thị trường mở hoặc được phát hành riêng lẻ. Các nhà đầu tư tổ chức thích trái phiếu hơn vì họ có thể gắn các khoản tài chính dài hạn với lãi suất trái phiếu cố định và đôi khi, thanh toán theo chỉ số lạm phát. Trái phiếu doanh nghiệp bị ràng buộc bởi các thỏa thuận trái phiếu mô tả các nghĩa vụ theo hợp đồng của chứng khoán.

Thay vì chịu rủi ro của một dự án riêng lẻ, trái phiếu doanh nghiệp chịu rủi ro của người phát hành là các công ty cơ sở hạ tầng. Mức độ tín nhiệm được xác định bởi khả năng thanh toán nợ của tổ chức phát hành. Vì vậy, trái phiếu doanh nghiệp ít rủi ro hơn trái phiếu dự án.

TRÁI PHIẾU DỰ ÁN

Trái phiếu dự án là chứng khoán tiêu chuẩn được phát hành để huy động vốn cho các dự án cơ sở hạ tầng độc lập. Chúng có thể được phát hành trên thị trường mở hoặc được phát hành riêng lẻ. Trái phiếu dự án được phát hành bởi một DNDA được thành lập như một pháp nhân riêng biệt để thực hiện dự án.

Trái phiếu dự án rủi ro hơn trái phiếu doanh nghiệp. Trái phiếu doanh nghiệp chịu rủi ro tín dụng của tổ chức phát hành có dự án được đa dạng hóa trên một danh mục tài sản. Rủi ro thua lỗ đối với chủ sở hữu tín dụng cao hơn đối với bất kỳ dự án cụ thể nào so với danh mục dự án đa dạng. Do đó, trái phiếu dự án phù hợp hơn cho các dự án lớn với nguồn tài chính dài hạn.

Các nhà đầu tư tổ chức chỉ quan tâm hơn đến trái phiếu dự án sau khi rủi ro xây dựng đã chấm dứt. Do đó, công cụ này phù hợp cho các dự án đã đi vào hoạt động. DNDA phát hành trái phiếu dự án để hoàn trả trái phiếu ngắn hạn và các khoản vay thương mại đã phát hành trong giai đoạn xây dựng.

Trái phiếu dự án mở ra một con đường tài trợ nợ thay thế để tạo nguồn tài chính cho các dự án liên quan đến cơ sở hạ tầng. Ngày nay, các khoản vay của ngân hàng phải tuân theo các quy định nghiêm ngặt hơn liên quan đến giám sát và tiết lộ thông tin, cuối cùng dẫn đến chi phí cao hơn và yêu cầu về vốn cao hơn. Những chi phí cao hơn này sẽ được chuyển cho nhà tài trợ dự án chuyển thành IRR (tỷ suất hoàn vốn nội bộ) dự án giảm dần. Bằng cách tiếp cận thị trường trái phiếu thể chế, các nhà tài trợ dự án có khả năng giảm chi phí tài trợ dự án.

2.3. Lựa chọn đầu tư

Nhiều loại nhà đầu tư tổ chức khác nhau quan tâm đến các dự án cơ sở hạ tầng. Cơ sở hạ tầng được nhiều người coi là loại tài sản có rủi ro tương đối thấp, với thời hạn đầu tư dài hạn hơn các khoản đầu tư thay thế khác. Đầu tư vào loại tài sản này thường được coi là một trò chơi lợi nhuận dài hạn hơn là một cam kết ngắn hạn tập trung vào sự tăng giá vốn.

Mỗi nhà đầu tư tổ chức chọn chiến lược đầu tư của mình ở mỗi quốc gia. Có năm chiến lược chính để đầu tư cơ sở hạ tầng, mỗi chiến lược có mức độ rủi ro khác nhau: cốt lõi (core), cốt lõi+ (core-plus), giá trị gia tăng (value-added), cơ hội (opportunistic) và nợ (debt).

- **Cốt lõi (Core):** Chiến lược này nhắm đến các tài sản thiết yếu không có rủi ro hoạt động và các tài sản thường đã tạo ra lợi nhuận. Các tính năng chính của tài sản bao gồm có nhu cầu rõ ràng và dòng tiền ổn định dài hạn có thể dự báo được với tỷ lệ sai sót thấp;
- **Cốt lõi + (Core-Plus):** Chiến lược này chấp nhận một mức độ rủi ro hạn chế, nhưng ít hoặc không có rủi ro xây dựng. Các nhà đầu tư có thể chấp nhận một số rủi ro hoạt động, nhưng không đáng kể. Họ vẫn nhắm mục tiêu vào các dự án đang hoạt động để tránh rủi ro về xây dựng và rủi ro nhu cầu ban đầu;
- **Giá trị gia tăng (Value Added):** Đây là một chiến lược chấp nhận rủi ro từ trung bình đến cao, yêu cầu cải tiến. Trọng tâm sẽ là gia tăng giá trị bằng cách tăng nhu cầu đối với tài sản. Tài sản thường là các dự án mới hoặc đang hoạt động, có khả năng liên quan đến các công nghệ mới hoặc chưa được chứng minh;
- **Cơ hội (Opportunistic):** Các chiến lược cơ hội có mức độ rủi ro/lợi nhuận cao nhất. Các dự án được nhắm mục tiêu sẽ khá rủi ro và tài sản có thể cần được phát triển hoặc xây dựng toàn bộ. Ưu tiên sẽ không đặt vào việc tạo ra dòng tiền ổn định mà tập trung nhiều hơn vào việc đạt được mức lãi từ sự tăng giá của tài sản; và,
- **Nợ cơ sở hạ tầng (Infrastructure Debt):** Chiến lược này liên quan đến việc cấp vốn cho các tài sản cơ sở hạ tầng bằng cách tổ chức hoặc mua các khoản vay được bảo đảm bằng các tài sản đó.

Tùy từng thị trường, lĩnh vực mà mỗi nhà đầu tư đưa ra tiêu chí đầu tư. Tiêu chí quan trọng nhất liên quan đến khả năng tài chính, có nghĩa là dự án sẽ tạo ra doanh thu và lợi nhuận ổn định đáp ứng kỳ vọng của nhà đầu tư. Ngoài ra, ngày nay, các nhà đầu tư đang tìm kiếm các dự án bền vững và có trách nhiệm với môi trường xã hội.

2.4. Các hình thức đầu tư cho các nhà đầu tư tổ chức vào cơ sở hạ tầng tại Việt Nam

Ở Việt Nam, tài chính tư nhân chủ yếu bao gồm vốn cổ phần từ các nhà tài trợ của dự án và vốn vay từ các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, hoạt động cho vay trực tiếp của các ngân hàng đối với cơ sở hạ tầng bị giới hạn và đang giảm dần do sự không phù hợp giữa các khoản nợ ngắn hạn của ngân hàng (chủ yếu là tiền gửi) và khoản cho vay dài hạn cần thiết cho các dự án cơ sở hạ tầng và tài chính dự án. Vì vậy, các khoản vay thương mại chủ yếu dựa vào tài chính doanh nghiệp. Sử dụng cách tiếp cận tài chính dự án là rất quan trọng để thiết kế các công cụ tài chính liên kết với các tài sản cơ sở hạ tầng. Do cách tiếp cận tài chính dự án không phổ biến nên Việt Nam vẫn thiếu các công cụ nợ thay thế khác.

2.4.1. VỐN CỔ PHẦN

Các nhà đầu tư tổ chức đủ điều kiện để trở thành nhà đầu tư vốn cổ phần trong các DNDA hoặc tập đoàn phát triển cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, rất ít nhà đầu tư tổ chức quốc tế đầu tư trực tiếp vào các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam. Có ba lý do chính cho điều này.

VIỆT NAM THIẾU MỘT DANH MỤC CÁC DỰ ÁN CƠ SỞ HẠ TẦNG TỐT

Một lỗ hổng lớn trong khung thể chế hiện tại của Việt Nam là thiếu năng lực xác định và chuẩn bị các dự án cơ sở hạ tầng khả thi và phù hợp với thị trường. Các cơ quan chính phủ thiếu cả chuyên môn và nguồn lực để chuẩn bị các dự án cơ sở hạ tầng nhằm đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư tổ chức quốc tế để xem xét đầu tư.

CÁC DỰ ÁN CƠ SỞ HẠ TẦNG CỦA VIỆT NAM KHÔNG THEO TIÊU CHUẨN ESG (MÔI TRƯỜNG, XÃ HỘI VÀ QUẢN TRỊ) QUỐC TẾ

Ngày càng có nhiều nhà đầu tư đặt yêu cầu về môi trường và xã hội của các dự án cơ sở hạ tầng lên ngang hàng với yếu tố lợi nhuận tài chính. Các nhà đầu tư coi vấn đề ESG là một phần không thể thiếu trong chiến lược đầu tư của họ. Tuy nhiên, ESG vẫn chưa nhận được sự quan tâm thích đáng tại Việt Nam. Các phân tích xã hội và môi trường trong nghiên cứu khả thi của các dự án cơ sở hạ tầng được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là đáp ứng các yêu cầu luật định của Việt Nam. Rất ít dự án tuân theo tiêu chuẩn quốc tế ESG. Các nhà đầu tư tổ chức không thể đầu tư vào các dự án không đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế ESG.

KHUNG PHÁP LÝ CHƯA HOÀN CHỈNH

Các nhà đầu tư tổ chức quốc tế có một số lo ngại liên quan đến tính rõ ràng và hiệu quả của các quy định pháp lý hiện hành để bảo vệ quyền lợi của họ đối với tài sản cơ sở hạ tầng ở Việt Nam. Phụ lục B tóm tắt về các lo ngại chính của nhà đầu tư tổ chức quốc tế về khung pháp lý.

2.5.2. TRÁI PHIẾU CƠ SỞ HẠ TẦNG

Mặc dù thị trường trái phiếu có sự phát triển vượt bậc trong những năm gần đây nhưng không có nhiều cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư tổ chức. Thị trường trái phiếu Việt Nam với đặc điểm quy mô nhỏ, hạn

chế về chủng loại sản phẩm, chủ yếu tập trung vào các kỳ hạn ngắn. Kỳ hạn trung bình của trái phiếu đăng ký tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) chỉ khoảng ba năm. Sự tham gia của các tổ chức đầu tư dài hạn như các công ty bảo hiểm hay quỹ đầu tư còn rất khiêm tốn so với tỷ lệ áp đảo của các ngân hàng thương mại vốn ưa chuộng các kỳ hạn ngắn. Do đó, việc phát hành và giao dịch trái phiếu dài hạn khó khăn hơn và kém thanh khoản.

Trong khi đó, các dịch vụ hỗ trợ quan trọng như xếp hạng tín nhiệm, bảo lãnh phát hành, dịch vụ tư vấn phát hành, quỹ quản lý tài sản chưa được phát triển đồng bộ. Rất ít tổ chức phát hành trái phiếu ở Việt Nam được xếp hạng tín nhiệm từ một tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín. Hầu hết trái phiếu được phát hành thông qua phát hành riêng lẻ với thông tin nghèo nàn tới công chúng.

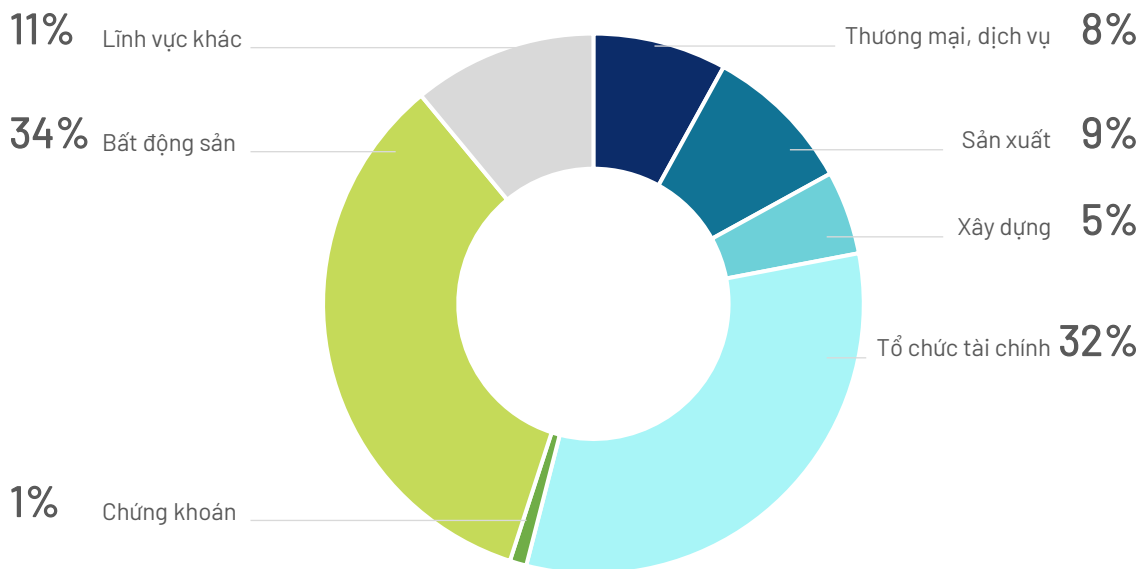
Trái phiếu phát hành ra công chúng không phải xếp hạng tín nhiệm bắt buộc. Theo đó, nhà đầu tư phải tự chịu rủi ro khi đầu tư vào trái phiếu của các doanh nghiệp không được kiểm tra các khía cạnh đảm bảo lời hứa lãi suất cao. Hệ quả là đã có vô số trường hợp nhà đầu tư trắng tay do doanh nghiệp phát hành trái phiếu đó phá sản, không đủ khả năng thực hiện nghĩa vụ, v.v.

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Đối với trái phiếu doanh nghiệp, chủ thể phát hành chủ yếu là các ngân hàng thương mại lớn trong nước, DNNN trong lĩnh vực tài chính, bất động sản, công nghiệp và một số tập đoàn tư nhân hàng đầu trong nước trong lĩnh vực bất động sản.

HÌNH 2.3.

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP ĐĂNG KÝ TRÊN THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI TRƯỚC NGÀY 10/10/2022



Nguồn: FIIN Ratings, HNX

Có rất ít công ty liên quan đến cơ sở hạ tầng trong nước phát hành trái phiếu. Năm 2015, Công ty Cổ phần Đầu tư Cầu đường CII (CII B&R) đã phát hành thành công trái phiếu doanh nghiệp trị giá 1.200 tỷ đồng (55 triệu USD) với kỳ hạn 05 (năm) năm. Tháng 01/2022, Công ty Cổ phần Tập đoàn Đèo Cả, nhà đầu tư BOT một số dự án đường bộ thu phí lớn tại Việt Nam, đã phát hành trái phiếu doanh nghiệp trị giá 200 tỷ đồng để thực hiện các dự án đường cao tốc⁷. Tập đoàn Trung Nam, một tập đoàn lớn trong nước chuyên về các dự án điện, đã phát hành trái phiếu doanh nghiệp trị giá 34.000 tỷ đồng kể từ năm 2019⁹.

Hiện có khoảng 47 quỹ quản lý tài sản trong nước và quốc tế, bao gồm quỹ đầu tư cổ phiếu, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư quốc gia đang hoạt động tại Việt Nam. Tuy nhiên, rất ít quỹ đầu tư tập trung vào cơ sở hạ tầng hoặc nắm giữ danh mục tài sản liên quan đến cơ sở hạ tầng. Điều này phản ánh rằng thị trường trong nước thiếu tài sản cơ sở hạ tầng “chất lượng” có thể đáp ứng yêu cầu đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức. Thành công của đợt phát hành trái phiếu xanh (green bonds) của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) vào tháng 7/2022 chứng tỏ rằng nếu một công cụ nợ được thiết kế và cấu trúc tốt, sẽ có khả năng thu hút các nhà đầu tư tổ chức.

HỘP 2.1: TRÁI PHIẾU XANH ĐẦU TIÊN VỚI NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐẦU TIÊN TẠI VIỆT NAM

EVN Finance đã ký kết các thỏa thuận phát hành trái phiếu trị giá 1.725 tỷ đồng (75 triệu USD) đánh dấu lần đầu tiên Việt Nam phát hành trái phiếu xanh trong nước, được kiểm chứng quốc tế bằng đồng nội tệ. Các thỏa thuận, được ký kết bởi EVN Finance, một đơn vị của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), bao gồm một thỏa thuận với GuarantCo, một thành viên của Tập đoàn Phát triển hạ tầng tư nhân (PIDG), để cung cấp bảo lãnh tín dụng một phần trị giá 1.150 tỷ đồng (50 triệu USD) để hỗ trợ dự án này. Phát hành trái phiếu EVN Finance.

Đây là trái phiếu doanh nghiệp được bảo đảm một phần đã thu hút các nhà đầu tư tổ chức tại Việt Nam, bao gồm Manulife của Canada và AIA có trụ sở tại Hoa Kỳ. Vietcombank đóng vai trò là tổ chức thu xếp ủy thác chính cho giao dịch.

Số tiền thu được từ trái phiếu sẽ cho phép EVN Finance phát hành các khoản vay dài hạn hơn để tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng mới, bao gồm các phân ngành năng lượng mặt trời áp mái và mặt đất đang phát triển nhanh tại Việt Nam.

Nguồn: [https://theinvestor.vn/vietnam-set-to-issue-first-internationally-verified-green-bonds-worth-75-mln-](https://theinvestor.vn/vietnam-set-to-issue-first-internationally-verified-green-bonds-worth-75-mln-d1115.html#:~:text=Vietnam%20set%20to%20issue%20first%20internationally%20verified%20green%20bonds%20worth%20%2475%20mln,-By%20Tuong%20Thuy&text=EVN%20Finance%20has%20signed%20deals,green%20bonds%20in%20local%20currency.)

[d1115.html#:~:text=Vietnam%20set%20to%20issue%20first%20internationally%20verified%20green%20bonds%20worth%20%2475%20mln,-](https://theinvestor.vn/vietnam-set-to-issue-first-internationally-verified-green-bonds-worth-75-mln-d1115.html#:~:text=Vietnam%20set%20to%20issue%20first%20internationally%20verified%20green%20bonds%20worth%20%2475%20mln,-By%20Tuong%20Thuy&text=EVN%20Finance%20has%20signed%20deals,green%20bonds%20in%20local%20currency.)

[By%20Tuong%20Thuy&text=EVN%20Finance%20has%20signed%20deals,green%20bonds%20in%20local%20currency.](https://theinvestor.vn/vietnam-set-to-issue-first-internationally-verified-green-bonds-worth-75-mln-d1115.html#:~:text=Vietnam%20set%20to%20issue%20first%20internationally%20verified%20green%20bonds%20worth%20%2475%20mln,-By%20Tuong%20Thuy&text=EVN%20Finance%20has%20signed%20deals,green%20bonds%20in%20local%20currency.) (Truy cập ngày 09/11/2022)

⁸ <https://kinhdoanhvatiepthi.vn/tap-doan-deo-ca-huy-dong-200-ty-dong-trai-phieu-de-lam-loat-du-an-trung-thau/>

⁹ <https://cafef.vn/chu-tich-dang-dan-tran-an-nha-dau-tu-du-no-trai-phieu-cua-trung-nam-group-hien-ra-sao-20221028082441882.chn>

TRÁI PHIẾU DỰ ÁN

Trái phiếu dự án chưa phổ biến ở Việt Nam. Dự án IPP Mông Dương 2 là dự án điện duy nhất đảo nợ thành công thông qua phát hành trái phiếu dự án trong năm 2011.

IPP Mông Dương 2 là dự án nhà máy điện độc lập chạy bằng than có công suất 1.240 MW được xây dựng tại Việt Nam. Dự án được đánh giá là nhà máy điện lớn nhất tại Đông Nam Á trong năm 2011 và là dự án nhiệt điện đầu tiên trong số 3 dự án nhiệt điện được đấu thầu theo mô hình Xây dựng – Vận hành – Chuyển giao (BOT) tại Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại.

Liên danh do nhà phát triển năng lượng toàn cầu AES có trụ sở tại Hoa Kỳ đứng đầu đã ký tài trợ vào tháng 7 năm 2011 và hoàn thành thu xếp tài chính vào tháng 9 năm 2011. Các nhà đầu tư là AES với 51% cổ phần; POSCO Power của Hàn Quốc với 30% cổ phần; và Tập đoàn Đầu tư Trung Quốc với 19% cổ phần.

Dự án đã có tổng vốn là 2 tỷ USD, trong đó có 1,5 tỷ USD là vốn vay. Khoản vay trị giá 1,46 tỷ USD được cung cấp bởi 12 ngân hàng quốc tế cộng với cơ quan tín dụng xuất khẩu Kexim của Hàn Quốc là tổ chức cho vay lớn nhất với 340 triệu USD dưới dạng khoản vay trực tiếp trong 18 năm.

Khoản tài trợ cho dự án bao gồm bảo lãnh không hủy ngang từ Chính phủ Việt Nam và bảo hiểm toàn diện 85% (không bao gồm nợ thương mại thuần túy) do Kexim và K-sure cung cấp, như một phần trong các điều khoản của gói bảo đảm đối với khoản nợ đảm bảo giảm thiểu các rủi ro liên quan đến thị trường mới nổi.

KEXIM và K-Sure đã hoàn tất thu xếp khoản tín dụng trị giá 840 triệu USD, khoản tín dụng này cũng đảm bảo kỳ hạn 18 năm. Phần còn lại của khoản nợ thương mại có kỳ hạn 12 năm.

Năm 2019, sau khi đi vào hoạt động, Dự án đã bán 678,5 triệu USD trái phiếu có bảo đảm kỳ hạn 9,8 năm thông qua Công ty Cổ phần Tài chính Mông Dương để tái cấp vốn cho khoản nợ của mình. Dự án đã cung cấp thành công 678,5 triệu USD trái phiếu có bảo đảm cao cấp 5,125% đến hạn vào năm 2029 và thực hiện khoản vay có bảo đảm cao cấp trị giá 402,7 triệu USD do một tổ chức cho vay ngân hàng thương mại quốc tế cung cấp, để mua tất cả các khoản vay tài trợ dự án còn tồn đọng. Trái phiếu được khấu hao từ cuối năm thứ tư và có thời hạn bình quân gia quyền là 6,9 năm.

Trái phiếu và chương trình cho vay có gói bảo đảm chung, bao gồm cam kết toàn bộ vốn cổ phần còn lại của tổ chức phát hành, cam kết một số tài khoản của tổ chức phát hành và bảo đảm đối với tài sản của tổ chức phát hành, bao gồm cả quyền ưu tiên đầu tiên đối với các khoản vay BOT. Các khoản vay BOT được bảo đảm bằng toàn bộ tài sản của Doanh nghiệp BOT.

Trái phiếu được phát hành thành công do dự án được xếp hạng Ba3/BB (Moody's/Fitch), phù hợp với xếp hạng tín nhiệm quốc gia, nhờ các ưu đãi của Chính phủ Việt Nam. Dự án IPP Mông Dương 2 có bảo lãnh của chính phủ đối với tất cả các nghĩa vụ thanh toán theo cơ chế BOT, với nhà máy sẽ được chuyển giao cho chính phủ sau 25 năm hoạt động. Hợp đồng mua bán điện thời hạn 25 năm với EVN thuộc sở hữu nhà nước kéo dài đến năm 2040 và Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (VINACOMIN) thuộc sở hữu nhà nước đã cam kết cung cấp than cho MDP với mức giá quy định trong suốt thời gian hoạt động của dự án.

2.5 Khuyến nghị

Để thu hút các nhà đầu tư tổ chức tài chính vào các dự án cơ sở hạ tầng ở Việt Nam, Chính phủ Việt Nam cần chuẩn bị một danh mục các dự án đầu tư bền vững, giới thiệu các công cụ đầu tư có cấu trúc tốt và phát triển một thị trường vốn.

TẠO RA CÁC CƠ HỘI VÀ CÔNG CỤ ĐẦU TƯ BỀN VỮNG HƠN

Ngoài việc tạo ra một môi trường thuận lợi, việc phát triển các cơ hội và công cụ tài chính lành mạnh là rất quan trọng để thu hút các nhà đầu tư tổ chức quốc tế. Chính phủ cần nâng cao năng lực chuẩn bị dự án để đưa ra thị trường các dự án cơ sở hạ tầng đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế ESG. Hơn nữa, chính phủ cần tăng cường vận hành và quản lý thị trường vốn để cải thiện niềm tin của nhà đầu tư khi đầu tư vào các công cụ tài chính, chẳng hạn như trái phiếu doanh nghiệp hoặc dự án tại Việt Nam.

PHÁT TRIỂN THỊ TRƯỜNG VỐN ĐỂ THU HÚT THÊM CÁC NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC

Thị trường vốn đã trải qua một chặng đường dài phát triển, đáp ứng đủ các yếu tố định lượng nhưng lại thiếu các yếu tố nền tảng để được Công ty Tài chính quốc tế Morgan Stanley (MSCI) xếp vào danh sách “thị trường mới nổi”. Mặc dù Việt Nam đã đáp ứng tất cả các tiêu chí định lượng nhưng thiếu các biện pháp định tính như độ mở hạn chế và giới hạn sở hữu nước ngoài, thiếu công bố thông tin bằng tiếng Anh, thiếu thị trường tiền tệ nước ngoài và thiếu một trung tâm lưu ký chứng khoán bù trừ độc lập¹⁰.

Việt Nam cần phát triển và cải thiện các dịch vụ hỗ trợ cho thị trường vốn. Ngoài việc phát triển các tổ chức xếp hạng trong nước, Chính phủ có thể xem xét cho phép các tổ chức xếp hạng quốc tế thực hiện và giải quyết các vấn đề trong nước do các tổ chức trong nước chưa được các nhà đầu tư quốc tế thừa nhận. Quản trị doanh nghiệp cần được tăng cường để bảo vệ nhà đầu tư. Năng lực của cơ quan quản lý trong việc phát hiện, thanh tra, điều tra và truy tố gian lận chứng khoán cũng cần được cải thiện và củng cố hơn nữa.

¹⁰ VNDirect, “Việt Nam có thể được nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2022”, 2020, tham khảo tại: https://mof.gov.vn/webcenter/portal/ttopen/pages_r/!detail?dDocName=MOFUCM171317

Kết luận

Việt Nam cần thêm nguồn tài chính tư nhân để đáp ứng nhu cầu lớn về cơ sở hạ tầng. Để thu hẹp khoảng cách tài chính, các nguồn tài chính trong nước là cơ bản nhưng không đủ. Việt Nam sẽ cần thực hiện các phương pháp tiếp cận dựa trên thị trường để huy động đầu tư tư nhân vào cơ sở hạ tầng. Tài liệu này chia sẻ một số kinh nghiệm quốc tế trong việc áp dụng mô hình AR của chính phủ và thu hút các nhà đầu tư tổ chức. Chính phủ Việt Nam nên xem xét chúng để đạt được sự phát triển cơ sở hạ tầng bền vững trong nước. Một số thay đổi là cần thiết để thực hiện điều này.

Đầu tiên, chính phủ cần ban hành các hướng dẫn chi tiết về các hợp đồng O&M để hướng dẫn các bộ ngành trong quá trình nhượng quyền vận hành tài sản nhà nước trong các lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Một quy trình đấu thầu minh bạch và cạnh tranh nên được áp dụng cho các nhà khai thác tư nhân được lựa chọn. Ngoài ra, Chính phủ Việt Nam nên xây dựng một khung thể chế rõ ràng để liên kết tiền nhà nước thu được từ việc nhượng quyền đối với tài sản của chính phủ với việc phát triển cơ sở hạ tầng mới. Cần có một cơ quan chuyên môn để thực hiện kế hoạch này một cách hiệu quả.

Thứ hai, Chính phủ Việt Nam cần nâng cao hiệu quả và năng lực của khu vực công trong việc lập kế hoạch dự án, phân bổ nguồn lực và đấu thầu dự án để có thể giới thiệu các dự án hợp lý và bền vững ra thị trường. Nếu không có một danh mục các dự án cơ sở hạ tầng bền vững đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế, Việt Nam không thể được coi là điểm đến cho các nhà đầu tư tổ chức.

Thứ ba, cùng với việc củng cố thị trường vốn trong nước, Chính phủ Việt Nam cần cải thiện khuôn khổ thể chế, pháp lý và quy định để thúc đẩy các công cụ tài chính xanh. Việt Nam nên xây dựng hệ thống phân loại trái phiếu xanh hoặc chỉ số quốc gia về trái phiếu xanh để xây dựng lòng tin của các nhà đầu tư tổ chức đối với các công cụ tài chính xanh của các tổ chức phát hành trong nước. Phân loại trái phiếu xanh sẽ chuyển đổi thị trường trái phiếu xanh của Việt Nam, ngăn chặn hành vi “tẩy xanh” (greenwashing), đưa Việt Nam trở thành đối tác tin cậy của các nhà đầu tư và huy động thêm vốn cho các lĩnh vực tái tạo. Nhưng điều này chỉ có thể đạt được nếu quốc gia tích hợp các tiêu chuẩn khu vực và quốc tế vào khuôn khổ pháp lý của mình.



PHỤ LỤC

PHỤ LỤC A:

AR - Mở khóa tài chính tư nhân để phát triển cơ sở hạ tầng

PHỤ LỤC B:

Những lo ngại chính xung quanh khuôn khổ pháp lý hiện hành

Phụ lục A

AR – Mở khóa tài chính tư nhân để phát triển cơ sở hạ tầng

Phụ lục này giới thiệu chương trình AR được thực hiện ở Úc và Brazil.

Úc

Ở Úc, cơ chế AR được áp dụng ở hai cấp Chính phủ. Úc là một liên bang trong đó hầu hết tài sản của chính phủ được nắm giữ bởi chính quyền các tiểu bang. Mặc dù mỗi tiểu bang khác nhau của Úc đã thực hiện các phương thức AR khác nhau, Chính quyền Bang NSW đã thực hiện chương trình AR tốt nhất. Chính phủ liên bang cũng có chương trình khuyến khích các tiểu bang thực hiện AR.

Chính phủ NSW đã bắt đầu thực hiện chương trình AR vào năm 2011 với việc thông qua Luật Khởi động lại NSW (Restart NSW Law). Luật khởi động lại NSW tạo ra hai điều: thứ nhất, một quỹ ủy thác chuyên dụng được gọi là quỹ Khởi động lại NSW để đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới; và thứ hai, Cơ sở hạ tầng NSW (INSW) được giao quyền đánh giá độc lập và đề xuất đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng mới. Khuôn khổ này tạo ra một liên kết thể chế đảm bảo bất kỳ số tiền thu được từ bất kỳ tài sản nào của Chính phủ NSW đều được đầu tư trở lại vào cơ sở hạ tầng mới. Hơn nữa, INSW sẽ đảm bảo rằng bất kỳ quyết định đầu tư cơ sở hạ tầng mới nào cũng phải dựa trên phân tích nghiêm ngặt nhằm tối đa hóa lợi ích kinh tế và xã hội cho NSW¹¹.

So sánh với phân loại AR của chúng tôi, khung AR NSW là cấp độ chính quyền. Các cơ quan chính quyền NSW thực hiện quyền của cổ đông để chỉ đạo các DNNN thực hiện AR. INSW, một cơ quan của chính quyền NSW, sau đó sẽ quyết định cách chi tiêu số tiền đó.

Chương trình AR NSW khá đặc biệt, nó đòi hỏi năng lực và nguồn lực đáng kể trong việc chuẩn bị và giao dịch dự án cơ sở hạ tầng. Sau khi thực hiện AR đối với tài sản (bao gồm việc bán toàn bộ và cho thuê dài hạn), Chính phủ NSW tái đầu tư số tiền thu được vào các dự án mới mà họ tự thiết kế và phát triển (nghĩa là Chính phủ NSW là người đề xuất dự án). Đây là một nhiệm vụ rất phức tạp đòi hỏi chuyên môn sâu về cơ sở hạ tầng, phát triển dự án và giao dịch. Chính phủ NSW đã đạt được điều này bằng cách dành các nguồn lực đáng kể để thuê các chuyên gia về tài chính, kinh tế, kỹ thuật và pháp lý nhằm mang đến kiến thức sâu về chuyên môn¹².

Chính phủ Úc cũng có chương trình AR, tách biệt với chương trình của Chính phủ NSW. Được gọi là sáng kiến AR và được triển khai sau chương trình của Chính phủ NSW, đây là một chương trình khuyến khích các chính quyền tiểu bang và vùng lãnh thổ nhượng quyền từ các cơ sở hạ tầng công, sau đó đầu tư số

¹¹ Các khoản tiền kiếm được từ tài sản chính bao gồm 23 tỷ đô la Úc trong năm 2017 để bán tài sản mạng lưới điện, 7 tỷ đô la Úc trong năm 2013 – 2014 để bán tài sản cảng và 3 tỷ đô la Úc cho việc bán dịch vụ đăng ký và đất đai của NSW. Những hoạt động tư nhân hóa này, được hỗ trợ bởi chương trình khuyến khích của Chính phủ Liên bang (cung cấp thêm 2 tỷ đô la Úc, cho phép đầu tư vào các dự án như Tàu điện ngầm Sydney, đường sắt trọng tải Parramatta và đường sắt trọng tải nhẹ Newcastle).

¹² Westconnex là bằng chứng cho điều này. Westconnex gần đây đã tái đầu tư vốn bằng cách bán bớt 51% vốn cổ phần, cung cấp kinh phí cho Chính phủ NSW để tiếp tục phát triển dự án.

tiền thu được vào cơ sở hạ tầng mới. Nếu bất kỳ chính quyền tiểu bang hoặc khu vực nào thực hiện AR với danh mục tài sản của mình trong một khoảng thời gian nhất định và số tiền thu được đó được chuyển trở lại cơ sở hạ tầng mới, Chính phủ Úc sẽ tài trợ 15% chi phí của bất kỳ cơ sở hạ tầng mới nào. Khuôn khổ này giúp tạo ra khuyến khích kinh tế và thời gian cho chương trình AR của Úc.

BRAZIL

Mặc dù Chính phủ Brazil đã thực hiện AR trong nhiều lĩnh vực, khuôn khổ AR của chính phủ Brazil được thể hiện rõ ràng nhất qua chương trình AR cho lĩnh vực sân bay¹³. Chương trình này là một phần của Kế hoạch nhượng quyền cơ sở hạ tầng sân bay chung của Brazil (Kế hoạch sân bay Brazil), nhằm nhượng quyền để tạo doanh thu từ các sân bay hiện thuộc sở hữu của chính phủ và chuyển số tiền thu được trở lại lĩnh vực sân bay để thúc đẩy phát triển kinh tế¹⁴. Trong kế hoạch đó, Chính phủ Brazil đã tạo ra cấu trúc thể chế sau cho chương trình AR:

- Ban thư ký hàng không dân dụng (SAC) sẽ chịu trách nhiệm thực hiện nhượng quyền đối với các sân bay;
- Tòa án Kiểm toán Liên bang Brazil (TCU) sẽ chịu trách nhiệm giám sát quá trình nhượng quyền, bao gồm cả việc xem xét các nghiên cứu khả thi;
- Mở rộng trách nhiệm của Cơ quan Hàng không dân dụng Brazil (ANAC) để quản lý các sân bay sau khi được nhượng quyền; và,
- Tạo ra Quỹ Hàng không Dân dụng quốc gia để nắm giữ số tiền thu được từ các tài sản sau khi nhượng quyền.

Trong cấu trúc thể chế đó, Chính phủ Brazil áp dụng chương trình AR tại sân bay bằng cách trước tiên xác định danh mục các sân bay sẽ được nhượng quyền theo hướng dẫn được xây dựng trong Kế hoạch sân bay Brazil. Sau đó, SAC nhượng quyền các sân bay đó theo kế hoạch của mình, mặc dù toàn bộ quá trình có thể được TCU kiểm toán riêng. Số tiền thu được, có thể là khoản thanh toán nhượng quyền hoặc một phần doanh thu của sân bay, do FNAC nắm giữ. Các quỹ trong FNAC chỉ có thể được sử dụng để đầu tư trở lại vào lĩnh vực này nhằm mở rộng và cải thiện chất lượng dịch vụ, đặc biệt là ở các vùng miền và phù hợp với các khuyến nghị của Chương trình Đối tác đầu tư của Brazil¹⁵.

Khung AR này, so với phân loại AR, là một khung theo cấp độ bộ - ngành. Việc nhượng quyền và tái đầu tư đều được thực hiện bởi các cơ quan ngành hàng không và các cơ quan liên quan.

¹³ Đây là thông tin có sẵn công khai

¹⁴ Từ năm 2011 đến 2019, năm vòng chương trình kiểm tiền từ sân bay đã được tổ chức, nhượng quyền cho 22 sân bay. Phí trả cho những nhượng quyền đó khác nhau giữa phí trả trước với phí kết hợp trả trước và một phần doanh thu. Ví dụ, Flughafen Zurich AG đã trả 108 triệu đô la Mỹ cho các sân bay Vitoria và Macae, trong khi người được nhượng quyền của Sân bay Viracopos Brazil cần trả 5% tổng doanh thu cho chủ sở hữu tài sản. Gần đây nhất, Brazil đã hoàn thành vòng thứ sáu của chương trình kiểm tiền từ sân bay, cấp nhượng quyền cho 22 sân bay và huy động được 600 triệu đô la Mỹ.

¹⁵ Chương trình Đối tác Đầu tư là cơ quan chuyên đề xuất với Tổng thống Brazil về các dự án cơ sở hạ tầng quan trọng quốc gia.

Phụ lục B

Những lo ngại chính xung quanh khuôn khổ pháp lý hiện hành

Trong quá trình chuẩn bị tài liệu này, chúng tôi đã phỏng vấn một số nhà đầu tư tổ chức, bao gồm cả các quỹ đầu tư hoạt động trong khu vực. Phụ lục này tóm tắt những lo ngại chính của các nhà đầu tư tổ chức đối với khung pháp lý hiện hành ở Việt Nam.

SỰ THAY ĐỔI TRONG CHÍNH SÁCH VÀ PHÁP LUẬT

Khung pháp lý hiện hành cung cấp sự bảo vệ hợp đồng cho các nhà đầu tư khỏi những thay đổi bất lợi của pháp luật. Các nhà đầu tư cũng có thể được yêu cầu chia sẻ với nhà nước những lợi ích phát sinh từ sự thay đổi thuận lợi trong luật. Nó cho phép sửa đổi hợp đồng trong trường hợp thay đổi pháp luật hoặc chính sách ảnh hưởng đến việc thực hiện hợp đồng dự án và chia sẻ tổn thất doanh thu.

Việc thực hiện một dự án cơ sở hạ tầng ở Việt Nam được điều chỉnh bởi nhiều luật liên quan đến các cơ quan nhà nước khác nhau. Khung pháp lý hiện hành bảo vệ nhà đầu tư trước những thay đổi về thuế, ưu đãi đầu tư và phí. Tuy nhiên, nó không bảo vệ các nhà đầu tư tư nhân khỏi những thay đổi trong các yêu cầu pháp lý ảnh hưởng đến hoạt động hàng ngày của DNDA. Những thay đổi như vậy có thể làm tăng chi phí hoạt động hoặc trì hoãn hoặc làm gián đoạn việc thực hiện dự án.

PHÊ DUYỆT VÀ CẤP PHÉP

Các quy định hiện hành không bảo vệ nhà đầu tư khỏi những khó khăn hoặc chậm trễ trong việc xin phê duyệt và cấp phép liên quan cho dự án. Mặc dù Luật PPP quy định chính phủ sẽ hỗ trợ nhà đầu tư để thực hiện thủ tục thuận lợi. Tuy nhiên, sự hỗ trợ của chính phủ trên thực tế còn hạn chế. Một dự án cơ sở hạ tầng muốn thông qua phải xin được nhiều loại giấy phép khác nhau và được quản lý bởi các cơ quan khác nhau, không phải bởi các cơ quan ký kết hợp đồng. Các cơ quan ký kết hợp đồng có quyền hạn hạn chế đối với các cơ quan chính phủ khác chịu trách nhiệm cung cấp các phê duyệt và giấy phép có liên quan.

CHUYỂN ĐỔI NGOẠI TỆ

Luật PPP không cho phép bất kỳ sự bảo đảm nào của chính phủ về khả năng cung cấp và chuyển đổi ngoại tệ. Các nhà đầu tư tổ chức quốc tế lo ngại rằng nếu không có sự bảo đảm của chính phủ, họ sẽ không thể chuyển tài sản về nước trong trường hợp thị trường tiền tệ gặp bất ổn.

BẢO ĐẢM THỰC HIỆN NGHĨA VỤ CỦA CÁC CƠ QUAN CHÍNH PHỦ

Các cơ quan chính phủ có một số nghĩa vụ theo hợp đồng đối với các nhà đầu tư tư nhân. Nếu họ không thực hiện nghĩa vụ của mình, dự án sẽ gặp rủi ro. Tuy nhiên, không có bất kỳ sự đảm bảo nào về hiệu quả hoạt động của các cơ quan chính phủ theo các hợp đồng PPP.

GIẢI QUYẾT TRANH CHẤP QUỐC TẾ VÀ THI HÀNH PHÁN QUYẾT TRỌNG TÀI

Vi Việt Nam là một thành viên của Công ước New York về Công nhận và Thi hành Phán quyết trọng tài nước ngoài, Việt Nam đã đồng ý cho phép thi hành các phán quyết trọng tài được đưa ra tại, hoặc bởi, một hội đồng trọng tài của một quốc gia cũng là một bên của Công ước. Tuy nhiên, quá trình này đòi hỏi phán quyết trọng tài phải được công nhận và cho thi hành bởi các tòa án của Việt Nam (được biết tòa án Việt Nam đã hủy phán quyết vì thủ tục tố tụng trọng tài hoặc phán quyết không tuân thủ “các nguyên tắc cơ bản của pháp luật Việt Nam”). Do các nguyên tắc này không được xác định rõ ràng nên trên thực tế, tòa án Việt Nam có quyền tự quyết đáng kể đối với phán quyết của trọng tài nước ngoài.

CÁC KHOẢN THANH TOÁN CHẤM DỨT HỢP ĐỒNG TRƯỚC THỜI HẠN

Theo Luật PPP, các khoản thanh toán chấm dứt trước thời hạn chỉ được cho phép trong một số trường hợp rất hạn chế – cụ thể là khi hợp đồng dự án PPP bị chấm dứt do các yêu cầu về lợi ích quốc gia, quốc phòng và an ninh, và bảo vệ bí mật nhà nước hoặc khi cơ quan ký kết hợp đồng có trách nhiệm quan trọng vi phạm hợp đồng. Tuy nhiên, không có công thức tính toán các khoản thanh toán khi chấm dứt hợp đồng trong những trường hợp này, vì vậy chúng cần được đàm phán trên cơ sở song phương.

BÁO CÁO

HUY ĐỘNG NGUỒN LỰC TÀI CHÍNH MỚI CHO CÁC DỰ ÁN CƠ SỞ HẠ TẦNG TẠI VIỆT NAM

Chịu trách nhiệm xuất bản

Giám đốc
Trương Thu Hiền

Biên tập
Đông Thị Thu Thủy

Thiết kế
slidedy.vn@gmail.com

NHÀ XUẤT BẢN CÔNG THƯƠNG

Trụ sở: Số 655 Phạm Văn Đồng, Bắc Từ Liêm, Hà Nội
Điện thoại: 024 3 934 1562 | Fax: 024 3 938 7164
Website: <http://nhaxuatbanconghuong.com.vn>
Email: nxbct@moit.gov.vn

In 105 cuốn, khổ 19x26 cm tại Công ty TNHH In và Thương mại Trần Gia
Địa chỉ: Số 43 ngõ 406 đường Âu Cơ, Phường Nhật Tân, Tây Hồ, Hà Nội
Số xác nhận đăng ký xuất bản: 4018-2023/CXBIPH/03-222/CT
Số Quyết định xuất bản: 304/QĐ-NXBCT, cấp ngày 14/11/2023
Mã số ISBN: 978-604-481-076-8
In xong và nộp lưu chiểu: Năm 2023



9 786044 810768

SÁCH KHÔNG BÁN