



Vận dụng kinh nghiệm nước ngoài để hình thành quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF ở Việt Nam

ThS. DƯƠNG HÙNG SƠN

Tổng Công Ty Thương Mại Sài Gòn

Năm 1976 đánh dấu sự ra đời của quỹ đầu tư chỉ số dạng mở First Index Investment Trust (sau đổi tên thành quỹ Vanguard). Hai thập kỷ sau, năm 1993, quỹ đầu tư chỉ số đã có bước cải tiến quan trọng với sự xuất hiện của quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF là quỹ SPDR lấy chuẩn là chỉ số S&P 500. Từ năm 2002 quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF ngày càng phổ biến. Tính đến hết năm 2007, tại Hoa Kỳ có 601 quỹ ETF (so với 357 quỹ ETF năm 2006) với tổng giá trị tài sản xấp xỉ 580 tỷ USD (so với 408 tỷ USD năm 2006).

Quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF và điểm khác biệt so với quỹ dạng mở:

Quỹ đầu tư chỉ số là quỹ đầu tư có danh mục đầu tư tương tự như danh mục đầu tư của chỉ số chuẩn. Quỹ đầu tư được thành lập dưới 2 dạng quỹ đầu tư dạng mở (open-end) và quỹ dạng ETF (exchange-traded fund).

Quỹ đầu tư chỉ số dạng mở phát hành chứng chỉ quỹ và mua lại chứng chỉ quỹ của nhà đầu tư với giá giao dịch tương đương với giá trị tài sản ròng của quỹ (Net asset value-NAV) vào thời điểm đóng cửa thị trường hàng ngày. Phần khác biệt giữa giá giao dịch và NAV là chi phí giao dịch.

Quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF là quỹ đầu tư với chứng chỉ quỹ được giao dịch hàng ngày trên các Sở giao dịch chứng khoán. Quỹ ETF khác với quỹ mở bởi các đặc tính sau:

ETF không bán trực tiếp chứng chỉ quỹ trực tiếp cho các nhà đầu tư cá nhân mà chỉ phát hành chứng chỉ quỹ theo “đơn vị khởi tạo” (creation unit) cho tổ chức phân phối. Đơn vị khởi tạo thường là 50.000 chứng chỉ quỹ. Nhà phân phối thường không mua “đơn vị khởi tạo” bằng tiền mà bằng danh mục chứng khoán theo danh mục chỉ số từ quỹ ETF. Nhà phân phối thường là tổ chức tài chính được đăng ký như Goldman Sachs, Smith Barney và Merrill Lynch... Nhà phân phối có thể bán lại “đơn vị khởi tạo” cho quỹ ETF để nhận lấy chứng khoán theo danh mục đầu tư.

Sau khi mua “đơn vị khởi tạo”, nhà phân phối chia nhỏ “đơn vị khởi tạo” ra và bán cho các nhà đầu tư cá nhân thông qua thị trường thứ cấp như Sở giao dịch chứng khoán New York (NYSE), Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (AMEX) và NASDAQ. Nhà đầu tư cá nhân bán đi hoặc mua vào thông qua thị trường thứ cấp.

Cơ chế hoạt động của quỹ ETF và tác động đối với giá giao dịch:

Đối với chứng chỉ quỹ mở, công ty quản lý quỹ mua vào hoặc phát hành chứng chỉ quỹ theo yêu cầu của nhà đầu tư với giá giao dịch là giá trị tài sản ròng của quỹ (phần khác biệt là phí giao dịch). Tuy nhiên, điểm hạn chế đối với quỹ mở là không thể niêm yết trên các Sở giao dịch chứng khoán.

Đối với quỹ ETF, việc cho phép các nhà phân phối mua và bán “đơn vị khởi tạo” cho quỹ ETF và chia nhỏ “đơn vị khởi tạo” để giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán làm cho giá giao dịch chứng chỉ quỹ gắn sát với giá trị tài sản ròng NAV của quỹ ETF.

Nếu giá giao dịch tại sàn giao dịch chứng khoán thấp hơn NAV, nhà phân phối mua gom chứng chỉ ETF trên sàn giao dịch để đủ “đơn vị khởi tạo” và đổi “đơn vị khởi tạo” lấy chứng khoán trong danh mục nhằm kinh doanh chênh lệch giá (arbitrage) để kiếm lợi. Hoạt động này làm tăng cầu chứng chỉ ETF và đẩy giá giao dịch tiến gần NAV.

Ngược lại, giá giao dịch chứng chỉ ETF cao hơn NAV, nhà phân phối mua “đơn vị khởi tạo” từ quỹ ETF và chia nhỏ “đơn vị khởi tạo” thành nhiều chứng chỉ ETF bán lẻ cho các nhà đầu tư riêng lẻ thông qua thị trường thứ cấp để thu lợi. Hoạt động này làm tăng cung chứng chỉ ETF và đẩy giá ETF rớt xuống gần NAV.

Nhờ cơ chế này mà quỹ ETF có thể được niêm yết trên các Sở giao dịch mà giá giao dịch trên thị trường sẽ luôn xấp xỉ với giá trị tài sản ròng của quỹ (NAV). Quỹ ETF thừa hưởng lợi thế của quỹ mở (giá giao dịch gần NAV) và lợi thế của quỹ đóng (có thể niêm yết trên sàn giao dịch).

Khung pháp lý có liên quan đến quỹ ETF:

Tại Hoa Kỳ, quỹ ETF ra đời và hoạt động chịu sự chi phối của các quy định pháp luật sau:

(1) Luật chứng khoán (Securities Act of 1933), Luật Công ty Đầu Tư (Investment Company Act of 1940);

(2) Các quy định cụ thể của Ủy ban chứng khoán Hoa Kỳ (Securities Exchange Commission – SEC) đã thực hiện quy định cụ thể đối với từng trường hợp của quỹ ETF trước khi chuẩn hóa thành quy định chung. Chẳng hạn, đối với quỹ SPDR, SEC có quy định: SPDR Trust, Series 1, Investment Company Act Release Nos 18959 (17/9/92) [57 FR 43996 (23/9/92)] (notice) và 19055 (26/10/92) (order). Đối với quỹ Diamonds thì SEC có quy định: Investment Company Act Release Nos 22927 (5/12/97) [62 FR 65453 (12/12/97) (notice) và 22979 (30/12/97) (order)]

Quỹ ETF phải có điều lệ và bản công bố thông tin, bản giới thiệu tóm tắt thông tin chính về quỹ ETF. Phí hoạt động và phí thường niên cũng phải được công khai trong bản công bố thông tin. Không những thế, quỹ ETF phải cung cấp danh mục chứng khoán trong danh mục quỹ, chỉ số làm chuẩn và cách tính chỉ số (trong đó nêu rõ quyền số của chỉ số lấy theo số cổ phiếu niêm yết hoặc số cổ phiếu sẵn sàng giao dịch).

Quỹ FTSE Vietnam Index ETF:

Quỹ FTSE Vietnam Index được hình thành dưới dạng quỹ ETF vào ngày 15/1/2008, và là quỹ thành phần của DB-XTrackers Deutsche Bank Exchange Traded Funds. Db-xtrackers được Deutsche Bank thành lập và đăng ký tại Grand-Duchy của Luxembourg theo luật Luxembourg. Quỹ FTSE Vietnam Index được niêm yết tại 3 Sở giao dịch: Borsa Italiana, Frankfurt (Xetra) được niêm yết bằng EUR, Sở giao dịch chứng khoán London bằng EUR và USD. Quỹ này chịu sự giám sát của Ủy ban giám sát tài chính Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg, Grand-Duchy of Luxembourg.

Công ty quản lý: DB Plantium Advisors.

Công ty điều hành hoạt động đầu tư: State Street Global Advisors Limited

Công ty phân phối: Deutsche Bank AG

Cổ tức của chứng khoán trong danh mục đầu tư được tái đầu tư (không chia cho nhà đầu tư).

Chỉ số làm tiêu chuẩn của quỹ là FTSE Vietnam Index. Chỉ số này gồm các công ty hàng đầu (top 10%) về giá trị vốn hóa thị trường trên thị trường chứng khoán Việt Nam (gần 28 công ty). Những công ty này được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM. Chỉ số được điều chỉnh hàng tháng dựa trên số liệu đóng cửa vào ngày thứ sáu đầu tiên của mỗi tháng. Thay đổi sau lần rà soát hàng tháng sẽ được điều chỉnh sau ngày đóng cửa của ngày thứ sáu tuần thứ ba của mỗi tháng.

Quá trình rà soát:

Chỉ số FTSE Vietnam Index được xếp hạng bởi giá trị vốn hóa thị trường trước khi áp dụng tỉ trọng đầu tư khác. Công ty được thêm vào chỉ số sau kỳ rà soát hàng tháng nếu nó tăng đến thứ hạng từ 88% giá trị toàn thị trường hoặc hơn. Công ty bị loại sau kỳ rà soát hàng tháng nếu nó rớt xuống thứ hạng từ 92% giá trị vốn hóa thị trường trở xuống.

FTSE Vietnam Index loại trừ các công ty với phần sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài sẵn sàng giao dịch từ 5% trở xuống. Tuy nhiên, công ty sẽ được thêm vào chỉ số FTSE Vietnam Index vào kỳ rà soát hàng tháng khi tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài sẵn sàng giao dịch tăng hơn 10%.

Tại mỗi lần rà soát để chắc chắn rằng tỉ trọng mỗi công ty không vượt quá giới hạn 15% trong danh mục chỉ số.

Điều chỉnh theo số cổ phần sẵn sàng giao dịch của người nước ngoài:

Chỉ số này được điều chỉnh trên số cổ phần sẵn sàng giao dịch của người nước ngoài (cổ phần của nhà đầu tư chiến lược như chính phủ và nhà đầu tư dài hạn không được tính đến). Công ty có số cổ phần sẵn sàng cho người nước ngoài dưới 2% không đưa vào trong chỉ số. Thay đổi phần giới hạn tỉ lệ sở hữu của người nước ngoài và cổ phần sẵn sàng giao dịch sẽ được rà soát hàng tháng.

Thêm công ty và loại bỏ công ty ra khỏi chỉ số:

Công ty có thể gia nhập nhanh vào chỉ số trước lần rà soát định kì khi giá trị vốn hóa thị trường ở vị trí thứ năm hoặc cao hơn và tỉ lệ cổ phiếu sẵn sàng cho người nước ngoài từ 10% trở lên.

Công ty bị không được niêm yết Sở giao dịch chứng khoán TP HCM, bị sáp nhập hoặc theo quan điểm FTSE bị loại vì không thỏa các tiêu chuẩn.

Tính thanh khoản: công ty giao dịch ít hơn 100 000 USD hàng ngày trong 3 tháng trước ngày rà soát phải bị loại trừ ra khỏi chỉ số.

Hoa hồng và phí:

Phí đăng kí đơn vị khởi tạo (creation unit): Mức cao nhất của 20.000 USD mỗi đợt yêu cầu hoặc 3%. Phí mà nhà phân phối mua lại đơn vị khởi tạo:

Mức cao nhất của (i) 20 000 USD theo mỗi lần yêu cầu hoặc (ii) 3%.

Tất cả phí (bao gồm phí quản lý thường niên: 0,65%/năm và phí cố định: 0,2%/năm): tối đa không quá 0,85%/năm

Bảng danh mục cổ phiếu của quỹ FTSE Vietnam Index ngày 8/1/09

TT	Tên	Mã	Số lượng
1	CTCP Khoáng sản Bình định	BMC	88.895
2	CTCP Cấp & Vật Liệu viễn thông	SAM	703.693
3	CTCP Phát triển đầu tư công nghệ FPT	FPT	1.472.187
4	CTCP Bông Đèn Điện Quang	DQC	199.280
5	CTCP Cao Su Đồng Phú	DPR	430.393
6	CTCP Dược Hậu Giang	DHG	215.196
7	CTCP Cao Su Hòa Bình	HRC	185.469
8	Tập đoàn Hòa Phát	HPG	2.112.844
9	CTCP Kinh Đô	KDC	616.968
10	CTCP Thủy Hải Sản Minh Phú	MPC	753.188
11	CTCP Nam Việt	NAV	710.149
12	CTCP Phân Đạm & Hóa Chất Dầu Khí	DPM	4.019.378
13	TCT CP Vận Tải Dầu Khí	PVT	1.549.416
14	TCT CP Khoan & Dịch Vụ Dầu Khí	PVD	1.422.105
15	TCTCP Dịch vụ Tổng Hợp Dầu Khí	PET	519.183
16	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	3.510.234
17	CTCP Công Nghệ Viễn Thông Sài Gòn	SGT	629.450
18	CTCP Đầu Tư Phát triển đô thị & KCN Sóng Đà	SJS	430.393
19	CTCP Đầu Tư Công Nghiệp	ITA	1.422.988
20	CTCP Cao Su Tây Ninh	TRC	322.795
21	CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm	NTL	176.461
22	CTCP Dầu Thực vật Tường An	TAC	204.221
23	CTCP Container Việt Nam	VSC	102.485
24	CTCP Vận tải xăng dầu VIPCO	VIP	643.550
25	CTCP Vận tải xăng dầu Vitaco	VTO	645.590
26	CTCP Vincom	VIC	1.290.998
27	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	VSH	1.479.415
28	CTCP Du lịch và thương mại Vinpearl	VPL	1.075.983

Nguồn: Db-xtrackers ngày 8/1/2009

Giải pháp ra đời và phát triển quỹ chỉ số dạng ETF tại Việt Nam:

Lợi ích của việc mua chứng chỉ quỹ chỉ số ETF là không mất nhiều thời gian và công sức tìm kiếm công ty thích hợp thỏa mãn tiêu chí đề ra theo một phương pháp đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, tại Việt Nam, quỹ mở chỉ mới được đề cập trong Luật chứng khoán, chưa có quy định cụ thể về quỹ mở (chưa có đề cập đến quỹ ETF).

Hiện nay, Việt Nam chưa có quỹ đầu tư chỉ số mà chỉ quỹ nước ngoài FTSE Vietnam Index ETF lập tại Luxembourg có danh mục đầu tư là các cổ phiếu niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM. Điều này chứng tỏ việc thành lập quỹ ETF tại Việt Nam là hoàn toàn khả thi chỉ cần bổ sung quy định pháp lý về quỹ ETF.

Tuy nhiên, do quỹ ETF vẫn còn là vấn đề mới mẻ tại Việt Nam, Bộ Tài Chính và Ủy ban chứng khoán Nhà Nước Việt Nam cần tạo điều kiện thuận lợi để thí điểm thành lập quỹ chỉ số dạng ETF rồi rút kinh nghiệm, bổ sung các quy định trước khi thành lập rộng rãi các quỹ ETF. Ngay tại Hoa Kỳ, quỹ ETF cũng phải được cấp phép cho từng trường hợp cụ thể (từ thập niên 1990). Công chúng được đóng góp ý kiến phản hồi trước tháng 5/2008 về Quy định Liên bang Code of Federal Regulations 17 CFR Phần 239, 270, 274 [Số phát hành 33-8901; IC-28193; Tập tin số S7-07-08]) trước khi trở thành

quy định chính thức. Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP HCM và Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội phải có quy định về việc niêm yết, giao dịch chứng chỉ quỹ chỉ số ETF.

Các công ty quản lý quỹ ETF cần phải thực hiện đồng bộ các biện pháp sau:

Thứ nhất, bên cạnh quy định bắt buộc về nguồn vốn điều lệ ban đầu, quỹ ETF phải chọn chỉ số làm chuẩn để vừa thuận lợi trong việc điều hành quỹ, tiết kiệm phí quản lý và phí giao dịch và thu hút công chúng đầu tư. Chỉ số phải đại diện cho thị trường và để tạo thuận lợi cho quỹ ETF nên lấy quyền số tính theo số cổ phần sẵn sàng giao dịch (loại trừ số cổ phần nắm giữ của nhà nước, các nhà đầu tư chiến lược và cổ đông nắm giữ vị trí chủ chốt của công ty). Chỉ số lấy theo số cổ phần niêm yết không tạo thuận lợi cho việc điều hành quỹ bám sát chỉ số nên từ 2004 đến nay, đa phần các quỹ đầu tư chuyển sang chỉ số có quyền số là số cổ phần sẵn sàng giao dịch.

Thứ hai, cần phải nắm vững kỹ thuật quản lý quỹ: liên kết chặt chẽ với nhà phân phối để bán ra và thu hồi các “đơn vị khởi tạo” đưa giá giao dịch hàng ngày gần sát với giá trị tài sản ròng của quỹ, chọn Sở giao dịch để niêm yết chứng chỉ quỹ để tạo tính thanh khoản cho các chứng chỉ quỹ. Các quỹ cần học hỏi kinh nghiệm của các quỹ ETF nước ngoài thông qua việc đào tạo nhân lực, bổ sung phần mềm theo dõi và quản lý quỹ nhằm cập nhật giá chứng khoán để tính giá trị tài sản ròng hàng ngày và thông báo và giao dịch kịp thời với các nhà phân phối các “đơn vị khởi tạo” theo đúng giá trị tài sản ròng tại thời điểm giao dịch.

Thứ ba, chiến lược tiếp thị hướng đến công chúng đầu tư phải được chú trọng để các nhà đầu tư nhận rõ thế mạnh quỹ chỉ số ETF so với các quỹ khác là mức sinh lợi thỏa đáng (ngang bằng với chỉ số chuẩn), đầu tư được đa dạng hóa (loại bỏ rủi ro khi đầu tư chứng khoán riêng lẻ), phí quản lý quỹ giảm thấp (do ít cơ cấu lại danh mục đầu tư và không có mức thưởng quá cao cho các nhà quản lý quỹ). Khi đầu tư vào quỹ chủ động (không phải quỹ chỉ số), các nhà đầu tư không biết chính xác cụ thể hàng ngày về danh mục đầu tư của quỹ. Các nhà đầu tư rất khó tìm quỹ đầu tư để đạt được mức sinh lợi cao hơn chỉ số do: Khi góp vốn vào các quỹ đã nổi tiếng thì giá mua chứng chỉ quỹ lên rất cao, làm giảm sút mức sinh lợi của nhà đầu tư; thành tích quá khứ không đảm bảo mức sinh lợi tương lai nên có thể giá trị tài sản ròng của quỹ giảm sút sau khi mua chứng chỉ quỹ. Khi quỹ chưa nổi tiếng và có quá trình hoạt động lâu dài thì dù nhà đầu tư có thể mua vào giá rẻ nhưng khó lòng nhận ra quỹ nào hoạt động hiệu quả và an toàn.

Tóm lại, với lòng quyết tâm cao thực hiện đồng bộ các giải pháp nêu trên thì việc cho ra đời và phát triển quỹ đầu tư chỉ số dạng ETF có thể trở thành hiện thực trong tương lai gần ■