**Những vấn đề đặt ra trong triển khai thị trường chứng khoán phái sinh ở Việt Nam**

**TS. NGUYỄN SƠN**

***Hiện nay, Bộ Tài chính (Ủy ban Chứng khoán Nhà nước) đang nỗ lực triển khai thực hiện các nội dung công việc để có thể chính thức đưa vào vận hành thị trường chứng khoán phái sinh trong tháng 5/2017. Thị trường chứng khoán phái sinh là một sản phẩm bậc cao của thị trường vốn với các cơ chế vận hành phức tạp, đòi hỏi phải tập trung thực hiện đồng bộ các giải pháp quản lý.***

**Cơ chế pháp lý cho vận hành**

Ngay sau khi Thủ tướng Chính phủ ban hành Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/03/2014 phê duyệt đề án Xây dựng và phát triển TTCKPS Việt Nam, Bộ Tài chính (UBCKNN) đã khẩn trương phối hợp với các bộ, ngành liên quan tiến hành xây dựng khung pháp lý hướng dẫn cho việc triển khai xây dựng và vận hành TTCKPS. Cụ thể, ngày 5/5/2015, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 42/2015/NĐ-CP hướng dẫn về chứng khoán phái sinh (CKPS) và TTCKPS.

Có thể nói, đây là văn bản quy phạm pháp luật cao nhất hiện nay quy định về TTCKPS tại Việt Nam mặc dù trong Luật Chứng khoán đã có khái niệm về các loại CKPS nhưng cơ chế tổ chức hoạt động giao dịch và thanh toán bù trừ chưa được quy định cụ thể.

Trên cơ sở nền tảng quy định pháp lý chung nhất tại Nghị định 42/2015/NĐ-CP, Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 11/2016/TT-BTC ngày 19/1/2016 hướng dẫn chi tiết về CKPS và TTCKPS. Trong đó, cụ thể hoá các sản phẩm thiết kế ban đầu cho vận hành thị trường là các hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ và hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán. Đây là những sản phẩm ban đầu phù hợp với việc tổ chức vận hành thị trường của Việt Nam mà kinh nghiệm nhiều TTCK trong khu vực đã chia sẻ khi bắt đầu xây dựng TTCKPS.

Dự kiến, sau một vài năm vận hành chính thức, các sản phẩm phái sinh có đặc tính phức tạp hơn sẽ được triển khai như quyền chọn chỉ số, quyền chọn cổ phiếu...

Để đảm bảo tính khả thi của vận hành thị trường, song song với việc xây dựng hệ thống công nghệ thông tin cho giao dịch và thanh toán bù trừ, ngày 23/3/2017, Bộ Tài chính chính cũng đã ban hành Thông tư 23/TT-BTC sửa đổi một số điều của Thông tư 11/BTC, nhằm điều chỉnh khung pháp lý sát thực hơn cho việc vận hành một thị trướng mới có nhiều phức tạp.

Trên nền tảng pháp lý, TTCKPS dự kiến chính thức đi vào hoạt động tháng 5/2017. SGDCK Hà Nội (đơn vị được giao triển khai xây dựng TTCKPS tại Việt Nam) và Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD) cũng đang gấp rút xây dựng hoàn thiện các quy chế thành viên, quy chế giao dịch sản phẩm CKPS, quy chế  thành viên, quy chế thanh toán bù trừ và quy chế quản lý sử dụng quỹ bù trừ cho CKPS theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP).

Hiện nay, SGDCK Hà Nội (HNX) đang cùng phối hợp với các thành viên thị trường để thiết kế các mẫu hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ và hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán. Ngoài ra, UBCKNN hiện cũng đang phối hợp với Vụ Chế độ kế toán và kiểm toán (Bộ Tài chính) cùng với các đơn vị liên quan và chuyên gia để xây dựng và sớm ban hành chế độ kết toán và chuẩn mực kế toán cho sản phẩm CKPS.

**Hệ thống công nghệ cho thị trường chứng khoán phái sinh**

Hiện tại, UBCKNN đang triển khai gói thầu về công nghệ thông tin cho toàn bộ thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, cấu phần thiết kế, xây dựng, lắp đặt, vận hành và chạy thử nghiệm hệ thống giao dịch và thanh toán bù trừ cho TTCKPS mất khá nhiều thời gian, dự kiến cuối 2019 mới hoàn thành. Do đó, để kịp tiến độ triển khai TTCKPS vào giữa  năm 2017, UBCKNN đã chỉ đạo HNX Hà Nội và VSD đầu tư hệ thống công nghệ thông tin phù hợp cho giai đoạn thiết kế, vận hành các sản phẩm ban đầu là Bond Futeres và Index Futures.

Trên cơ sở đó, UBCKNN đã chỉ đạo VSD phối hợp với HNX lựa chọn đối tác cung cấp hạ tầng công nghệ phù hợp để sớm triển khai thực hiện. Hiện tại, VSD và HNX cũng đang làm việc với nhà cung cấp hệ thống để đầu tư thiết kế hệ thống và triển khai kết nối với các thành viên thị trưởng, tổ chức thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh là Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam để test thử nghiệm.

Hiện tại, các chuyên gia công nghệ thông tin trong nước và quốc tế (nhà thầu cung cấp hệ thống) đang nỗ lực chạy kiểm thử hệ thống, đảm bảo sẵn sàng cho việc vận hành chính thức vào thời gian tới.

Có thể nói, trong tổ chức giao dịch CKPS, khâu hoàn tất thanh toán giao dịch có mức độ phức tạp nhất. Bản chất của giao dịch các sản phẩm phái sinh là giao dịch các kỳ vọng biến đổi để giảm thiểu các rủi ro thông qua các rào chắn để gia tăng lợi ích đầu tư. Vì vậy, các trạng thái ký quỹ trước, trong trong giao dịch thay đổi thường xuyên, nhà đầu tư thường tất toán các vị thế giao dịch và ít khi chờ đến đáo hạn các hợp đồng.

Do đó, các rủi ro trong giao dịch CKPS đòi hỏi vị thế của tổ chức trong hệ thống thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP) khá lớn, đây là bên đối tác của mọi bên mua và bán trong các giao dịch hợp đồng. Hiện nay, VSD Việt Nam được Chính phủ giao là đơn vị duy nhất có chức năng hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ cho TTCK cơ sở và TTCKPS, do đó VSD sẽ đóng vai trò là tổ chức thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP).

**Công tác đào tạo, tập huấn và tuyên truyền**

Do đặc tính của TTCKPS khá phức tạp, bên cạnh các cán bộ làm việc tại các công ty chứng khoán đã có chứng chỉ hành nghề chứng khoán cơ sở, UBCKNN cũng đã chỉ đạo Trung tâm đào tạo chứng khoán (SRTC) trong việc xây dựng và hoàn thiện tài liệu, bộ giáo trình và đội ngũ giảng viên để giảng dạy kiến thức và cấp chứng chỉ  hành nghề về CKPS và TTCKPS. Hiện tại, UBCKNN đã tổ chức nhiều khóa đào tạo cho các cán bộ UBCKNN, SGDCK, VSD và CTCK về CKPS và TTCKPS, làm cơ sở xây dựng đội ngũ cán bộ tham gia công tác quản lý và giám sát hoạt động của TTCKPS.

Ngoài ra, UBCKNN đã mời chuyên gia nước ngoài từ Anh, Hàn Quốc, Ấn độ, Đài Loan... đến đào tạo, xây dựng chương trình tập huấn cho đội ngũ cán bộ của UBCKNN, SGDCK và VSD. Dự kiến, trong thời gian tới các khóa đào tạo chuyên sâu về quản trị rủi ro cho SGDCK, VSD và các thành viên thị trường cũng sẽ được triển khai bởi các chuyên gia nước ngoài có kinh nghiệm thực tiễn.

Bên cạnh việc đào tạo cho đội ngũ cán bộ quản lý, vận hành thị trường, công tác đào tạo, tuyên truyền cũng được UBCKNN, HNX, VSD chủ động triển khai qua các đợt hội thảo, đào tạo qua truyền hình... Ngoài ra, HNX là nơi dự kiến triển khai TTCKPS cũng đã chủ động để tuyên truyền tới nhà đầu tư và thành viên thị trường để tìm hiểu kiến thức chung về CKPS, các rủi ro khi tham gia đầu tư trên TTCKPS. Thực tiễn cho thấy, với các sản phẩm phái sinh có mức độ đòn bẩy lớn và rủi ro cao, nhà đầu tư cá nhân với năng lực tài chính và kiến thức đầu tư hạn chế sẽ gặp nhiều rủi ro, có thể dẫn đến thua lỗ, phá sản với mức độ cao hơn rất nhiều so với đầu tư vào các công cụ cơ sở.

**Một số công việc tiếp tục triển khai để vận hành thị trường chứng khoán phái sinh**

Để thực hiện triển khai có hiệu quả TTCKPS, UBCKNN tiếp tục thực hiện một số giải pháp sau đây:

*Thứ nhất,* TTCKPS ngoài chức năng công cụ đầu tư mới, phòng ngừa rủi ro, đảm bảo lợi nhuận cho nhà đầu tư, tuy nhiên cũng tiềm ẩn rủi ro do sử dụng công cụ đòn bẩy. Do vậy, phải bảo đảm khả năng quản lý, kiểm soát của nhà nước, không để TTCKPS tự do phát triển gây bất ổn đến thị trường tài chính.

Như vậy, việc triển khai các sản phẩm từ đơn giản đến phức tạp là một chủ trương hoàn toàn đúng, UBCKNN giao cho SGDCK, VSD phối hợp tìm hiểu nhu cầu thị trường để thiết kế các sản phẩm hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ và hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán có tính thanh khoản cao, hấp dẫn nhà đầu tư.

Ví dụ, đối với hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán thì cần xây dựng chỉ số cơ sở mới được nhà đầu tư quan tâm để có hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán thanh khoản cao; Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ thì cần lựa chọn trái phiếu chuẩn có khối lượng giao dịch lớn nhất trên thị trường.

*Thứ hai,* đảm bảo hệ thống hạ tầng công nghệ hiện đại ổn định bao gồm hệ thống công nghệ trên SGDCK và VSD cũng như hạ tầng công nghệ của tổ chức trung gian trong việc kết nối với hệ thống của SGDCK, VSD. Do đặc thù TTCKPS có gắn kết diễn biến thị trường cơ sở do vậy phải đảm bảo hệ thống công nghệ để thực hiện công tác tổ chức giao dịch, thanh toán bù trừ, hỗ trợ công tác giám sát giao dịch, phát hiện dấu hiệu thao túng chéo trên thị trường cơ sở và thị trường phái sinh.

*Thứ ba,* để bảo đảm khả năng quản lý rủi ro cho TTCK, phải đặc biệt chú ý đến các tổ chức trung gian thị trường, cần quản lý giám sát chặt chẽ các tiêu chí về vốn chủ sở hữu, tỷ lệ an toàn tài chính theo quy định.

Yêu cầu mọi giao dịch CKPS phải được thanh toán bù trừ thông qua Trung tâm Thanh toán bù trừ CKPS thuộc VSD, đóng vai trò là đối tác bù trừ trung tâm (CCP). Việc sử dụng CCP là công cụ phòng ngừa rủi ro, tập trung rủi ro toàn thị trường để triệt tiêu rủi ro được coi là chuẩn mực quốc tế hiện nay.

*Thứ tư,* phối hợp với các đơn vị chức năng để có chính sách ưu đãi về thuế, phí phù hợp để hấp dẫn, khuyến khích và thu hút nhà đầu tư tham gia TTCKPS. Hiện tại, các quy định pháp lý về thuế, phí, lệ phí và giá dịch vụ đối với các hoạt động trên TTCK không quy định điều chỉnh đối với TTCKPS, tuy nhiên Bộ Tài chính cần có văn bản thông báo rõ các chính sách ưu đãi cụ thể đối với các đối tượng tham gia TTCKPS. Cụ thể như; thông báo không thu phí đối với các hoạt động giao dịch, thanh toán CKPS; không đánh thuế đối với các giao dịch CKPS. Việc xây dựng các cơ chế chính sách ưu đãi về thuế, phí đối với TTCKPS cần được thông báo và công bố rộng rãi trên thị trường. Theo kinh nghiệm của Hàn Quốc, kể từ 1996 khi mở cửa TTCKPS đến nay chưa thu thuế đối với các giao dịch CKPS.

*Thứ năm,*việc đưa vào giao dịch hai sản phẩm phái sinh ban đầu là hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ và hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán là đơn giản, nhưng cần thiết phải có các nhà tạo lập thị trường cho các sản phẩm này. Cần xác lập cơ chế tài chính, quyền và nghĩa vụ của nhà tạo lập thị trường cũng như cơ chế ưu đãi về thuế, phí đối với nhà tạo lập thị trường. Thực tế hiện nay, bên cạnh việc giao dịch các trái phiếu chính phủ, các ngân hàng thương mại thường sử dụng các hợp đồng kỳ hạn để phòng vệ các rào chắn biến động giá trên các trái phiếu chính phủ.

Tuy nhiên, thực tiễn các TTCKPS khu vực cho thấy mức độ phát triển các sản phẩm này không cao bằng các công cụ khác như hợp đồng quyền chọn dựa trên chỉ số (Index Options) hoặc quyền chọn dựa trên các hợp đồng tương lại trái phiếu chính phủ hoặc quyền chọn cổ phiếu. Do đó, vấn đề đặt ra là cần có xúc tiến nghiên cứu, xây dựng khung pháp lý cho các sản phẩm này, đảm bảo sau hơn một năm triển khai các sản phẩm phái sinh đơn giản, các công cụ phái sinh khác sẽ đưa vào vận hành.

*Thứ sáu,*hoàn thiện các bộ chỉ số thị trường làm tài sản cơ sở cho xây dựng các hợp đồng tương lai và quyền chọn. Hiện tại, HNX sử dụng các bộ chỉ số HNX30 và VNX30 làm tài sản cơ sở cho việc xây dựng hợp đồng.

Tuy nhiên, việc triển khai hợp nhất các SGDCK Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh để thành lập SGDCK Việt Nam cũng đang được đẩy nhanh, vì vậy bên cạnh các chỉ số hiện có và chỉ số mới được xây dựng chung cho thị trường, cần thiết phải xây dựng nhiều bộ chỉ số khác nhau để đa dạng hoá các tài sản cơ sở nhằm thiết kế nhiều sản phẩm phái sinh chỉ số.

*Thứ bảy,*TTCKPS là thị trường tiềm ẩn nhiều rủi ro, do đó hệ thống tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) giữ một vai trò quan trọng. Các đánh giá, xếp hạng của các CRA là một tài liệu quan trọng tham chiếu trong việc đưa ra các quyết định đầu tư.

Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, tại nhiều TTCKPS việc đánh giá xếp loại tín nhiệm đối với thành viên giao dịch, thành viên bù trừ hay tổ chức CCP được đưa ra như một yêu cầu quan trọng trong hồ sơ xét duyệt. Do đó, để TTCKPS vận hành hiệu quả và thông suốt, việc thiết lập cơ chế cho phép thực hiện xếp hạng tín nhiệm cũng như xây dựng các tổ chức định mức tín nhiệm tại Việt Nam là cần thiết.

**Theo Tạp chí Tài chính kì 1 tháng 4/2017**