

I. SỰ QUAN TRỌNG CỦA CÁC QUỸ ĐẦU TƯ

Trong số các định chế tham gia TTCK, sự có mặt của các quỹ đầu tư là một yếu tố không thể thiếu vắng. Với trên 8.000 quỹ tương hỗ tham gia đầu tư trên toàn cầu, trong số đó có các tập đoàn quỹ hàng đầu như Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witters, Goldman Sachs, Larard Funds, Lehman Brothers, Kidder Peabody, Credit Suisse First Boston, Fidelity, Bear Sterns v.v. mỗi tập đoàn quản trị từ hàng chục đến hàng trăm tỷ đô la tài sản, một sự thật không thể chối cãi được, đó là vị trí cực kỳ quan trọng của các quỹ đầu tư trong hoạt động của TTCK.

đổi để tạo ra nguồn tiền quỹ trước khi có thể phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư ra công chúng.

- Nhằm mục tiêu cuối cùng là huy động nguồn đầu tư nước ngoài để đáp ứng nhu cầu vốn, làm sao các quỹ đầu tư tìm được ba công ty đầu tư khác nhau để mua vào tỉ lệ 20% vốn được phép chiếm giữ của bên nước ngoài. Phần còn lại của quỹ (80%) sẽ từ đâu đến? Rõ ràng là các nhà quản trị quỹ VN chưa có kinh nghiệm để bán được 80% hay chỉ ít 40% của 80% phần vốn trong nước trong thời gian ngắn.

- Làm sao các nhà quản lý quỹ tìm được các đối tác 30% vốn cho phép bên nước ngoài nắm giữ. Bởi lẽ, điều này đồng nghĩa với vị trí cổ đông

- Nếu nghiên cứu các đầu tư của các quỹ, một phần quan trọng của danh mục là các công ty niêm yết. Với tổng trị giá khoảng 24 triệu USD hiện đang niêm yết, giả sử rằng trong hai năm 2002, 2003 có thêm khoảng 70 triệu trị giá cổ phiếu được niêm yết thêm, có nghĩa là có khoảng 100 triệu USD cổ phiếu lưu hành, 30 triệu dành nhà đầu tư nước ngoài, con số này quá khiêm tốn và không có ý nghĩa với các nhà đầu tư chuyên nghiệp, chúng ta thử xem số vốn của các quỹ đầu tư hiện diện tại Việt Nam thì thấy sự khác biệt đó.

- Cũng nên ghi nhận rằng trên quốc tế, mức phí quản lý biến thiên từ 1,5% đến 2,5% năm căn cứ tổng số

MÔ HÌNH QUỸ ĐẦU TƯ THÍCH HỢP CHO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Thạc sĩ BÙI VIẾT THUYỀN

Trước khi TTCK Việt Nam ra đời đã có sự hiện diện của một số quỹ đầu tư vào VN, nhưng sự hiện diện của những quỹ này hình như có vẻ xa lạ trong TTCK chúng ta vì những điều khoản qui định trong các văn kiện pháp lý về chứng khoán và TTCK Việt Nam khiến cho các quỹ này dù có trình độ chuyên môn cao vẫn không thể thực hiện đầu tư với trình độ quốc tế của họ.

Làm sao cho các quỹ đầu tư khác của thế giới tìm được lối vào TTCK Việt Nam?

II. CÁC RÀO CẢN ĐỐI VỚI CÁC QUỸ ĐẦU TƯ TƯƠNG HỖ

Xem lại những hạn chế của các điều khoản trong ND 48/CP, ND 139/CP và QĐ 04/1999, các vấn đề sau đây đã nổi lên:

- Với 30% vốn pháp định trong công ty liên doanh quản lý quỹ, các định chế tài chính quốc tế sẽ thấy mình đứng ở vị trí nào trong HĐQT? Làm sao họ góp phần vốn thích đáng vào quỹ?

- Với mức tối đa 7% vốn trong các tổ chức phát hành, làm sao quỹ đầu tư quốc tế đóng góp được thế mạnh của họ là tiền mặt vào trong quỹ đầu tư đang được thành lập. Liệu UBCKNN có cho phép các nhà quản lý quỹ sử dụng công cụ nợ là phiếu nợ chuyển

thiếu số, và liệu cổ đông Việt Nam có nghe theo ý kiến đầu tư của phía nước ngoài không?

Chắc chắn sẽ xảy ra những mâu thuẫn trong điều hành và quyết định đầu tư.

- Theo các quy định của ND48/CP và QĐ 05/1999, sau khi được phép thành lập công ty quản lý quỹ có quyền xin phép phát hành chứng chỉ quỹ đầu tư. Trong hiện tình của Việt Nam, khi các nhà quản lý quỹ chưa được các nhà đầu tư biết đến năng lực (họ chưa bao giờ làm công việc quản lý quỹ, chưa có những chứng liệu chính xác về kết quả đầu tư như cổ tức, mức tăng trưởng vốn v.v làm sao họ bán các chứng chỉ ra thị trường? Nếu họ mời một công ty quản lý quỹ nổi tiếng thế giới làm đối tác, vấn đề tỉ lệ vốn lại được đặt ra.

- Theo thông lệ quốc tế, các công ty quản trị quỹ thường lập ra quỹ đầu tư với sự bảo lãnh của các định chế tài chính uy tín khác, sau đó mới đưa chứng chỉ ra giao dịch trên TTCK, các công ty quản lý quỹ nước ngoài liệu có vui vẻ giúp tạo vốn khi họ giữ vị trí thiếu số trong công ty liên doanh không? Làm sao thực hiện được thông lệ này ở Việt Nam là vấn đề còn chờ sự điều chỉnh và bổ sung các văn bản pháp lý về TTCK.

vốn quản lý. Liệu phía đối tác Việt Nam có đồng ý với các chi tiết này không?

- Trong các văn bản qui định hiện nay chưa ấn định mức phí nào cụ thể, Trong QĐ 05/1999 điều 30 có ghi là mức quản lý phí do Điều lệ quỹ qui định. Chưa có số liệu cụ thể ở mức nào.

Từ một số điểm nêu trên, chưa kể đến việc chuyển ngân (ngoại hối), chuyển vốn và lợi nhuận về nước, thuế chuyển lợi nhuận, rủi ro tỉ giá (vì chứng chỉ quỹ ấn định là 10.000 đồng), các ưu đãi cho nhà đầu tư nước ngoài, thật khó cho các nhà đầu tư quỹ chuyên nghiệp, ngoại trừ có một số điều chỉnh cho phù hợp và thuận lợi hơn.

III. MÔ HÌNH QUỸ ĐẦU TƯ ĐỀ NGHỊ CHO TTCK VIỆT NAM

Trong phần nghiên cứu sau đây, chúng tôi xin đề nghị một số biện pháp nhằm cải thiện môi trường đầu tư và một mô hình quỹ đầu tư tại Việt Nam vừa tuân thủ được các luật lệ với ít điều chỉnh các văn bản, vừa chấp nhận được theo cách suy nghĩ của người nước ngoài trong các công ty quản lý quỹ.

A. CƠ CẤU CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

Biện pháp trước tiên là đề nghị nâng tỉ lệ vốn phía nước ngoài lên

45% của vốn pháp định. Vốn pháp định của công ty có thể biến thiên từ 0.35 đến 0.7 triệu USD tùy quy mô Quỹ và số nhân sự phải đào tạo cho việc điều hành công ty liên doanh quản lý quỹ. Phía Việt Nam nên nắm giữ vị trí Chủ tịch HĐQT và Phó tổng giám đốc trong hai đến bốn năm đầu tiên. Phía nước ngoài có thể nắm vị trí Tổng giám đốc, với điều kiện phải dự một số lớp về pháp lý đầu tư ở Việt Nam và qua một kỳ thi do UBCKNN yêu cầu. Các thành viên phía nước ngoài nên được bổ nhiệm vào việc giúp đào tạo nhân viên Việt Nam về phân tích kỹ thuật, quản trị đầu tư và đầu tư trực tuyến trong giai đoạn thành lập và sau đó giữ vị trí Kiểm soát trưởng tài chính và Trợ lý đầu tư. Cơ cấu mỗi ba đại diện giao dịch Việt Nam với một đại diện giao dịch nước ngoài ở TTGDCK là vừa đủ.

Thường trực Hội đồng điều hành hợp định kỳ hàng tuần để rà soát các đầu tư thực hiện trên sàn với sự tham gia của Chủ tịch HĐQT quỹ hay đại diện ủy quyền. Hợp đầu tư định kỳ hàng tháng nhằm rà soát lại các hoạt động đầu tư khác ngoài sàn, tức là tại thị trường OTC hay các công ty cổ phần hoá ở giai đoạn đầu chưa niêm yết v.v...tùy theo danh mục đầu tư mà các nhà quản lý muốn xây dựng hoặc thay đổi theo thời gian.

Tổng giám đốc được thuận tiện điều hành căn cứ theo kế hoạch kinh doanh đã phê duyệt. Tất cả thành viên Ban tổng giám đốc công ty quản lý quỹ phải được hợp đồng từng người với Hội đồng quản trị công ty quản lý quỹ qui định vị trí nắm giữ, quyền hạn, và trách nhiệm.

Trước khi công ty quản lý quỹ đi vào hoạt động, toàn bộ tập thể các nhà quản lý phải họp thông qua kế hoạch kinh doanh, xem xét tình hình chung và cùng nhất trí về chính sách đầu tư, cách thực hiện, hệ thống báo cáo, hệ thống ra quyết định v.v Các bài học từ những quỹ điều hành tốt cần được học tập, rút tỉa tinh túy và áp dụng cho việc điều hành quỹ đầu tư trước khi bước vào giai đoạn thực hiện.

B. HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

Hội đồng quản trị phải là tập hợp các nhà quản lý có kinh nghiệm đã qua các vị trí chủ chốt, hay kinh nghiệm tương tự ở các vị trí điều hành công ty. Hội đồng quản trị cần có quy chế nội bộ để và điều hành giám sát hoạt động của Hội đồng điều hành (các nhà quản lý quỹ), để ra huấn thị cũng như yêu cầu biện pháp sửa đổi cần thiết trong quá trình quản trị đầu tư, hoặc đề triệu tập họp bất thường HĐQT để giải quyết khó khăn hay thay đổi phương hướng.

Sự quan hệ giữa HĐQT quỹ và

HĐDH cần được xác lập rõ ràng và hữu hiệu, trong đó các quản trị viên không can thiệp vào công việc hàng ngày của các nhà quản lý, mà chỉ nhằm giám sát chính xác và kịp thời để tạo ra sự thành công cho quỹ.

C. HỘI ĐỒNG ĐIỀU HÀNH CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

Từ kinh nghiệm của các quỹ đầu tư khác tại Việt Nam, khi quỹ đầu tư vào một công ty chưa niêm yết, hợp đồng quản lý kinh doanh công ty đó phải được chuẩn bị kỹ càng với ứng viên tiềm năng cho chức Giám đốc (hay Tổng quản lý), không phân biệt quốc tịch nhà quản lý đó. Bài học thành công của Dragon Capital Ltd khi tin tưởng vào các nhà quản lý có năng lực người Việt địa phương, có thể giúp giảm thiểu chi phí điều hành và mang lại thu nhập cao nhất cho đầu tư đó.

Kinh nghiệm do Bộ KHĐT và các cấp thẩm quyền kể cả các nhà quản trị cao cấp nước ngoài tổng kết, có nhiều công ty lỗ nặng ở giai đoạn đầu của dự án do chi phí điều hành quá cao để thuê nhà quản lý nước ngoài không đáp ứng tiêu chuẩn, đôi lúc còn dẫn đến sự thất bại toàn diện của liên doanh đó.

D. MỘT SỐ PHÂN CÔNG KHÁC

Một kinh nghiệm khác trong việc quản lý các đơn vị có vốn đầu tư hệ thuộc của quỹ là phải chỉ định một kiểm soát viên tài chính hay giám đốc tài chính có kinh nghiệm, làm việc hữu hiệu cho quỹ, vì này phải thường kỳ thăm và kiểm tra tình hình tài chính các công ty trực thuộc, phải nhận được báo cáo định kỳ thường xuyên từ các công ty hệ thuộc. Một chuyên viên đầu tư khác phải được chỉ định đến làm việc tại các công ty hệ thuộc, để góp ý, hỗ trợ giám đốc trong các công việc về điều hành kế hoạch kinh doanh hay những vấn đề khó khăn một các hữu hiệu.

IV. MỘT SỐ ĐIỀU CHỈNH VĂN BẢN PHÁP LÝ CẦN THIẾT ĐỂ CÓ THỂ PHÁT HÀNH CHỨNG CHỈ QUỸ ĐẦU TƯ THÀNH CÔNG

Như ND48/CP, ND139/CP đã qui định, phần vốn nước ngoài được tham gia trong quỹ đầu tư là 20%, và phía nước ngoài phải có tối thiểu 3 đối tác tham gia vào vốn quỹ. Giả sử rằng các nhà đầu tư này tình cờ cùng có quan điểm giống nhau trên chính sách đầu tư quỹ mà đi ngược lại quan điểm của phía Việt Nam, liệu họ có bị xem là hành động thông đồng hay không?

Làm sao chúng ta có thể huy động vốn đầu tư từ khắp thế giới với tỉ lệ hạn chế này. Dĩ nhiên có thể thành lập các quỹ đầu tư vốn hoàn toàn của Việt Nam, nhưng các nhà quản lý quỹ sẽ mất thời gian chứng

minh được hiệu quả quản lý của họ. Điều này sẽ mất bao lâu?

Với các qui định hiện nay trong Quyết định 05/1999, việc bán chứng chỉ quỹ đầu tư liệu có khả thi không khi chưa có chứng cứ và kiểm toán của các sự kiện và kết quả của quỹ đầu tư đó? Tại sao có sự thiếu vắng của thị trường sơ cấp trong tạo vốn quỹ đầu tư?

Chúng tôi đề nghị hai việc sau đây được phép thực hiện:

a. Việc phát hành riêng quỹ đầu tư cho các định chế đầu tư chuyên nghiệp như ngân hàng, quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm v.v. sau đó, quỹ được niêm yết giao dịch với 20% được giữ lại như qui định, số lượng này được phân chia theo tỉ lệ mua của các định chế trong sáu đến mười hai tháng trước khi các chứng chỉ hoàn toàn được bán ra.

b. Thực hiện bảo lãnh phát hành bởi các định chế đầu tư Việt Nam và các ngân hàng đầu tư nước ngoài. Nhà bảo lãnh có thể là một hay nhiều định chế do một nhà bảo lãnh chính thay mặt ký kết hợp đồng bảo lãnh và đại diện trước pháp luật. Trong trường hợp này cũng tương tự như trên, 20% phải được duy trì trong sáu đến mười hai tháng trước khi bán hết các chứng chỉ quỹ cho nhà đầu tư.

Một điểm đặc biệt cần nhấn mạnh ở đây là, không giống như các công ty niêm yết, trong đó thu nhập mong đợi đã được hiểu biết rõ ràng, các chứng chỉ quỹ đầu tư không có chứng cứ cho sự bảo đảm của các nhà quản lý về lợi nhuận hay thu nhập mong đợi sẽ mang về là bao nhiêu. Hai phương cách trên là để củng cố niềm tin cho công chúng đầu tư. Đây là lý do cho sự đề nghị của chúng tôi vì chỉ với hai cách làm trên đây, các chứng chỉ quỹ đầu tư mới có giá trị bảo đảm để được giao dịch tại sàn và được các nhà đầu tư mua bán một cách an toàn.

V. SỰ ĐÓNG GÓP VÀO QUỸ CỦA CÁC BÊN

Nếu hai phương thức tạo vốn cho quỹ trên đây được thực hiện, bên VN trong công ty quản lý quỹ có thể tìm được sự cam kết cho tối thiểu 40% vốn chứng chỉ từ các định chế đầu tư, các chi nhánh ngân hàng, công ty bảo hiểm nước ngoài v.v... Bên nước ngoài sẽ bảo đảm huy động cho 30% quỹ bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Phần 30% còn lại có thể do ngân hàng đầu tư cam kết bảo lãnh phát hành.

Trong trường hợp lý tưởng nhất, bên VN trong công ty liên doanh quản lý quỹ, phải tạo ra sự bảo lãnh cho 70% của quỹ và bên nước ngoài 30% còn lại.

Trong trường hợp khác, liên doanh sẽ tìm một sin đi ca bảo lãnh

cho toàn bộ 100% phát hành.

VI. ĐẦU TƯ CỦA QUỸ

A. THỰC HIỆN ĐẦU TƯ

Các nhà quản lý quỹ cần có một kế hoạch chuẩn bị đầu tư để làm phương hướng cho hoạt động đầu tư bao gồm :

- Mục tiêu đầu tư
- Chính sách đầu tư
- Các khu vực, công ty tiếp nhận đầu tư

- Địa điểm đầu tư
- Cán bộ nhân viên đầu tư
- Phương pháp đầu tư
- Thời hạn đầu tư và thu hoạch.

Mục tiêu chính cần ấn định rõ : tăng trưởng, giá trị hay quỹ cần đổi hai đầu tư. Từ mục tiêu chiến lược này, các lĩnh vực và phương pháp sẽ được quyết định.

Quỹ và công ty quản lý quỹ có thể cam kết tham gia vào công nghệ cao, văn hoá, phát minh hay môi trường. Đây là các tiêu chí đầu tư mà các nhà quản lý sẽ dựa vào khi ra quyết định đầu tư của quỹ.

Các lĩnh vực đầu tư có thể bao gồm: công nghệ sinh học, điện tử, phần mềm, bưu chính viễn thông, giải trí, phát triển nhà, đào tạo và dạy học, dược phẩm (đặc biệt là các toa thuốc cổ truyền được sản xuất theo công nghệ mới).....

B. TỔ CHỨC CỦA CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ

Tổ chức công ty theo một cơ cấu thích hợp là một yếu tố quan trọng trong của việc điều hành thành công, bởi vì nó liên quan đến hệ thống chỉ đạo và báo cáo hai chiều, cấp ra quyết định, trách nhiệm về sự an toàn của tài sản được đầu tư, giao dịch và cả việc duy trì danh mục đầu tư để có hiệu quả cao nhất.

Các thành phần một công ty quản lý quỹ có thể đề nghị tại Sơ đồ 1. Qua sơ đồ này ta thấy, thành viên của công ty quản lý quỹ gồm có các lãnh đạo điều hành cùng với các phòng ban trực thuộc như sau :

- Tổng Giám đốc điều hành
- Giám đốc tài chính (hay Phó tổng giám đốc điều hành)
- Phòng Tài chính & Kế toán
- Phòng thị trường chứng khoán thu nhập ổn định

- Phòng Thị trường vốn cổ phiếu
- Phòng quản lý Danh mục đầu tư
- Phòng thẩm định Dự án
- Phòng công nghệ thông tin
- Phòng hành chính quản trị

Giám đốc điều hành nên phụ trách các Phòng quản lý danh mục đầu tư, Phòng thị trường, với ba nhà quản lý cấp trưởng phòng giúp việc cho từng lãnh vực.

Giám đốc tài chính nên phụ trách chung Phòng tài chính & kế toán và Phòng hành chính & nhân sự. Ông ta cũng phụ trách chung Tổ

giám sát được thành lập để kiểm tra định kỳ cùng với một số trưởng phòng do công ty quản lý quỹ cử đi thăm và giám sát hoạt động của các công ty có vốn đầu tư hệ thuộc.

C. QUY TRÌNH ĐẦU TƯ

Giám đốc điều hành sẽ trình bản kế hoạch kinh doanh đầu tiên hay kế hoạch kinh doanh năm với chi tiết các lĩnh vực đầu tư, phân bổ nguồn quỹ đầu tư, thu nhập dự kiến, kế hoạch thực hiện, nhân sự v.v.. cho HĐQT quỹ để được phê duyệt về nguyên tắc, Bước này được thực hiện trước khi khai triển đầu tư hay trước một năm đầu tư mới. Cuộc họp hai hội đồng quản trị, và điều hành được tổ chức vào cuối tháng Ba, Sáu, Chín và 20.12 mỗi năm để xem xét lại toàn bộ tình hình kinh doanh đạt được, và chấp thuận kế hoạch chi tiết quý tới. Một kế hoạch kinh doanh từng quý sẽ được chuẩn bị và trình cho HĐQT quỹ cũng như HĐQT công ty quản lý quỹ. Công việc điều hành hàng ngày do giám đốc điều hành toàn quyền tự thực hiện căn cứ kế hoạch đã phê duyệt này để có kết quả danh mục đầu tư tốt nhất. Các nhà quản lý dưới quyền sẽ thực hiện chỉ thị của giám

đốc điều hành để giao dịch, hay tìm kiếm nguồn cung cho các chứng khoán mà công ty muốn mua cho danh mục của quỹ.

Nếu công ty muốn kinh doanh để thu thêm lợi nhuận trong giao dịch hàng ngày, một số chứng khoán sẽ được dự trữ cho mục đích này.

Quy trình tổ chức vận hành tương tự như tại bất kỳ công ty chứng khoán nào thực hiện giao dịch hàng ngày.

D. ĐẦU TƯ VÀO CHỨNG KHOÁN TRƯỚC KHI PHÁT HÀNH RA CỘNG CHỨNG HAY TRƯỚC KHI NIÊM YẾT

Báo cáo về các dự án sẽ được đầu tư hay các báo cáo bổ sung về các công ty ứng tuyển viên cho chương trình đầu tư được các trưởng phòng chuẩn bị cho các HĐQT và điều hành. Một khi dự án nào được các hội đồng phê duyệt, các Phòng chứng khoán vốn cổ phiếu, hay phòng chứng khoán thu nhập ổn định sẽ theo nhiệm vụ mà thực hiện.

Giám đốc điều hành sẽ quyết định khi nào phải thay đổi hay thêm những tài sản khác vào danh mục đầu tư ■

Sơ đồ 1 TỔ CHỨC CÔNG TY QUẢN LÝ QUỸ ĐẦU TƯ (FMC)

