



HOẠT ĐỘNG BÙ TRỪ, THANH TOÁN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH VIỆT NAM

TRUNG TÂM LƯU KÝ CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án Xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam, trong đó nêu rõ hoạt động tổ chức thanh toán bù trừ chứng khoán phái sinh theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP) thuộc chức năng của Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam. Bài viết giúp các nhà đầu tư, các thành viên tham gia thị trường có cái nhìn đầy đủ, toàn diện về hoạt động của cơ chế đối tác bù trừ trung tâm nói chung và việc thực hiện cơ chế này tại thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam.

Từ khóa: Chứng khoán, chứng khoán phái sinh, nhà đầu tư

According to the Decision No-366/QĐ-TTg dated 11/3/2014 approved by Prime Minister on the Project "Building and developing derivative market in Vietnam", in which clearings and payments of derivatives by central clearings partner (CCP) are the main duties of Vietnam Securities Depository. This article helps investors and market stakeholders understand the central clearings partner mechanism in general and the operation of this mechanism in Vietnam.

Keywords: stock, derivative, investors

Ngày nhận bài: 8/3/2017

Ngày chuyển phản biện: 9/3/2017

Ngày nhận phản biện: 29/3/2017

Ngày chấp nhận đăng: 14/3/2017

Tổng quan về phương thức bù trừ, thanh toán theo cơ chế đối tác bù trừ trung tâm

Phương thức bù trừ, thanh toán theo cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) là phương thức phổ biến được nhiều sở giao dịch và hệ thống giao dịch chứng khoán áp dụng. Đây là một trong các thông lệ tốt được khuyến nghị áp dụng trong hoạt động thanh toán, nhất là đối với thanh toán giao dịch chứng khoán phái sinh (CKPS) do lợi ích về mặt chi phí và sự ưu việt trong quản lý rủi ro của mô hình này. CCP có thể hiểu là việc tổ chức thực hiện chức năng bù trừ thanh toán

trung tâm cho thị trường chứng khoán (TTCK), thông qua cơ chế thế vị, để trở thành chủ thể đứng giữa các bên giao dịch, người bán của tất cả các người mua và người mua của tất cả các người bán. Với cơ chế này, CCP đảm bảo việc thanh toán giao dịch ngay cả trong trường hợp một bên trong giao dịch ban đầu (giao dịch gốc) không thực hiện được nghĩa vụ thanh toán.

Chức năng của CCP

Tại các TTCK trên thế giới, tùy theo mô hình tổ chức và pháp lý, đơn vị thực hiện bù trừ, thanh toán theo cơ chế CCP có thể thuộc sở giao dịch chứng khoán, trung tâm bù trừ hoặc Trung tâm Lưu ký chứng khoán, nhưng nhìn chung đều có các chức năng sau:

- Bù trừ ròng các nghĩa vụ thanh toán: Toàn bộ giao dịch chứng khoán được tập hợp, tính toán nghĩa vụ thanh toán và bù trừ đa phương để xác định nghĩa vụ thanh toán ròng theo từng thành viên bù trừ. Chức năng này làm giảm khối lượng và giá trị giao dịch cần thanh toán, giảm chi phí và rủi ro cho thị trường.

- Bảo lãnh thanh toán: CCP có chức năng đảm bảo việc thanh toán giao dịch, cụ thể là quản lý, kiểm soát hoạt động thanh toán và thực hiện các nghĩa vụ liên quan đến giao dịch trong trường hợp thành viên bù trừ mất khả năng thanh toán.

- Quản lý rủi ro: Để thực hiện chức năng bảo lãnh thanh toán nêu trên, CCP sẽ phải xây dựng và áp dụng các biện pháp, cơ chế, quy trình phòng ngừa rủi ro toàn diện. Trong đó, cần đặc biệt chú trọng đến các rủi ro đối tác.

Ưu điểm của mô hình CCP

Từ thực tiễn có thể đề cập tới một số ưu điểm của mô hình CCP như: Tăng tính hiệu quả và sự ổn



định cho TTCK; Giảm thiểu chi phí tài chính; Giúp các bên tham gia thị trường tối ưu hóa dòng tiền; Giảm thiểu rủi ro cho thị trường nhờ vào cơ chế tập trung rủi ro tại CCP, cũng như chia sẻ rủi ro giữa các thành viên thị trường...

Cơ chế thế vị kết hợp với chức năng bảo lãnh thanh toán (đứng ra chịu rủi ro đối tác) đã tạo nên sự khác biệt lớn cho mô hình CCP trong hoạt động bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán. Cơ chế này cho phép CCP biến mối quan hệ đa phương giữa các đối tác thành mối quan hệ song phương giữa CCP và mỗi đối tác. Theo đó, CCP sẽ giúp giảm thiểu được đáng kể số lượng và quy mô các giao dịch cần phải thanh toán cũng như chi phí liên quan thông qua chức năng bù trừ đa phương để tính toán nghĩa vụ thanh toán ròng. Ngoài ra, so với các mô hình bù trừ thanh toán qua trung tâm thanh toán bù trừ (CH) thông thường, cơ chế CCP với đặc tính bảo lãnh thanh toán, làm giảm thiểu đáng kể rủi ro đối tác trong hoạt động thanh toán giao dịch chứng khoán.

Hiện nay, tại nhiều TTCK trên thế giới, mô hình CCP đang được áp dụng cho cả thị trường giao ngay và thị trường phái sinh, trong đó, với TTCK phái sinh, mô hình này có vai trò rất quan trọng do được trang bị một hệ thống quản lý rủi ro đa tầng, đa lớp.

Một số lưu ý khi thiết lập và vận hành mô hình đối tác bù trừ trung tâm

Mặc dù có nhiều ưu điểm, với vai trò đối tác bù trừ trung tâm tập trung các rủi ro liên quan tới vận hành hoạt động thanh toán cho toàn thị trường, để thiết lập được một hệ thống CCP thực sự không phải là một công việc đơn giản mà đòi hỏi sự chín muồi của thị trường cơ sở cũng như sự hoàn thiện đồng bộ về khuôn khổ pháp lý, hạ tầng kỹ thuật,

mô hình quản lý rủi ro...

Tháng 3/2004, Tổ chức quốc tế các Ủy ban Chứng khoán (IOSCO) cùng với Ngân hàng Thanh toán quốc tế (BIS) đã đưa ra Báo cáo khuyến nghị cho các nước áp dụng CCP. Cụ thể là gồm 14 điểm về những vấn đề cần quan tâm khi thiết lập và vận hành CCP như tiêu chí gia nhập, các loại rủi ro và mô hình quản lý rủi ro, quỹ bù trừ... Hiện nay các tiêu chí và khuyến nghị này đã trở thành những chuẩn mực mà các CCP đều nỗ lực hướng tới:

Các rủi ro pháp lý: Rủi ro pháp lý là rủi ro mà một trong các bên giao dịch chịu thiệt hại do các quy định pháp luật không hỗ trợ cho các quy định và hợp đồng của CCP, hoặc các quyền và lợi ích về tài sản ký quỹ tại CCP. CCP phải đương đầu với các rủi ro pháp lý có khả năng làm tăng thêm thiệt hại, nếu để xảy ra tình trạng mất khả năng thanh toán. Do vậy, cần có cơ sở pháp lý vững chắc, minh bạch và có hiệu lực cho mỗi khía cạnh hoạt động của CCP.

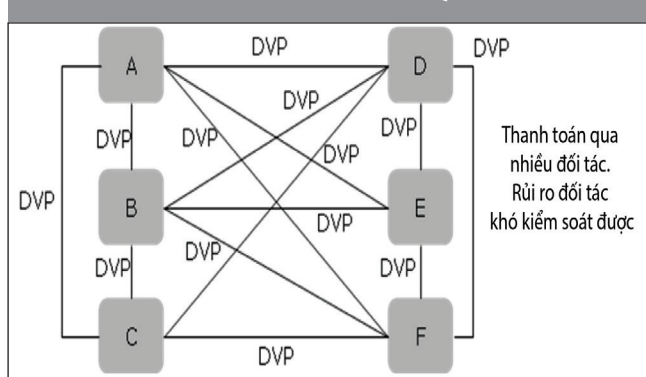
Yêu cầu đối với thành viên: CCP yêu cầu thành viên tham gia phải có đủ nguồn lực tài chính và năng lực hoạt động đáp ứng các nghĩa vụ phát sinh và có quy trình giám sát đảm bảo.

Yêu cầu đối với thế chấp: CCP cần tính toán các rủi ro tín dụng của thành viên hàng ngày và nắm giữ tài sản thế chấp, sao cho trong các điều kiện thị trường bình thường có thể khắc phục được các khoản lỗ tiềm tàng từ việc đóng vị thế do thành viên mất khả năng thanh toán nắm giữ.

Các nguồn lực tài chính: CCP cần duy trì đủ các nguồn lực tài chính, để xử lý mất khả năng thanh toán của thành viên ở mức rủi ro lớn nhất.

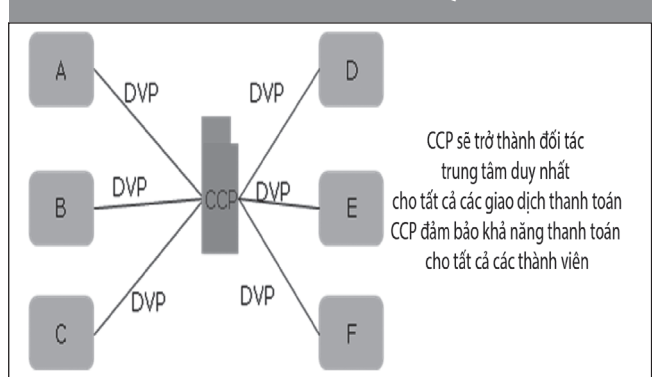
Thủ tục xử lý mất khả năng thanh toán: Thủ tục xử lý mất khả năng thanh toán của CCP cần rõ ràng và minh bạch, đảm bảo CCP có thể xử lý kịp thời các khoản thua lỗ và áp lực thanh khoản và tiếp tục đảm bảo thực hiện nghĩa vụ của mình.

HÌNH 1: THANH TOÁN KHÔNG QUA CCP



Nguồn: Nomura Research Institute

HÌNH 2: MÔ HÌNH THANH TOÁN QUA CCP



Nguồn: Nomura Research Institute



**QUY ĐỊNH CẤP GIẤY CHỨNG NHẬN ĐỦ ĐIỀU KIỆN
CUNG CẤP DỊCH VỤ BÙ TRỪ, THANH TOÁN GIAO DỊCH
CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH**

	GCM	DCM
Ngân hàng thương mại	7.000 tỷ đồng	5.000 tỷ đồng
Công ty chứng khoán	1.200 tỷ đồng	900 tỷ đồng

Nguồn: Nghị định số 42/2015/NĐ-CP

Rủi ro lưu ký và đầu tư: CCP cần giữ tài sản theo cách thức rủi ro thua lỗ hoặc chậm trễ trong việc xử lý được tối thiểu hóa. Các tài sản được CCP đầu tư cần ở dạng các công cụ với rủi ro tín dụng, thị trường và thanh khoản là tối thiểu.

Rủi ro hoạt động: CCP cần nhận dạng các nguồn gây ra rủi ro hoạt động và tối thiểu hóa chúng thông qua việc phát triển các hệ thống tương ứng, kiểm soát và thực hiện đúng quy trình. Các hệ thống cần đáng tin cậy và đảm bảo an ninh, có đủ năng lực xử lý. Kế hoạch hoạt động liên tục phải đảm bảo việc khôi phục hoạt động và hoàn tất các nghĩa vụ của CCP là đúng thời hạn.

Thanh toán tiền: CCP cần có các thu xếp thực hiện thanh toán tiền nhằm loại bỏ hoặc hạn chế các rủi ro về ngân hàng thanh toán. Nghĩa là, các rủi ro về tín dụng và thanh khoản từ việc sử dụng các ngân hàng có ảnh hưởng tới hoạt động thanh toán tiền cho thành viên của CCP.

Các CCP có thiết lập kết nối xuyên biên giới cũng như trong nước, để bù trừ giao dịch cần thiết kế và vận hành các liên kết này.

Bên cạnh các khuyến nghị trên, Báo cáo khuyến nghị cho các nước áp dụng CCP của Tổ chức IOSCO cùng với Ngân hàng BIS cho rằng, trong khi duy trì các hoạt động một cách an toàn và an ninh, CCP cần phải đảm bảo tiết kiệm chi phí khi đáp ứng các yêu cầu người sử dụng. Các sắp xếp về mặt quản trị đối với CCP cần được thực hiện một cách hiệu quả, rõ ràng và minh bạch nhằm đáp ứng các quan tâm của công chúng và hỗ trợ các mục đích từ phía chủ sở hữu và người sử dụng. Đặc biệt, các bố trí này cần mang lại hiệu quả đối với các quy trình quản lý rủi ro của CCP... Ngoài ra, CCP phải tuân theo quy định minh bạch, hiệu quả và chịu giám sát. Trong các trường hợp, các ngân hàng trung ương và các cơ quan quản lý chứng khoán cần hợp tác lẫn nhau và với các cơ quan có thẩm quyền liên quan để thực hiện được nội dung này.

**Mô hình đối tác bù trừ trung tâm
trên thị trường chứng khoán phái sinh Việt Nam**

Quyết định 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án Xây dựng

và phát triển TTCK phái sinh Việt Nam, nêu rõ hoạt động tổ chức thanh toán bù trừ CKPS theo mô hình CCP thuộc chức năng của Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD). Nghị định 42/2015/NĐ-CP ngày 05/05/2015, Thông tư 11/2016/TT-BTC ngày 19/01/2016 và Thông tư 23/2017/TT-BTC ngày 16/03/2017 đã tạo dựng khung pháp lý cho VSD triển khai hoạt động này cho TTCK phái sinh đi vào vận hành trong năm 2017.

Về thành viên bù trừ của VSD: Các công ty chứng khoán, ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đăng ký làm thành viên bù trừ của VSD cần đáp ứng đủ điều kiện cung cấp dịch vụ bù trừ thanh toán CKPS do Ủy ban Chứng khoán Nhà nước quy định về vốn, tình hình tài chính và hạ tầng hệ thống, đáp ứng yêu cầu về nhân sự và kết nối hệ thống với hệ thống bù trừ, thanh toán của VSD. Công ty chứng khoán đăng ký làm thành viên bù trừ với VSD, trước đó cần hoàn tất các thủ tục đăng ký thành viên giao dịch CKPS với Sở Giao dịch chứng khoán.

Trong số 21 thị trường thành viên của Hiệp hội các Trung tâm Lưu ký chứng khoán khu vực châu Á - Thái Bình Dương, có 15 thị trường đã áp dụng mô hình đối tác bù trừ trung tâm (CCP), một số thị trường còn lại như Sri Lanka, Pakistan, Mông Cổ, Việt Nam đang có kế hoạch áp dụng mô hình này.

Thành viên bù trừ của VSD gồm 02 loại: Thành viên bù trừ chung và Thành viên bù trừ trực tiếp.

- Thành viên bù trừ chung: Được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS, các khách hàng môi giới của mình và cung cấp dịch vụ bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS cho các thành viên giao dịch không phải là thành viên bù trừ và khách hàng của thành viên giao dịch đó.

- Thành viên bù trừ trực tiếp: Chỉ được thực hiện bù trừ, thanh toán giao dịch CKPS của mình và các khách hàng môi giới của mình.

Theo phạm vi cung cấp dịch vụ, thành viên bù trừ chung cần đáp ứng các tiêu chí tài chính cao hơn so với thành viên bù trừ trực tiếp do phải đảm bảo nghĩa vụ thanh toán cho cả các thành viên không bù trừ và khách hàng của thành viên không bù trừ.

Về mở tài khoản giao dịch, tài khoản ký quỹ cho nhà đầu tư (NĐT): Sau khi trở thành thành viên bù trừ của Trung tâm Lưu ký chứng khoán Việt Nam (VSD), để có thể tiến hành cung cấp các dịch vụ ký quỹ, bù trừ, thanh toán cho khách hàng, các tổ chức cần thực hiện khâu mở tài khoản tiền, chứng khoán ký quỹ



cho NĐT. Thông tin về tài khoản chứng khoán ký quỹ, tài khoản giao dịch CKPS sẽ được thành viên bù trừ đăng ký với VSD qua hệ thống tài khoản lưu ký và nêu rõ loại tài khoản giao dịch là tài khoản giao dịch riêng lẻ hay tài khoản giao dịch tổng hợp. Tài khoản giao dịch của NĐT sau khi được đăng ký thành công vào hệ thống của VSD, sẽ được thông báo cho Sở Giao dịch chứng khoán để NĐT có thể thực hiện giao dịch vào ngày làm việc tiếp theo.

NĐT phải mở tài khoản giao dịch CKPS tại thành viên giao dịch và tài khoản ký quỹ tại thành viên bù trừ. Trường hợp thành viên giao dịch không là thành viên bù trừ, tài khoản ký quỹ của NĐT mở tại thành viên bù trừ do thành viên giao dịch chỉ định. NĐT được sử dụng tài khoản giao dịch chứng khoán giao ngay để thực hiện giao dịch CKPS.

Trường hợp, NĐT chưa có tài khoản hoặc không muốn sử dụng tài khoản hiện đang giao dịch chứng khoán giao ngay, thành viên bù trừ cần tiến hành thủ tục mở tài khoản cho NĐT trước khi đăng ký với VSD. Thông tin mở tài khoản cần được đăng ký trên hệ thống lưu ký của VSD theo các hướng dẫn tại quy chế hoạt động nghiệp vụ của VSD.

Về vấn đề ký quỹ: Ký quỹ là công cụ quản lý rủi ro quan trọng hàng đầu của CCP. Theo đó, NĐT có trách nhiệm nộp đầy đủ ký quỹ ban đầu cho toàn bộ vị thế dự kiến mở cho thành viên bù trừ trước khi thực hiện giao dịch, ngoại trừ các giao dịch đối ứng để đóng vị thế.

Khoản ký quỹ ban đầu được tính toán dựa trên tỷ lệ ký quỹ do thành viên bù trừ yêu cầu, nhưng không thấp hơn tỷ lệ theo quy định của VSD.

Thành viên bù trừ cần nộp ký quỹ theo quy định cho VSD đối với các vị thế đứng tên thành viên bù trừ (bao gồm cả vị thế của chính thành viên bù trừ và vị thế của khách hàng của thành viên bù trừ) trước khi lệnh giao dịch của NĐT được chuyển vào hệ thống của Sở Giao dịch chứng khoán.

NĐT/thành viên bù trừ được quyền rút tài sản ký quỹ khi giá trị tài sản ký quỹ vượt mức ký quỹ yêu cầu mà thành viên bù trừ/VSD quy định.

Về giao dịch, thanh toán hàng ngày: Lệnh giao dịch của NĐT ngay sau khi được khớp trên hệ thống giao dịch của Sở Giao dịch chứng khoán sẽ được chuyển sang VSD để thế vị và ghi nhận thông tin theo từng tài khoản giao dịch. Tiếp đó, hệ thống CCP sẽ tính toán nghĩa vụ ký quỹ và kiểm tra nghĩa vụ này với số dư tài sản ký quỹ trên từng tài khoản của NĐT, để giám sát tỷ lệ sử dụng tài sản ký quỹ và cảnh báo các trường hợp nghĩa vụ ký quỹ sắp vượt/vượt quá số dư tài sản ký quỹ. Trường hợp vượt, tài khoản giao dịch của NĐT sẽ bị tạm ngừng giao dịch mở

mới CKPS cho tới khi NĐT bổ sung tài sản ký quỹ hoặc đóng bớt vị thế.

Cuối mỗi ngày giao dịch, kết quả lỗ lãi vị thế sẽ được VSD tính toán cho danh mục đầu tư trên từng tài khoản giao dịch và tổng hợp lại nghĩa vụ thanh toán ròng theo thành viên bù trừ. NĐT bên lỗ có trách nhiệm chuyển tiền cho thành viên bù trừ để thành viên bù trừ chuyển cho NĐT bên lãi. Theo nghĩa vụ thanh toán ròng VSD tính toán cho mỗi thành viên, thành viên bù trừ bên phải trả sẽ chuyển cho VSD để VSD chuyển cho thành viên bù trừ bên được nhận vào ngày làm việc sau liền kề.

Về thanh toán đáo hạn: Tại giai đoạn đầu triển khai thị trường, Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội dự kiến phát hành 02 sản phẩm phái sinh là hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán và hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ.

- Hợp đồng tương lai chỉ số chứng khoán có hình thức thanh toán đáo hạn bằng tiền và chính là việc thanh toán lãi lỗ vị thế phát sinh tại ngày giao dịch cuối cùng của hợp đồng.

- Hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ được dự kiến thanh toán dưới hình thức chuyển giao vật chất. Nghĩa là, bên bán chuyển giao trái phiếu chính phủ theo danh sách trái phiếu có thể chuyển giao và bên mua sẽ thanh toán tiền tương ứng với trái phiếu được nhận. Tuy nhiên, trường hợp thành viên bù trừ không chứng minh được khả năng thanh toán, VSD sẽ thực hiện thanh toán hợp đồng tương lai trái phiếu chính phủ bằng tiền, chính là thanh toán lãi lỗ vị thế phát sinh tại ngày giao dịch cuối cùng của hợp đồng. Ngoài ra, thành viên bù trừ đó sẽ phải chịu khoản bồi thường cho thành viên bù trừ liên quan theo giá trị do VSD xác định.

Hiện nay, các công tác chuẩn bị từ xây dựng hạ tầng công nghệ, ban hành các quy chế hướng dẫn hoạt động nghiệp vụ, đến các công tác tuyên truyền, đào tạo cho NĐT, thành viên thị trường đã được Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và VSD phối hợp hoàn tất, tạo cơ sở sẵn sàng cho việc khai trương TTCK phái sinh vào tháng 5/2017 theo chỉ đạo của cơ quan quản lý. 

Tài liệu tham khảo:

1. Quyết định số 366/QĐ-TTg ngày 11/3/2014 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án Xây dựng và phát triển TTCK phái sinh Việt Nam;
2. Nghị định số 42/2015/NĐ-CP ngày 05/05/2015 của Chính phủ về CKPS và TTCK phái sinh;
3. Thông tư số 11/2016/TT-BTC ngày 19/01/2016 của Bộ trưởng Bộ Tài chính hướng dẫn một số điều của Nghị định số 42/2015/NĐ-CP và Thông tư số 23/2017/TT-BTC;
4. Báo cáo tư vấn: Recommendations for Central Counterparties, 2004, Bank for International Settlements – International Organization of Securities Commissions