

Market Insights

Dòng vốn P-Notes Hạt mưa rơi bao lâu

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long
longtt@bsc.com.vn

Nhóm thực hiện

Bùi Nguyên Khoa
khoabn@bsc.com.vn

Dòng vốn mới, dòng vốn P-Notes?

Nếu không tính giá trị thỏa thuận VIC thì khối ngoại đã mua trên 1.200 tỷ trong 3 tuần đầu tháng 4/2016. Trong bối cảnh dòng vốn ngoại từ ETF và các quỹ hiện hữu khá im ắng sau khi FED tăng lãi suất, dòng vốn ngoại chuyển dịch rõ rệt gần đây được cho là dòng vốn P-Notes được quản lý bởi các Ngân hàng đầu tư nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam. Hoạt động mua vào của khối ngoại tập trung vào nhóm BCs lớn đang tạo hiệu ứng tăng điểm mạnh lên các chỉ số. VN-Index đang tăng điểm mạnh, thiết lập mức đỉnh mới và tiến sát mốc tâm lý 600 điểm.

Chứng chỉ tham gia đầu tư P-Notes (Participatory Notes) là một dạng công cụ tài chính phái sinh được phát hành riêng cho NĐT nước ngoài bởi các tổ chức đầu tư hoạt động ở các TTCK mới nổi. Dựa trên một danh mục cổ phiếu (thường là những cổ phiếu lớn, có thanh khoản tốt, mang tính đại diện thị trường) đang nắm giữ, tổ chức tài chính hoạt động tại thị trường đó sẽ phát hành P-Notes cho nhà đầu tư nước ngoài không muốn hoạt động hoặc không có điều kiện đầu tư trực tiếp vào thị trường đó.

P-Notes tại Việt Nam 2009 & 2010

P-Notes đã xuất hiện ở Việt Nam trong thời gian dài, tuy nhiên thu hút sự chú ý của thị trường vào nửa cuối 2009 và 2010. Dù vậy thực tế chứng minh sau nhíp mua bán mạnh bất ổn, mua 1.796 tỷ trong tháng 7/2009 và bán 2.081 tỷ trong tháng 9/2010 thì dòng tiền ngoại mua ròng này khá ổn định và kéo dài suốt trong năm 2010. Dòng tiền này đã góp phần cho mức mua ròng kỷ lục hơn 15.250 tỷ của khối ngoại trong năm 2010.

Nhận định sơ bộ về dòng vốn P-Notes

Mặc dù vẫn còn nhiều điểm chưa rõ ràng về dòng vốn P-Notes, sự quay trở lại của dòng vốn này tại TTCK Việt Nam trong bối cảnh dòng vốn nước ngoài từ các kênh đầu tư gián tiếp hiện hữu (Quỹ mở, quỹ đóng và ETF) có dấu hiệu bão hòa vẫn được xem là tín hiệu rất tích cực với dòng tiền của thị trường.

Tuy nhiên, hoạt động dự báo thị trường trong ngắn hạn rất khó khăn do dòng vốn P-Notes rất khó xác định về quy mô, thời điểm thực hiện giao dịch như các quỹ chỉ số. Và nhà đầu tư cần ý thức rằng dòng vốn nóng có thể vào cấp tập nhưng cũng thể rút ra nhanh như khi vào thị trường.

Chứng chỉ tham gia đầu tư P-Notes

Chứng chỉ tham gia đầu tư P-Notes (Participatory Notes) là một dạng công cụ tài chính phái sinh được phát hành riêng cho NĐT nước ngoài bởi các tổ chức đầu tư hoạt động ở các TTCK mới nổi.

Cách thức thực hiện: Dựa trên một danh mục cổ phiếu (thường là những cổ phiếu lớn, có thanh khoản tốt, mang tính đại diện thị trường) đang nắm giữ, tổ chức tài chính hoạt động tại thị trường đó sẽ phát hành P-Notes cho nhà đầu tư nước ngoài không muốn hoạt động hoặc không có điều kiện đầu tư trực tiếp vào thị trường đó. Phí quản lý P-Notes thường dưới 1%. Tùy theo mức độ rủi ro, các thị trường sẽ có mức phí khác nhau. Các quỹ đầu tư nước ngoài ở Việt Nam thường tính phí từ 1,5-2,5%. Dòng vốn từ P-Notes thường chỉ mang tính chất ngắn hạn, có những ưu điểm và nhược điểm:

- **Ưu điểm:** P-Notes là một dạng công cụ phái sinh nhưng hầu như không có những tính của các loại công cụ phái sinh khác như Hợp đồng hoán đổi (swaps), Hợp đồng quyền chọn (options), hay Hợp đồng tương lai (futures) phổ thông nên nguy cơ tạo ra những biến động bất lợi khó dự báo từ công cụ này không lớn lắm. Mặt khác, việc quảng bá sản phẩm P-Notes của các tổ chức phát hành sẽ gián tiếp quảng bá thị trường chứng khoán chứng khoán ra thế giới. Ngoài ra, do P-Notes dễ mua dễ bán, nên việc huy động vốn qua P-Notes trở nên dễ dàng hơn, đồng nghĩa với việc gia tăng vốn cho thị trường chứng khoán. Dòng vốn từ P-Notes thường khó nắm bắt và mang tính ngắn hạn, nhưng nó có thể góp phần tạo thanh khoản cho thị trường, bởi P-Notes thường chỉ “đóng gói” các blue-chips.
- **Nhược điểm:** Hoạt động đầu tư khối ngoại có quy mô quá lớn quá qua P-Notes là nguy cơ tiềm ẩn cho thị trường. Hoạt động quản lý đòi hỏi có sự cẩn trọng, và linh hoạt để tránh cú sốc lớn đến thị trường (Hoạt động đầu tư P-Notes ở Ấn Độ xuất hiện từ năm 1992 và không chịu sự điều chỉnh trong hơn một thập kỷ. Đến năm 2006, tỷ trọng vốn huy động từ phát hành P-Notes trên tổng lượng vốn đầu tư đã giải ngân trên TTCK tăng lên mức 52% từ 40% năm trước đồng nghĩa hơn 22 tỷ USD giải ngân trên TTCK Ấn Độ không xác định chủ sở hữu. Lo ngại trước thông tin này, Ủy ban GDCK Ấn Độ tuyên bố các biện pháp hạn chế P-Notes đã tạo cú sốc mạnh khiến chỉ số SENSEX sụt giảm 9%, mức sụt giảm tồi tệ nhất trong lịch sử). Ngoài ra còn có những lo ngại về việc thông tin không minh bạch sẽ xuất hiện hình thức rửa tiền.

Hoạt động đầu tư P-Notes ở Việt Nam

P-Notes đã xuất hiện ở Việt Nam trong thời gian dài, tuy nhiên thu hút sự chú ý của thị trường vào nửa cuối 2009 và 2010. Tại Việt Nam hiện nay có nhiều ngân hàng lớn tham gia phát hành P-Notes là Citigroup, Deutsche Bank, HSBC, Merrill Lynch, Standard Charter...

Theo chúng tôi tìm hiểu hoạt động của P-Notes thông qua các Ngân hàng đầu nước ngoài hoạt động ở Việt Nam có đặc điểm sau:

- Các Ngân hàng đều bỏ tiền xây dựng danh mục đầu tư, các cổ phiếu được mua vào phần lớn thuộc nhóm VN30 (thanh khoản cao, Công ty hoạt động tốt, có tính đại diện cho thị trường) sau đó chuyển đổi thành các chứng chỉ đầu tư P-Notes. Mỗi đơn vị P-Notes được đại diện cho 1 đơn vị tài sản ròng (NAV) của danh mục đầu tư cơ sở.
- NĐT nước ngoài mua P-Notes có thể nhận lãi từ cổ tức và chênh lệch giá bán giống như một chứng chỉ quỹ thông thường, mặt khác có thể mua bán bất cứ lúc nào như thương phiếu. Nắm

giữ P-Notes, nhà đầu tư tham gia gián tiếp vào TTCK Việt Nam mà không phải chịu bất cứ sự ràng buộc nào về mặt thủ tục hành chính, cũng không phải công khai thông tin về mình (Cơ quan chủ quản chỉ giám sát được qua hoạt động đầu tư danh mục cơ sở do Ngân hàng phát hành P-Notes thực hiện). NĐT quốc tế có thể chuyển đổi danh mục đầu tư từ thị trường chứng khoán Việt Nam sang các thị trường khác nhanh chóng nhờ mua bán tự do.

- Các Ngân hàng đầu tư (Đơn vị phát hành P-Notes) vừa thực hiện tăng giảm quy mô danh mục cơ sở để tăng giảm P-Notes lưu hành, vừa thực hiện vai trò trung gian thực hiện giao dịch P-Notes. Ngân đầu tư cũng cam kết sẽ phải hoàn trả khoản đầu tư dựa trên giá giao dịch hiện hành của P-Notes khi NĐT rút vốn.
- Quy mô đầu tư và phát hành P-Notes phụ thuộc vào chiến lược đầu tư ngân hàng, tiềm năng tăng trưởng thị trường, và nhu cầu nhà đầu tư mua P-notes. Quy mô đầu tư do vậy cũng sẽ điều chỉnh tăng, giảm dựa trên các yếu tố trên.

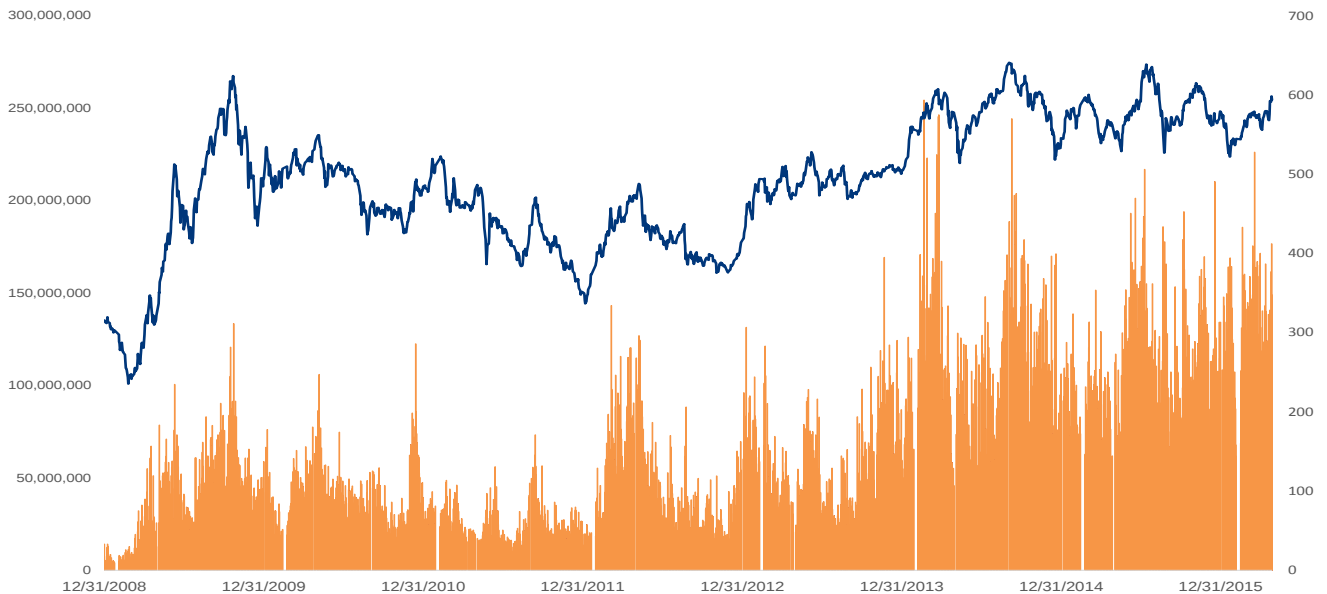
Vốn P-Notes không phải là hiện tượng mới mà đã tham gia ở thị trường Việt Nam trong 1 thời gian dài. Thị trường nhắc nhiều về dòng vốn này vào thời điểm nửa cuối năm 2009. Tại thời điểm này dòng vốn đầu tư mạnh vào thị trường sau khủng hoảng tạo ra tâm lý hoang mang lo ngại về tính bất ổn của dòng tiền sẽ tạo ra các biến động tiêu cực đến thị trường. Dù vậy thực tế chứng minh sau nhịp mua bán mạnh bất ổn, mua 1.796 tỷ trong tháng 7/2009 và bán 2.081 tỷ trong tháng 9/2010 thì dòng tiền ngoại mua ròng này khá ổn định và kéo dài suốt trong năm 2010. Dòng tiền này đã góp phần cho mức mua ròng kỷ lục hơn 15.250 tỷ của khối ngoại trong năm 2010. Giá trị giao dịch của khối ngoại/ giá trị giao dịch thị trường tăng từ 19.3% lên 21.9%, trong khi giá trị mua ròng/ giá trị thị trường tăng từ 0.8% lên 4%. Trong bối cảnh dòng vốn nội rút mạnh ra khỏi thị trường giai đoạn hậu gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 1 tỷ USD thì dòng vốn này đóng vai trò rất quan trọng giúp thị trường ổn định trong suốt năm 2010.

Bảng 01: Giá trị mua ròng của NĐT Nước ngoài năm 2009 & 2010 tại Việt Nam

	Năm 2009			Năm 2010		
	GT mua ròng NN (tỷ)	% GDNN/GTGD TT	% Mua ròng NN/GTGD TT	GT mua ròng NN (tỷ)	% GDNN/GTGD TT	% Mua ròng NN/GTGD TT
Tháng 1	81.4	35.4%	2.5%	567.2	13.0%	1.4%
Tháng 2	-132.9	32.9%	-3.8%	836.4	29.6%	4.7%
Tháng 3	153.8	23.5%	1.8%	635.4	11.7%	1.3%
Tháng 4	-104.8	18.3%	-0.6%	2312.7	16.5%	5.1%
Tháng 5	667.9	16.4%	2.2%	1130.2	12.4%	2.7%
Tháng 6	-103.7	15.1%	-0.2%	1401.3	21.7%	4.1%
Tháng 7	1796.9	21.8%	6.2%	554.9	15.9%	2.3%
Tháng 8	620.7	13.8%	1.3%	850.6	19.1%	3.4%
Tháng 9	-2081.9	14.6%	-3.0%	1160.7	20.0%	4.8%
Tháng 10	371.5	10.1%	0.4%	1527.6	31.3%	9.0%
Tháng 11	943.4	12.3%	1.8%	1357.4	43.7%	8.0%
Tháng 12	1112.3	18.0%	2.7%	2918.3	27.8%	7.1%
Tổng & BQ	3,324.6	19.3%	0.8%	15252.7	21.9%	4.0%

Nguồn: BCS tổng hợp

Đồ thị 1: Diễn biến thị trường VN-Index từ 2009 đến nay



Theo thông tin thị trường chưa được kiểm chứng cho rằng hoạt động mua của khối ngoại hiện tại đến chủ yếu từ P-notes được quản lý bởi các ngân hàng đầu tư như Morgan, Citibank, Standard Charter và Norges Bank và dòng tiền cho rằng từ Hong Kong và Trung Quốc.

Nhận định sơ bộ về dòng vốn P-Notes

Hoạt động mua vào dưới hình thức P-Notes trong hơn 1.200 tỷ khối ngoại mua ròng trong 3 tuần gần đây không thể thống kê chính xác và kiểm chứng. Dù vậy hoạt động mua ròng của khối ngoại trong thời điểm này đã đóng góp đáng kể vào sự hồi phục của thị trường. Một vài nhận xét về dòng vốn này hiện tại:

- Hoạt động mua vào của khối ngoại tập trung vào nhóm BCs lớn đang tạo hiệu ứng tăng điểm mạnh lên các chỉ số. VN-Index đang tăng điểm mạnh, thiết lập mức đỉnh mới và tiến sát mốc tâm lý 600 điểm.
- Nguy cơ giảm mạnh chưa hiện hữu khi hoạt động mua ròng của khối ngoại chỉ khoảng 3% – 5% giao dịch toàn thị trường, và trạng thái mua ròng tích lũy không lớn để tạo biến động mạnh trên thị trường khi xảy ra hoạt động rút vốn.
- Hoạt động dự báo thị trường trong ngắn hạn rất khó khăn do dòng vốn P-Notes không công bố công khai và rất khó xác định về quy mô, thời điểm thực hiện giao dịch. Mặt khác hiện tại nhà đầu tư ngoại có thể sử dụng nhiều công cụ khác nhau để tiếp cận thị trường chứng khoán Việt Nam nhanh chóng như đầu tư vào quỹ mở, quỹ đóng và ETFs được niêm yết ở nước ngoài. Việc khối ngoại đẩy mạnh qua kênh P-Notes thời điểm hiện tại vẫn là câu hỏi chưa có trả lời thích đáng.

Mặc dù vẫn còn nhiều điểm chưa rõ ràng về dòng vốn P-Notes, sự quay trở lại của dòng vốn này tại TTCK Việt Nam trong bối cảnh dòng vốn nước ngoài từ các kênh đầu tư gián tiếp hiện hữu (Quỹ mở, quỹ đóng và ETF) có dấu hiệu bão hòa vẫn được xem là tín hiệu rất tích cực với dòng tiền và thanh khoản thị trường.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

