

# HOÀN THIỆN CÁC QUY ĐỊNH PHÁP LUẬT VỀ CHÀO BÁN TRÁI PHIẾU RIÊNG LẺ Ở VIỆT NAM HIỆN NAY

BÙI HỮU TOÀN \*

**Tóm tắt:** Trong vài năm trở lại đây, chào bán trái phiếu riêng lẻ là một trong những phương thức phổ biến mà các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng... sử dụng để huy động vốn do tính chất linh hoạt và điều kiện chào bán đơn giản. Tuy nhiên, sự phát triển quá nóng của thị trường trái phiếu nói chung và thị trường trái phiếu riêng lẻ nói riêng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, bất lợi đối với nhà đầu tư. Bài viết tập trung phân tích các quy định pháp luật cũng như thực trạng hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ, từ đó đưa ra một số đề xuất hoàn thiện pháp luật điều chỉnh hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam hiện nay.

**Từ khoá:** Thị trường trái phiếu; chào bán trái phiếu riêng lẻ; nhà đầu tư chuyên nghiệp

Nhận bài: 28/6/2022

Hoàn thành biên tập: 20/3/2023

Duyệt đăng: 20/3/2023

COMPLETING LEGAL PROVISIONS ON PRIVATE BOND OFFERINGS IN VIETNAM TODAY

**Abstract:** In the past few years, private placement of bonds is one of the popular methods that real estate companies, construction companies, etc use to raise funds, because it is very flexible and simple. However, the overheating development of the bond market in general and the individual bond market in particular also has many potential risks and disadvantages for investors. The article focuses on analyzing the legal provisions as well as the current situation of private bond offering activities, thereby making some suggestions on improving the law governing private placement of bonds in Vietnam today.

**Keywords:** Bond market; private bond offering; professional investors

Received: June 28<sup>th</sup>, 2022; Editing completed: Mar 20<sup>th</sup>, 2023; Accepted for publication: Mar 20<sup>th</sup>, 2023

## 1. Khái quát về hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ

Chào bán trái phiếu nói chung và chào bán trái phiếu riêng lẻ nói riêng từ lâu đã là hoạt động quen thuộc của các doanh nghiệp. Dưới góc độ kinh tế có thể hiểu hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ là phương thức huy động vốn trực tiếp của doanh nghiệp từ một số lượng giới hạn các cá nhân,

tổ chức trong xã hội mà không thông qua trung gian tài chính. Về mặt pháp lý, mỗi quốc gia quy định cụ thể về các trường hợp được coi là chào bán chứng khoán riêng lẻ khác nhau. Theo quy định của Luật Chứng khoán Hoa Kỳ năm 1933 (The Securities Act 1933): “Các công ti chào bán chứng khoán riêng lẻ có thể huy động số tiền không giới hạn và bán chứng khoán cho các nhà đầu tư chứng khoán được công nhận. Không được chào bán hoặc quảng cáo rộng rãi về đợt chào bán; không được bán chứng khoán cho

\* Tiến sĩ, Học viện Ngân hàng  
E-mail: toanbh@hvn.edu.vn

hơn 35 nhà đầu tư không được công nhận (tất cả các nhà đầu tư không được công nhận, cá nhân hoặc với đại diện người mua, phải đáp ứng tiêu chuẩn pháp lý là có đủ kiến thức và kinh nghiệm trong các vấn đề tài chính và kinh doanh để có thể đánh giá giá trị và rủi ro của khoản đầu tư tiềm năng)<sup>1</sup>. Ở Hoa Kỳ, hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ chủ yếu hướng tới một số ít các nhà đầu tư được lựa chọn: “Bao gồm những chủ thể có mối quan hệ mật thiết với tổ chức phát hành, nhà đầu tư được công nhận (nhà đầu tư chuyên nghiệp) và nhà đầu tư tổ chức”<sup>2</sup>. Có thể kể đến một số loại nhà đầu tư thường nắm giữ chứng khoán riêng lẻ như: công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, ngân hàng đầu tư... các nhà đầu tư này có xu hướng nắm giữ chứng khoán riêng lẻ của doanh nghiệp trong một thời gian dài. Ở Trung Quốc, hiện nay không có định nghĩa cụ thể về chào bán chứng khoán riêng lẻ, tuy nhiên Luật Chứng khoán sửa đổi, bổ sung năm 2019 (Securities Law of the People's Republic of China) có quy định về chào bán chứng khoán ra công chúng như sau: “Hoạt động chào bán được coi chào bán ra công chúng theo một trong các trường hợp sau: 1) Phát hành chứng khoán cho các nhà đầu tư không cụ thể; 2) Phát hành chứng khoán cho các nhà đầu tư cụ thể với số lượng tổng hợp từ 200 người trở lên không

bao gồm số lượng nhân viên của tổ chức phát hành tham gia phương án sở hữu cổ phiếu cho người lao động theo quy định của pháp luật; 3) Các hành vi phát hành khác theo quy định của pháp luật và các quy định hành chính. Bất kì phương tiện quảng cáo, chào mời chung chung hoặc bất kì hình thức chào bán công khai trả hình nào sẽ không được áp dụng cho việc chào bán chứng khoán không ra công chúng” và các trường hợp còn lại được coi là chào bán chứng khoán riêng lẻ<sup>3</sup>. Ở Việt Nam, chào bán chứng khoán riêng lẻ được quy định cụ thể từ Luật Chứng khoán năm 2006 (sửa đổi, bổ sung năm 2010) đến Luật Chứng khoán năm 2019, theo đó chào bán chứng khoán riêng lẻ là việc chào bán chứng khoán không thuộc trường hợp chào bán chứng khoán ra công chúng và theo một trong các phương thức sau: “a) Chào bán cho dưới 100 nhà đầu tư, không kể nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; b) Chỉ chào bán cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp” (khoản 20 Điều 4).

Như vậy, về bản chất, việc chào bán chứng khoán riêng lẻ nói chung và chào bán trái phiếu riêng lẻ nói riêng là hoạt động chào bán hướng đến một số lượng giới hạn các nhà đầu tư và đa phần là nhà đầu tư chuyên nghiệp - những người có đủ năng lực, trình độ chuyên môn và thông tin thị trường để tiếp cận các loại hình sản phẩm đặc thù này. Ưu điểm chính của phương thức chào bán trái phiếu riêng lẻ là tổ chức phát

<sup>1</sup> Rule 506(b), Section 4(a)(2) of the Securities Act. <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/rule506b>, truy cập 18/3/2023.

<sup>2</sup> Comptroller of the Currency Administrator of National Banks (March 1990), Private placements: Comptroller's Handbook (PDF), US Department of the Treasury, truy cập 18/3/2023.

<sup>3</sup> Điều 9 Luật Chứng khoán Trung Quốc sửa đổi, bổ sung năm 2019, <http://www.npc.gov.cn/englishnpc/c23934/202109/9886ca6f805e4663a9a725d6f72066dd.shtml>, truy cập 17/3/2023.

hành thường không phải tuân theo các quy định nghiêm ngặt như đối với chào bán ra công chúng (quy định về trình tự, thủ tục chào bán, quy định về công bố thông tin, quy định về xếp hạng tín nhiệm...). Tổ chức phát hành sẽ tiết kiệm chi phí và thời gian khi thực hiện hoạt động chào bán riêng lẻ. Bởi lẽ, đối với việc chào bán trái phiếu ra công chúng, tổ chức phát hành thường phải chi trả chi phí bảo lãnh phát hành đáng kể (để đảm bảo sự thành công của đợt phát hành) hay chi phí cho hoạt động xếp hạng tín nhiệm để đủ điều kiện chào bán ra công chúng. Hơn nữa, các giao dịch chào bán riêng lẻ có thể được xây dựng tùy chỉnh để đáp ứng nhu cầu tài chính của cả tổ chức phát hành và nhà đầu tư, do đó rút ngắn được thời gian và tăng độ thành công của đợt chào bán. Do đó, ở các quốc gia, nhiều tổ chức phát hành đã lựa chọn huy động vốn thông qua chào bán riêng lẻ thay vì chào bán ra công chúng. Như ở Mỹ, năm 2019, số vốn doanh nghiệp huy động được thông qua chào bán chứng khoán riêng lẻ là khoảng 2,7 nghìn tỉ đô la, nhiều hơn số vốn huy động được thông qua chào bán ra công chúng chỉ khoảng 1,2 nghìn tỉ đô la<sup>4</sup>.

Tuy nhiên, hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ cũng có những điểm hạn chế nhất định như: doanh nghiệp thường sẽ phải chấp nhận chi trả một mức lãi suất cao để thu hút các nhà đầu tư tham gia vào đợt chào bán; chào bán riêng lẻ giới hạn số lượng và sự đa dạng của các nhà đầu tư tham gia, do đó việc

chào bán trái phiếu riêng lẻ có thể khó khăn hơn so với việc chào bán trái phiếu ra công chúng. Về phía nhà đầu tư, việc tham gia vào các đợt chào bán riêng lẻ dù có thể mang lại cơ hội có được mức lợi nhuận tốt, tuy nhiên rủi ro cũng rất lớn do đó thường chỉ dành cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

## **2. Hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam**

Trong những năm gần đây, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam có xu hướng phát triển nhanh với sự gia tăng cả về giá trị của đợt phát hành và số lượng doanh nghiệp huy động vốn. Điều này xuất phát từ thực tế ngành ngân hàng đang đẩy mạnh tái cơ cấu, hoạt động cấp tín dụng cho các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản, xây dựng ngày càng siết chặt. Doanh nghiệp muốn có thêm vốn để phục vụ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh phải tìm kiếm những phương án thay thế cho nguồn vốn ngân hàng. Lúc này phát hành trái phiếu riêng lẻ nổi lên như một phương án tối ưu với những ưu điểm về thủ tục đơn giản, chi phí huy động vốn hợp lý. Đối với nhà đầu tư, sản phẩm trái phiếu doanh nghiệp cũng đang trở thành một sản phẩm hấp dẫn trên thị trường với mức lãi suất cao và tính thanh khoản tốt. Theo số liệu từ Bộ Tài chính, “trong quý I/2022, khối lượng trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ tại Việt Nam đạt 138,8 nghìn tỉ đồng, tăng mạnh so với cùng kì năm 2021. Doanh nghiệp bất động sản và xây dựng là 02 nhóm phát hành nhiều nhất trong quý I/2022, chiếm lần lượt 50,98% và 18,87%; các ngân hàng thương mại chiếm 4,85%, các

<sup>4</sup> Trey Proffitt (2022), “Modernizing The Accredited Investor Definition”, *Securities Regulation Law Journal*, Volume 50, Issue 2.

doanh nghiệp thương mại dịch vụ chiếm 6,8%, doanh nghiệp sản xuất chiếm 9,2%. Trong tháng 4/2022, chủ yếu là trái phiếu do các tổ chức tín dụng phát hành (chiếm 63,4%), trái phiếu của nhóm bất động sản chiếm 11,6%<sup>5</sup>.

Tuy nhiên, sự phát triển quá nóng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp mà đặc biệt là trái phiếu riêng lẻ cũng tiềm ẩn nhiều nguy cơ rủi ro. Hiện nay xuất hiện ngày càng nhiều các trường hợp doanh nghiệp có mục đích phát hành chưa minh bạch, lòng vòng trong việc sử dụng vốn, quy mô doanh nghiệp nhỏ và vừa, trong khi khối lượng phát hành trái phiếu lớn. Có thể kể đến một số vụ việc điển hình như thương vụ phát hành trong tháng 1/2020 của Công ty cổ phần Đầu tư phát triển bất động sản TNR Holdings Việt Nam - một thành viên của Tập đoàn đầu tư TNG - thực hiện tới 60 đợt phát hành, chiếm quá nửa trong tổng số 102 thương vụ phát hành trái phiếu thành công trên toàn thị trường trong tháng. Đây đều là trái phiếu phát hành riêng lẻ, không có tài sản đảm bảo. Hay như trường hợp của Công ty cổ phần Đầu tư và cho thuê tài sản TNL, đơn vị chuyên kinh doanh mặt bằng cao ốc văn phòng, trung tâm thương mại và mặt bằng bán lẻ cũng triển khai liên tục các đợt phát hành trái phiếu trong cùng một khoảng thời gian ngắn; từ ngày 11/4/2019 - 02/7/2019,

Công ty tiến hành 37 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp; trước đó, từ ngày 28/01/2019 - 30/3/2019, Công ty phát hành 15 đợt; từ ngày 24/12/2018 - 31/1/2019, Công ty phát hành tới 21 đợt... Tổng giá trị của các đợt phát hành cũng thường gấp rất nhiều lần vốn chủ sở hữu, lãi suất của các đợt phát hành rất cao, có khi lên đến gần 20%/năm và ít khi được công khai<sup>6</sup>. Bên cạnh đó, nhiều trái phiếu doanh nghiệp hiện nay thường không có tài sản bảo đảm hoặc có tài sản đảm bảo nhưng chất lượng tài sản bảo đảm cần phải xem xét, đặc biệt là trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản. Với các doanh nghiệp này khi phát hành trái phiếu thường sẽ sử dụng tài sản bảo đảm là các dự án, tài sản hình thành trong tương lai hoặc cổ phiếu của doanh nghiệp. Trường hợp này giá trị của các tài sản đảm bảo thường không định giá được chính xác hoặc có biến động mạnh theo diễn biến thị trường<sup>7</sup>. Ngoài những rủi ro đến từ tổ chức phát hành, rủi ro trong hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ còn đến từ chính nhà đầu tư và các tổ chức kinh doanh chứng khoán. Hiện nay, một hiện tượng phổ biến đang diễn ra trên thị trường trái phiếu riêng lẻ đó là nhà đầu tư cá nhân không đủ điều kiện là nhà đầu tư chứng

<sup>5</sup> Bộ Tài chính, *Thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 và các tháng đầu năm 2022: tiếp tục hoàn thiện pháp luật và tăng cường quản lý giám sát để phát triển thị trường an toàn, minh bạch, bền vững*, [https://mof.gov.vn/webcenter/portal/tttc/pages\\_r/l/chi-tiet-tin-tuc-tai-chinh?dDocName=MOFU\\_CM232479](https://mof.gov.vn/webcenter/portal/tttc/pages_r/l/chi-tiet-tin-tuc-tai-chinh?dDocName=MOFU_CM232479), truy cập 18/3/2023.

<sup>6</sup> Nguyễn Hữu (2020), *Mối lo doanh nghiệp... gọi vốn trái phiếu quá đà*, <https://tinnhanhchungkhoan.vn/trai-phieu/moi-lo-doanh-nghiep-goi-von-trai-phieu-qu-a-da-316927.html>, truy cập 18/3/2023.

<sup>7</sup> Bông Mai (2021), *Bộ Tài chính ghi nhận 2 doanh nghiệp và 1 công ty chứng khoán vi phạm về phát hành trái phiếu*, <https://tuoitre.vn/bo-tai-chinh-ghi-nhan-2-doanh-nghiep-va-1-cong-ty-chung-khoan-vi-pham-ve-phat-hanh-trai-phieu-2021120320061136.htm>, truy cập 18/3/2023.

khoán chuyên nghiệp nhưng vẫn được công ti chứng khoán, ngân hàng thương mại hỗ trợ xác nhận tư cách “nhà đầu tư chuyên nghiệp” để tham gia vào các đợt chào bán trái phiếu riêng lẻ. Không phải tự nhiên mà pháp luật thường quy định các đợt chào bán trái phiếu riêng lẻ chỉ dành cho nhà đầu tư chuyên nghiệp bởi trái phiếu riêng lẻ thường được đánh giá là có độ rủi ro cao (do điều kiện phát hành thường đơn giản, tổ chức phát hành ít chịu các ràng buộc pháp lý chặt chẽ như chào bán ra công chúng), do đó chỉ có nhà đầu tư chuyên nghiệp - những người có đủ năng lực tài chính lớn để chống chịu rủi ro; trình độ chuyên môn và kinh nghiệm đầu tư để đánh giá chính xác về các loại trái phiếu mới được phép tham gia đầu tư. Việc các nhà đầu tư không chuyên nghiệp tìm mọi cách “lách luật” để tham gia các đợt chào bán riêng lẻ sẽ tạo ra những rủi ro cực kỳ lớn cho chính bản thân họ. Đặc biệt trong các năm 2021 - 2022 nhiều vụ vi phạm pháp luật điển hình liên quan đến thị trường trái phiếu đã bị xử lý. Tiêu biểu nhất là vụ việc của Tập đoàn Tân Hoàng Minh khi ngày 03/4/2022, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã ra quyết định huỷ bỏ 09 đợt phát hành trái phiếu của Công ti Ngôi Sao Việt, Công ti Cung điện Mùa đông, Công ti Soleil thuộc Tập đoàn này do có hành vi công bố thông tin sai sự thật, che giấu thông tin trong hoạt động phát hành trái phiếu riêng lẻ<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Quyết định số 181/QĐ-UBCK ngày 03/4/2022 huỷ bỏ 09 đợt chào bán trái phiếu từ tháng 7/2021 đến tháng 3/2022 với tổng trị giá 10.030 tỉ đồng của các Công ti Ngôi

Có nhiều nguyên nhân dẫn đến thực trạng hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam hiện nay còn lộn xộn và tiềm ẩn rủi ro, trong đó có những hạn chế, bất cập của pháp luật điều chỉnh hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ. Vì vậy, cần nhanh chóng sửa đổi, bổ sung và hoàn thiện các quy định pháp luật về chào bán trái phiếu riêng lẻ để đảm bảo phát triển một thị trường trái phiếu an toàn và bền vững.

### **3. Một số bất cập của quy định pháp luật về chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam**

Hiện nay vấn đề chào bán trái phiếu riêng lẻ của doanh nghiệp được điều chỉnh bởi nhiều văn bản quy phạm pháp luật như: Luật Chứng khoán năm 2019; Luật Doanh nghiệp năm 2020; Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 hướng dẫn Luật Chứng khoán; Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế và các Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định số 153/2020/NĐ-CP. Theo quy định của Luật Chứng khoán năm 2019 có sự phân biệt trong việc điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ: 1) hoạt động chào bán chứng khoán riêng lẻ của tổ chức phát hành không phải là công ti đại chúng thực hiện theo quy định của Luật Doanh nghiệp và quy định khác của pháp luật có liên quan (Điều 30), trong khi hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ của các

Sao Việt, Công ti Cung điện Mùa Đông, Công ti Soleil thuộc Tập đoàn Tân Hoàng Minh.

công ti đại chúng, công ti chứng khoán, công ti quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được điều chỉnh bởi quy định của Luật Chứng khoán năm 2019 (Điều 31) và Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Ngày 31/12/2020, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 153/2020/NĐ-CP để quy định chung về hoạt chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước. Sự ra đời của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP được cho là một bước hoàn thiện các quy định về chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam khi đã khắc phục được nhiều điểm hạn chế trong quy định tại Nghị định số 163/2018/NĐ-CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, Nghị định số 81/2020/NĐ-CP sửa đổi Nghị định số 163/2018/NĐ-CP quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp<sup>9</sup>. Tuy nhiên, sau 3 năm thực thi trên thực tế, trước những biến động khó lường của thị trường trái phiếu Việt Nam, Nghị định số 153/2020/NĐ-CP đã bộc lộ một số điểm hạn chế và buộc các cơ quan quản lý nhà nước phải có kế hoạch sửa đổi. Trong hai năm 2022 và 2023 Chính phủ ban hành liên tiếp hai Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định số 153/2020/NĐ-CP bao gồm: Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi Nghị định số 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế; Nghị định số 08/2023/NĐ-CP sửa đổi và

ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế. Mặc dù các quy định về phát hành trái phiếu nói chung và phát hành trái phiếu riêng lẻ nói riêng đã được sửa đổi, bổ sung cho phù hợp với yêu cầu của thực tế, tuy nhiên vẫn còn một số vấn đề cần phải trao đổi thêm, cụ thể là:

*Thứ nhất*, quy định về điều kiện, nguyên tắc chào bán trái phiếu riêng lẻ

Điều kiện về việc chào bán trái phiếu riêng lẻ nói chung được quy định tại Điều 9 Nghị định số 153/NĐ-CP, ngoài ra với các doanh nghiệp chuyên ngành chứng khoán, ngân hàng... thì còn phải đáp ứng các quy định của pháp luật chuyên ngành. Về cơ bản, doanh nghiệp khi muốn chào bán các loại trái phiếu riêng lẻ sẽ phải đảm bảo các điều kiện bao gồm: doanh nghiệp được thành lập và hoạt động theo pháp luật Việt Nam; có đủ khả năng thanh toán trái phiếu và thanh toán các khoản nợ trước đợt chào bán trái phiếu; đáp ứng các tỉ lệ an toàn tài chính, an toàn trong hoạt động; có các phương án phát hành được chấp thuận; có báo cáo tài chính năm trước liền kề của năm phát hành được kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán đủ điều kiện; đối tượng tham gia chào bán đúng quy định. Riêng đối với chào bán trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm chứng quyền thì cần thêm một số điều kiện như: doanh nghiệp phát hành phải là công ty cổ phần; các đợt chào bán phải cách nhau ít nhất 06 tháng kể từ ngày hoàn thành đợt

<sup>9</sup> Phan Phương Nam (2020), “Pháp luật về chào bán riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp: bất cập và kiến nghị hoàn thiện”, *Tạp chí Nghiên cứu lập pháp*, số 21 (421).

chào bán gần nhất; việc chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu, thực hiện chứng quyền phải đáp ứng quy định về tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài.

Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định số 153/2020/NĐ-CP đưa thêm yêu cầu quan trọng trong hồ sơ chào bán trái phiếu riêng lẻ là phải có: “*Kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu nếu doanh nghiệp phát hành thuộc các trường hợp phải xếp hạng tín nhiệm và thời điểm áp dụng theo quy định tại khoản 2 Điều 19 và khoản 3 Điều 310 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP*”<sup>10</sup> (thời điểm áp dụng quy định này là từ ngày 01/01/2023). Đương nhiên, đây là một quy định cần thiết nhằm đảm bảo tính khách quan, minh bạch cũng như bảo vệ được tốt nhất quyền và lợi ích của nhà đầu tư tham gia vào các đợt chào bán riêng lẻ. Vấn đề là việc tổ chức thực hiện quy định này trên thực tế không hề đơn giản khi hoạt động xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu doanh nghiệp (thậm chí kể cả trái phiếu được phát hành ra công chúng) ở Việt Nam còn hạn chế. Các quy định cụ thể về tiêu chuẩn, điều kiện, thủ tục xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp cũng chưa thực sự đầy đủ, đồng bộ. Trên thị trường hiện nay chỉ có hai tổ chức thực hiện dịch vụ xếp hạng tín nhiệm là Fii Ratings và Công ty cổ phần Sài Gòn Phát Thịnh Rating<sup>11</sup>. Trong năm 2021, 2022 Fii

Ratings chỉ công bố xếp hạng tín nhiệm cho một số doanh nghiệp lớn là Công ty Tài chính cổ phần Tín Việt (VietCredit) và Công ty cổ phần Bamboo Capital (BCG), Công ty cổ phần Đầu tư Văn Phú - Invest, Công ty Chứng khoán MB (MBS)...<sup>12</sup> Thực tế cho thấy hoạt động xếp hạng tín nhiệm cho các doanh nghiệp ở Việt Nam còn mới, do đó việc quy định bắt buộc phải có kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu (trường hợp phải xếp hạng tín nhiệm) trong hồ sơ chào bán vào thời điểm ngày 01/01/2023 là chưa khả thi. Đây cũng là lí do mà quy định về xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ đã bị tạm ngưng thực hiện cho đến hết ngày 31/12/2023 theo quy định tại Điều 3 Nghị định số 08/2023/NĐ-CP. Cần nhìn nhận vấn đề ở đây không phải xuất phát từ bản thân quy định mà ở việc tổ chức thực hiện cũng như các quy định về xếp hạng tín nhiệm kèm theo. Nếu các cơ quan quản lí nhà nước, đặc biệt là Bộ Tài chính không gia tăng số lượng tổ chức cung cấp dịch vụ xếp hạng tín nhiệm được cấp phép, đồng thời hoàn thiện quy định về quy trình xếp hạng tín nhiệm và đặc biệt là có lộ trình để xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp trên quy mô rộng thì đến hết năm 2023 quy định này chưa chắc đã có thể thực hiện trên thực tế.

---

và thách thức”, *Tạp chí Thị trường tài chính tiền tệ*, số 9.

<sup>10</sup> Khoản 9 Điều 1 Nghị định số 65/2022/NĐ-CP.

<sup>11</sup> Trần Kim Long, Liêu Cập Phú (2022), “Thực trạng thị trường xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam: Cơ hội

<sup>12</sup> FiiRatings sẽ công bố xếp hạng tín nhiệm 10 nhà phát hành đến cuối năm 2021, <https://kinhtevedu.vn/fiiratings-se-cong-bo-xep-hang-tin-nhiem-10-nha-phat-hanh-den-cuoi-nam-2021-18908.html>, truy cập 18/3/2023.

*Thứ hai*, quy định về quyền tiếp cận thông tin của nhà đầu tư trong chào bán trái phiếu riêng lẻ

Thông tin được coi là vấn đề cốt lõi trong sự thành công của các đợt chào bán chứng khoán nói chung và chào bán trái phiếu riêng lẻ nói riêng. Việc nhà đầu tư được tiếp cận thông tin một cách chính xác, nhanh chóng, kịp thời sẽ giúp họ đưa ra được các quyết định chính xác. Hiện nay theo quy định tại Nghị định số 153/2020/NĐ-CP và các văn bản sửa đổi, bổ sung, doanh nghiệp phát hành trái phiếu có trách nhiệm thực hiện công bố thông tin đầy đủ, kịp thời cho nhà đầu tư; các thông tin phải rõ ràng và doanh nghiệp phát hành phải chịu trách nhiệm trước pháp luật về nội dung và tính chính xác, trung thực của thông tin công bố. Doanh nghiệp phát hành không được đưa ra các thông tin mang tính chất mời chào và không thông qua các phương tiện thông tin đại chúng (trừ trường hợp công bố thông tin theo quy định của pháp luật về công bố thông tin trên thị trường chứng khoán). Nghị định số 153/2020/NĐ-CP và các văn bản sửa đổi cũng đưa ra các trường hợp doanh nghiệp phải công bố thông tin liên quan đến trái phiếu riêng lẻ như: công bố thông tin trước đợt chào bán trái phiếu của doanh nghiệp; công bố thông tin về kết quả chào bán trái phiếu; công bố thông tin định kì; công bố thông tin bất thường của doanh nghiệp...

Tuy nhiên, có một vấn đề mà cả Nghị định số 153/2020/NĐ-CP và các văn bản quy định về vấn đề công bố thông tin trên thị trường chứng khoán ít đề cập đó là quyền yêu cầu cung cấp thông tin chủ động của nhà

đầu tư. Quyền tiếp cận của nhà đầu tư với các thông tin trên thị trường chứng khoán thường là một quyền mang tính bị động, nghĩa là việc thực hiện quyền này được đảm bảo thông qua nghĩa vụ công bố thông tin của các tổ chức phát hành. Trường hợp nhà đầu tư mua cổ phiếu thì có thể yêu cầu được cung cấp thông tin với tư cách cổ đông của công ti. Tuy nhiên, với các nhà đầu tư tham gia mua trái phiếu nói chung và trái phiếu riêng lẻ nói riêng hầu như không có quy định nào liên quan đến việc nhà đầu tư được yêu cầu tổ chức phát hành cung cấp các thông tin đặc biệt là các thông tin về tình hình sử dụng vốn huy động từ đợt chào bán trái phiếu. Điều này khiến cho nhà đầu tư luôn ở thế bị động và khó có thể tự bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của mình khi bị xâm phạm.

*Thứ ba*, quy định về trách nhiệm cung cấp thông tin của các tổ chức đóng vai trò tư vấn hồ sơ chào bán trái phiếu và đấu thầu, bảo lãnh, đại lí phát hành trái phiếu

Theo quy định tại điểm c khoản 2 Điều 12 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP, doanh nghiệp khi chuẩn bị hồ sơ chào bán trái phiếu riêng lẻ phải có hợp đồng kí kết với tổ chức tư vấn về hồ sơ chào bán trái phiếu và hợp đồng kí kết với tổ chức đấu thầu, bảo lãnh, đại lí phát hành trái phiếu. Các tổ chức tư vấn về hồ sơ chào bán trái phiếu và tổ chức đấu thầu, bảo lãnh, đại lí phát hành trái phiếu thường sẽ là những người nắm khá rõ về tình hình doanh nghiệp phát hành, đồng thời đánh giá được đầy đủ về những rủi ro liên quan đến trái phiếu riêng lẻ. Tuy nhiên, hiện nay các quy định của pháp luật chủ yếu tập trung vào nghĩa vụ báo cáo thông tin của các tổ chức



này đối với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước mà ít quy định về nghĩa vụ công bố thông tin đối với nhà đầu tư, đặc biệt là nghĩa vụ công bố thông tin tổ chức tư vấn hồ sơ chào bán trái phiếu. Đối với tổ chức đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành trái phiếu là những tổ chức có thực hiện việc công bố thông tin với nhà đầu tư, tuy nhiên hiện nay vẫn có tình trạng các tổ chức này cung cấp không chính xác, không đầy đủ thông tin và chào mời cho sai đối tượng nhà đầu tư mà chưa phải chịu chế tài xử phạt phù hợp.

*Thứ tư*, quy định về nhà đầu tư tham gia mua trái phiếu riêng lẻ

Hiện nay theo quy định của pháp luật Việt Nam, không phải nhà đầu tư chứng khoán nào cũng được tham gia mua trái phiếu từ các đợt chào bán trái phiếu riêng lẻ. Theo quy định tại Điều 8 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP đối tượng mua trái phiếu riêng lẻ chỉ bao gồm nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và nhà đầu tư chiến lược. Cụ thể là đối với trái phiếu không chuyển đổi không kèm chứng quyền chỉ có nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp mới được mua. Đối với trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu kèm chứng quyền thì nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp và nhà đầu tư chiến lược có thể tham gia mua trong đó số lượng nhà đầu tư chiến lược phải đảm bảo dưới 100 nhà đầu tư. Nhà đầu tư chuyên nghiệp được chia thành nhiều nhóm: các ngân hàng, tổ chức tài chính, doanh nghiệp có vốn lớn (trên 100 tỉ) hoặc đã niêm yết, người có chứng chỉ hành nghề chứng khoán, cá nhân nắm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu là 02

tỉ...<sup>13</sup>. Thông thường tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân sẽ do các công ti chứng khoán thực hiện, tuy nhiên trong Nghị định số 153/2020/NĐ-CP chưa có quy định cụ thể về thời điểm nhà đầu tư cần được xác nhận tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp gây khó khăn cho cả công ti chứng khoán và nhà đầu tư trong quá trình xác nhận tư cách. Vấn đề này được Nghị định số 65/2022/NĐ-CP giải quyết khi đưa ra quy định cụ thể về thời điểm cần xác nhận tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp: “*Việc xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân theo quy định tại điểm d khoản 1 Điều 11 Luật Chứng khoán để mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ phải đảm bảo danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch do nhà đầu tư nắm giữ có giá trị tối thiểu 02 tỉ đồng được xác định bằng giá trị thị trường bình quân theo ngày của danh mục chứng khoán trong thời gian tối thiểu 180 ngày liền kề trước ngày xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, không bao gồm giá trị vay giao dịch ký quỹ và giá trị chứng khoán thực hiện giao dịch mua bán lại. Việc xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp tại điểm này có giá trị trong vòng 03 tháng kể từ ngày được xác nhận*” (khoản 6 Điều 1). Cần thấy rằng việc xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân căn cứ vào giá trị danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch do nhà đầu tư nắm giữ tối thiểu 02 tỉ đồng không phải là một quy định mới, vẫn

<sup>13</sup> Xem thêm quy định tại Điều 11 Luật Chứng khoán năm 2019.

đề này đã từng được quy định trong Luật Chứng khoán năm 2019 (điểm d khoản 1 Điều 11). Nghị định số 65/2022/NĐ-CP đưa ra quy định mang tính chi tiết hóa cách thức và thời điểm xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân. Tuy nhiên đến năm 2023, Chính phủ tiếp tục ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP sửa đổi và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các Nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế. Trong đó, quy định về việc xác định tư cách nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân vừa được đưa vào Nghị định số 65/2022/NĐ-CP đã bị tạm ngưng thực hiện cho đến hết ngày 31/12/2023<sup>14</sup>. Một số quan điểm cho rằng việc tạm ngưng thực hiện quy định về việc xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân ở giai đoạn này là cần thiết tạo điều kiện để những nhà đầu tư dưới chuẩn tiếp tục được mua trái phiếu mới, giúp doanh nghiệp có thêm thời gian đảo nợ<sup>15</sup>. Tuy nhiên, khi xem xét vấn đề này dưới góc độ của nhà đầu tư, dễ thấy đây là quy định chưa thực sự hướng tới bảo vệ quyền lợi của họ. Bởi việc tạm ngưng thực hiện quy định về việc xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân vô hình chung cho phép ngay cả những nhà đầu tư chưa đủ điều kiện

được tham gia vào thị trường trái phiếu riêng lẻ - một thị trường có độ rủi ro cao. Điều này khiến cho nguy cơ nhà đầu tư vì thiếu hiểu biết, kiến thức, kinh nghiệm sẽ mất toàn bộ số tiền đầu tư vào trái phiếu của doanh nghiệp yếu kém nhưng có mức lãi suất cao. Đây cũng là quy định đi ngược lại với các thông lệ chung của thế giới khi mà xu thế chung của các thị trường trái phiếu phát triển là ngày càng gia tăng điều kiện (đặc biệt là về năng lực tài chính và kiến thức) đối với nhà đầu tư cá nhân tham gia vào thị trường trái phiếu riêng lẻ<sup>16</sup>. Ngày 26/8/2020, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ (SEC) đã thông qua quy tắc sửa đổi định nghĩa về “nhà đầu tư được công nhận” theo Quy tắc 501(a) của Quy định D của Đạo luật Chứng khoán (the Securities Act) theo đó công nhận các cá nhân có chứng nhận hoặc chứng chỉ chuyên môn hoặc là nhân viên có chuyên môn cao của các quỹ đầu tư và một số trường hợp khác<sup>17</sup>.

Một vấn đề nữa cần xem xét liên quan đến nhà đầu tư chuyên nghiệp đó là Nghị định số 153/2020/NĐ-CP cũng như các văn bản sửa đổi, bổ sung hiện không có sự phân biệt về quyền đầu tư giữa nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là tổ chức. Ở nhiều thị trường chứng khoán trên thế giới hiện nay, việc phân biệt các loại nhà đầu tư chuyên nghiệp khác nhau được áp dụng khá phổ biến. Ví dụ như ở Hồng Kong nhà đầu

<sup>14</sup> Khoản 1 Điều 3 Nghị định số 08/2023/NĐ-CP.

<sup>15</sup> Giang Oanh (2022), *Sửa Nghị định 65 sẽ giải quyết những vấn đề bất cập về trái phiếu hiện nay*, <https://baochinhphu.vn/sua-nghi-dinh-65-se-giai-quyet-nhung-van-de-bat-cap-ve-trai-phiieu-hien-nay-102221222105937781.htm>, truy cập 18/3/2023.

<sup>16</sup> Christopher R. Zimmerman (2019), *Accredited Investors: A Need for Increased Protection in Private Offerings*, 114 Nw. U. L. Rev. 507.

<sup>17</sup> <https://www.kmklaw.com/newsroom-publications-818>, truy cập 19/3/2023.

tư chứng khoán chuyên nghiệp được phân biệt thành ba loại:

1) Các định chế đầu tư chuyên nghiệp (Institutional Professional Investors), chẳng hạn như các công ty kinh doanh ngoại hối hoặc trung tâm thanh toán bù trừ, các nhà cung cấp dịch vụ đầu tư, các tổ chức tài chính, công ty bảo hiểm, các đơn vị của nhà nước, v.v.;

2) Các nhà đầu tư chuyên nghiệp là doanh nghiệp (Corporate Professional Investors), chẳng hạn như các công ty uỷ thác, các tổng công ty hoặc các công ty hợp danh đáp ứng các ngưỡng tiền tệ bắt buộc và các phương tiện đầu tư của công ty thuộc sở hữu hoàn toàn của nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân hoặc nhà đầu tư chuyên nghiệp của doanh nghiệp;

3) Các nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân (Individual Professional Investors), là các cá nhân đáp ứng các ngưỡng tiền tệ bắt buộc<sup>18</sup>.

Với các chủ thể khi giao dịch với nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân sẽ phải chịu nhiều ràng buộc về nghĩa vụ hơn so với nhà đầu tư chuyên nghiệp là tổ chức, đặc biệt là liên quan đến nghĩa vụ về cung cấp thông tin, nghĩa vụ đánh giá năng lực nhà đầu tư, nghĩa vụ xác lập các báo cáo công bố rủi ro...<sup>19</sup> Điều này là dễ hiểu bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân được cho là có khả năng tiếp cận thông tin, năng lực tài

chính và mức độ chống chịu rủi ro kém hơn nhiều so với nhà đầu tư chuyên nghiệp là tổ chức. Do đó, việc phân biệt về quyền đầu tư trái phiếu riêng lẻ giữa hai nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp này là cần thiết. Trong dự thảo sửa đổi Nghị định số 153/2020/NĐ-CP cũng có xu hướng phân biệt giữa hai nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp là tổ chức khi đưa ra một số quy định dành riêng cho nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân<sup>20</sup>. Tuy nhiên, khi Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung Nghị định số 153/2020/NĐ-CP được ban hành, ý tưởng về áp dụng các quy chế pháp lý riêng biệt giữa các nhà đầu tư chuyên nghiệp là cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp là tổ chức đã không còn được cụ thể hóa vào trong quy định của pháp luật.

#### **4. Một số đề xuất hoàn thiện pháp luật về hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam**

Thực tế cho thấy các cơ quan quản lý nhà nước tại Việt Nam đang đứng trước một bài toán khó là vừa phải tạo điều kiện cho sự phát triển mở rộng của thị trường trái phiếu đồng thời giảm thiểu rủi ro, bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư, rõ ràng việc đảm bảo cân bằng giữa hai mục tiêu này là không hề dễ dàng. Qua phân tích các quy định của pháp luật điều chỉnh hoạt động chào chào bán trái

<sup>18</sup> The Securities and Futures Commission, March 2016, The Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission.

<sup>19</sup> Angela Wang & Co, Redefining the Professional Investor in Hong Kong, <https://www.hg.org/legal-articles/redefining-the-professional-investor-in-hong-kong-39271>, truy cập 18/3/2023.

<sup>20</sup> Xem thêm Dự thảo Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế, [https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages\\_r/cd/du-thao-van-ban/dtvb-chi-tiet-gop-y-du-thao?id=9601](https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/cd/du-thao-van-ban/dtvb-chi-tiet-gop-y-du-thao?id=9601), truy cập 18/3/2023.

phiếu riêng lẻ tại Việt Nam cũng như việc thực hiện các quy định này trên thực tế có thể đưa ra một số đề xuất hoàn thiện pháp luật như sau:

*Một là*, cần đưa ra các biện pháp đồng bộ để quy định xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ được thực thi trên thực tế. Như đã phân tích, việc xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành là yếu tố quyết định đến việc bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trái phiếu riêng lẻ. Tuy nhiên để quy định này có thể thực hiện trên thực tế cần phải thực hiện đồng bộ các biện pháp: 1) nhanh chóng gia tăng số lượng công ti xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp trên thị trường Việt Nam. Đây là yêu cầu cấp bách vì hiện nay chỉ có hai doanh nghiệp của Việt Nam được cấp phép thực hiện dịch vụ này trong khi số lượng doanh nghiệp có nhu cầu được xếp hạng tín nhiệm là rất lớn; 2) hoàn thiện đầy đủ các quy định về tiêu chuẩn, điều kiện, thủ tục xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp để nâng cao chất lượng dịch vụ, đảm bảo kết quả xếp hạng phản ánh trung thực và khách quan tình trạng doanh nghiệp; 3) cần có kế hoạch thí điểm xếp hạng tín nhiệm một số doanh nghiệp phát hành ngay trong năm 2023 để làm cơ sở thực hiện rộng rãi trong năm 2024 (thời điểm chính thức thực hiện yêu cầu xếp hạng tín nhiệm tổ chức phát hành trái phiếu riêng lẻ).

*Hai là*, cần bổ sung các quy định về quyền yêu cầu cung cấp thông tin chủ động của nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp đối với tổ chức phát hành trái phiếu riêng lẻ. Hiện nay việc tiếp cận thông tin của nhà đầu

tư đối với các đợt chào bán trái phiếu riêng lẻ và tình hình hoạt động của doanh nghiệp chủ yếu thông qua cơ chế công bố thông tin của tổ chức phát hành mà chưa có các quy định về việc nhà đầu tư được quyền yêu cầu tổ chức phát hành phải cung cấp thông tin, đặc biệt là các thông tin liên quan đến việc sử dụng nguồn vốn huy động được từ đợt phát hành. Đây cũng sẽ là điều kiện rất quan trọng để nhà đầu tư có thể thực hiện việc yêu cầu doanh nghiệp phát hành trái phiếu mua lại trái phiếu trước hạn khi có vi phạm về mục đích sử dụng vốn (một trong những quy định mới được đưa vào Nghị định số 65/2022/NĐ-CP - khoản 5 Điều 1).

*Ba là*, cần hoàn thiện các quy định về trách nhiệm việc cung cấp thông tin của tổ chức đóng vai trò tư vấn hồ sơ chào bán trái phiếu và đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành trái phiếu. Đây là những chủ thể đầu tiên và nắm khá rõ về tình hình doanh nghiệp phát hành, đồng thời đánh giá được đầy đủ về những rủi ro liên quan đến trái phiếu riêng lẻ. Do đó, để đảm bảo quyền lợi của nhà đầu tư, hạn chế được những hành vi lừa đảo trên thị trường, cần yêu cầu các tổ chức tư vấn hồ sơ chào bán trái phiếu và đấu thầu, bảo lãnh, đại lý phát hành trái phiếu phải công khai rõ thông tin về tình hình hoạt động cũng như việc đáp ứng các điều kiện phát hành trái phiếu riêng lẻ của doanh nghiệp mà mình cung cấp dịch vụ. Đồng thời ràng buộc trách nhiệm của các tổ chức này khi xuất hiện các vi phạm từ phía tổ chức phát hành trái phiếu riêng lẻ.

*Bốn là*, cần nhanh chóng thực hiện quy định về việc xác định tư cách nhà đầu tư

chuyên nghiệp cá nhân. Các quy định về điều kiện đối với nhà đầu tư cá nhân để được giao dịch mua bán trái phiếu riêng lẻ là “bộ lọc” quan trọng giúp đảm bảo chỉ những nhà đầu tư đủ năng lực tài chính, kinh nghiệm, trình độ mới được tham gia đầu tư vào một thị trường nhiều cơ hội nhưng cũng tràn ngập rủi ro. Việc tạm ngưng thực hiện quy định này có thể giúp cho nhiều nhà đầu tư tham gia thị trường trái phiếu, giúp cho doanh nghiệp có cơ hội đảo nợ để vượt qua giai đoạn khó khăn nhưng lại tiềm ẩn rủi ro lớn cho nhà đầu tư, khi có thể bị mất đi số tiền đầu tư do mua phải những trái phiếu kém chất lượng.

Năm là, cần đưa ra các quy định nhằm phân biệt về quyền đầu tư giữa nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân và nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là tổ chức. Về cơ bản hai nhóm nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp này có những điểm khác nhau do đó cần phải có những quy chế pháp lý cho phù hợp. Trong đó tập trung làm rõ nghĩa vụ của các chủ thể khi giao dịch với mỗi nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp (bao gồm nghĩa vụ về cung cấp thông tin, nghĩa vụ đánh giá năng lực nhà đầu tư, nghĩa vụ xác lập các báo cáo công bố rủi ro...). Lưu ý rằng việc xây dựng pháp luật cần theo hướng đưa ra biện pháp bảo vệ phù hợp, cụ thể cho mỗi loại nhà đầu tư mà không phải là siết chặt để làm giảm cơ hội tìm kiếm lợi nhuận từ đầu tư chứng khoán riêng lẻ.

Bản chất của thị trường trái phiếu được chào bán riêng lẻ hoàn toàn khác với thị trường trái phiếu được chào bán ra công

chúng. Đây là sân chơi của những nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp - những chủ thể hoàn toàn có đủ khả năng để đánh giá về những lợi ích và rủi ro mà các sản phẩm trên thị trường mang lại. Do đó, điều quan trọng không phải là “siết chặt” hay “nới lỏng” với thị trường này mà là cần đảm bảo những chủ thể có đủ điều kiện, năng lực mới được tham gia giao dịch trên thị trường và cần tôn trọng nguyên tắc vận hành của thị trường trái phiếu riêng lẻ đó là bình đẳng, tự do thoải thuận và tự chịu rủi ro. Chỉ có như vậy thị trường trái phiếu riêng lẻ mới thực sự phát huy được hiệu quả và tạo ra nhiều giá trị cho nền kinh tế./.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Comptroller of the Currency Administrator of National Banks (March 1990). Private placements: Comptroller's Handbook (PDF). US Department of the Treasury.
2. Christopher R. Zimmerman (2019), *Accredited Investors: A Need for Increased Protection in Private Offerings*, 114 Nw. U. L. Rev. 507.
3. Trần Kim Long, Liêu Cập Phủ (2022), “Thực trạng thị trường xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam: Cơ hội và thách thức”, *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*, số 9.
4. Phan Phương Nam (2020), “Pháp luật về chào bán riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp: bất cập và kiến nghị hoàn thiện”, *Tạp chí Nghiên cứu lập pháp*, số 21 (421).
5. Trey Proffitt (2022), “Modernizing The Accredited Investor Definition”, *Securities Regulation Law Journal*, Volume 50, Issue 2.